

Analyse financière :  
étude complémentaire

## artnet AG, Berlin

Contexte : présentation du rapport trimestriel du 31.03.2008

### Branche

prestataires de services en ligne

### Internet

www.artnet.com

### Dates

assemblée générale 09 juillet 2008

rapport pour la période de six mois 25 juillet 2008

rapport pour la période de neuf mois 24 octobre 2008

### Données fixes

Sigle boursier

WKN 690950

ISIN DE0006909500

Bloomberg AYD.ETR

Places boursières concernées

Xetra et Frankfurt

Segment boursier

marché réglementé / « Prime Standard »

Cours

EUR 8,00 (Xetra; 19.05.2008 15h35)

|                  |           |
|------------------|-----------|
| haut 52 semaines | EUR 13,90 |
| bas              | EUR 6,91  |

Nombre d'actions

5 631 067 actions (non diluées)

capitalisation boursière

45,0 millions d'EUR

Structure de l'actionariat

|                              |       |
|------------------------------|-------|
| Galerie Neuendorf AG, Berlin | 26,0% |
|------------------------------|-------|

|                                     |       |
|-------------------------------------|-------|
| Schaeffer Immobilien GmbH, Hambourg | 11,3% |
|-------------------------------------|-------|

|   |       |
|---|-------|
| Artis Capital Management LLC, San Francisco | 10,4% |
|---|-------|

|                      |      |
|----------------------|------|
| Robert de Rothschild | 7,3% |
|----------------------|------|

|                |      |
|----------------|------|
| Oliver Schmidt | 5,0% |
|----------------|------|

|                 |      |
|-----------------|------|
| actions propres | 1,4% |
|-----------------|------|

|                     |       |
|---------------------|-------|
| actions disséminées | 38,6% |
|---------------------|-------|

2006 dividend

aucun

SIGNUM Research GmbH

PO Box 11 07 13

40507 Düsseldorf

info@SIGNUM-Research.com

### Important :

Veillez lire l'avis juridique et les remarques concernant les éventuels conflits d'intérêts à la fin de cette analyse.

## Résultat de l'analyse

### ACHAT Objectif de cours actuel 12,50 EUR

Au cours du 1<sup>er</sup> trimestre de 2008, artnet a enregistré une croissance de 29 % en USD dans les trois secteurs d'activité existants. Convertie en euros, la croissance n'est que de 13 % ; mais à monnaie constante, elle s'élève à 25 %. En conséquence, nous ajustons la croissance en euros du chiffre d'affaires (CA) des secteurs d'activité existants à 17 % pour 2008.

Dans l'ensemble, le lancement des « artnet Online Auctions » s'est avéré très satisfaisant avec les premières clôtures de ventes aux enchères en mars. Depuis le lancement, un CA de 17 K€ a été enregistré en mars et artnet prévoit une tendance à la hausse du CA. Les premiers ajustements aux valeurs empiriques acquises ont déjà été intégrés dans le processus des ventes aux enchères. Malgré l'évolution du taux de change, nous maintenons notre estimation du chiffre d'affaires pour 2008 à 323 milliers d'euros. Sur la base de ces données il n'est pas possible d'établir un pronostic précis, mais le scénario d'un échec est beaucoup moins probable. Le lancement d'artnet dans sa version intégrale accompagné d'une campagne publicitaire (après la fin du déroulement des ventes aux enchères dans la version bêta) pourrait propulser à nouveau les « artnet Online Auctions ».

L'évolution des coûts se poursuit à un niveau élevé afin d'intensifier le développement de nouveaux produits, d'établir plus rapidement les produits sur le marché et de les perfectionner. Cette évolution fait face à un certain affaiblissement de la croissance du CA en raison de la crise des « subprimes » et de l'évolution de la conjoncture aux États-Unis, qui n'ont toutefois jusqu'à présent pas eu d'influence significative sur le marché de l'art. En conséquence, nous avons revu les prévisions de croissance à la baisse du CA hors ventes aux enchères de 25 % à 23 % pour 2009 et les avons augmentées de 20 % à 23 % pour 2010. Nous ne prévoyons pas d'effets de change négatifs importants à partir du 4<sup>e</sup> trimestre 2008.

Nous tirons pour le 1<sup>er</sup> trimestre 2008 le bilan suivant : lancement très prometteur des « Online Auctions », accélération du développement de nouveaux produits, effet de change négatif considérable et affaiblissement de la croissance fixée à 29 % en USD.

Après une année 2008 considérée comme transitoire, nous procédons à une évaluation sur la base de 2009 et estimons qu'un PER de 20 ou un cours de 12,60 EUR minimum est réaliste. Notre modèle DCF indique une valeur actuelle de 12,49 EUR. Il en découle une estimation raisonnable de la valeur actuelle à 12,50 EUR, par rapport à la valeur de 11,25 EUR présentée dans notre première étude.

Analyste : Dipl.-Kaufmann Marcus Sühling

Date de publication : 26.05.2008

Clôture de rédaction : 19.05.2008

artnet AG, Berlin

## 1. Évènements importants survenus au cours du 1<sup>er</sup> trimestre/2008

- « artnet Online Auctions » lancement prometteur (25 février 2008)
- Ventes régulières taux satisfaisant de d'environ 30 % de toutes les offres d'enchères proposées sur « Online Auctions »
- La marge brute d'autofinancement reste positive malgré des investissements importants dans « Online Auctions » et le développement de nouveaux produits,
- Augmentation du CA du groupe maintenue supérieure à 25 % en monnaie constante
- Embauche de 13 nouveaux salariés portant l'effectif total à 127 collaborateurs, CA par collaborateur encore négatif
- Première activation des frais de personnel avec 108 K€ pour le développement de nouveaux produits
- Nouvelle structure des coûts, transfert des frais de gestion généraux dans les coûts liés au chiffre d'affaires
- Réseau de galeries : 2 017 membres (1 947 le 31.12.2007)
- Banque de données sur les prix : 11 950 abonnées (11 500 le 31.12.2007)
- Élargissement du réseau des galeries et de la banque de données sur les prix aux segments de l'artisanat d'art et du design du XX<sup>e</sup> et du XXI<sup>e</sup> siècles

## 2. Pronostics & perspectives

- Processus d'amélioration continu des « artnet Online Auctions »
- Augmentation probable des recettes due à la réduction de la durée d'opération des ventes aux enchères qui passe à 10 jours, avec pour objectif de passer à 7 jours ultérieurement ainsi que la perception d'une commission sur l'acheteur de 10 % en sus de celle existant sur le vendeur de 10%. Accélération de l'extension de la vente, notamment pour le réseau des galeries et les données sur les prix, en Chine et en Russie
- Mise en place prochaine d'une plate-forme de design en ligne (meubles, objets design modernes et contemporains de plus de 150 galeries de 75 pays) sur le même modèle que celle de l'art
- Développement de nouveaux produits dans le secteur de la banque de données de prix



**Beatriz Milhazes**

*O mágico*  
2001 -

oil, acrylic and gold leaf on canvas

Sotheby's New York: Thursday, May 15, 2008

[Lot 460] Contemporary Art Day Auction

Prix de vente : 1.049.000 US\$ PREMIUM

### 3. Détails

#### 3.1 artnet Online Auctions

Depuis le 25 février, des prestataires mettent en vente des œuvres d'art sur la plate-forme du marché de l'art « artnet Online Auctions ». La demande est particulièrement dynamique pour les objets graphiques, qui représentent la catégorie la plus importante. Les objets proposés sont également des photographies, des travaux sur papier, des sculptures et des peintures. Jusqu'à présent, les meilleures ventes sont des œuvres graphiques de Warhol et Murakami, deux des artistes d'art moderne/contemporain les plus connus au monde. La plate-forme est actuellement disponible uniquement dans la phase de démarrage, artnet précise qu'il s'agit du « mode bêta ». Des améliorations sont effectuées en permanence en ce qui concerne les informations mises à la disposition des enchérisseurs, la conclusion du contrat ainsi que la conception de la plate-forme sur la base des valeurs empiriques déjà acquises. Le processus de surenchère a été simplifié et rendu plus compréhensible, permettant maintenant à l'enchérisseur de surenchérir automatiquement jusqu'à la limite de prix qu'il s'est fixée personnellement.

Les objets proposés sont acquis par la vente, notamment dans le réseau de galeries. De la publicité pour la plate-forme paraît dans les médias, par exemple des annonces dans le New York Times. Des dépenses publicitaires sont prévues dans le cadre du budget marketing, mais en majorité après le lancement de la version intégrale des « artnet Online Auctions ». Les frais d'insertion peu élevés de 25 USD par objet permettent aux vendeurs de proposer plusieurs fois leurs objets dès qu'une vente aux enchères est terminée et qu'aucune vente n'a été conclue. Au cours des 5 semaines du 1<sup>er</sup> trimestre, artnet a enregistré près de 200 objets proposés. Selon les informations fournies par l'entreprise, le taux de ventes régulières s'élevait à 30 % environ, soit le maximum des résultats escomptés de 20 %-30 %. Les ventes effectuées après la clôture des enchères (ventes ultérieures) représentent environ 10 % de toutes les ventes. artnet prévoit à l'avenir de percevoir également, parallèlement à la commission sur le vendeur de 10 %, une commission sur l'acheteur de 10 %. Ceci permettrait à artnet de doubler ses recettes, si cette décision n'entraîne pas de conséquence négative sur le chiffre d'affaires réalisé par les ventes aux enchères, ce que suppose artnet. Pour le moment, nous maintenons notre évaluation du chiffre d'affaires lié aux recettes des commissions en raison des effets de change négatifs et d'un éventuel doublement des recettes dû à l'introduction d'une provision de l'acheteur de 10 %.

#### 3.2 Croissance

Au cours du 1<sup>er</sup> trimestre 2008, la croissance du chiffre d'affaires était, à montant constant, supérieure au taux de 25 % escompté par artnet pour les années à venir. Étant donné l'évolution, extrêmement faible au cours de ce trimestre, du cours de change de l'USD (monnaie de compte principale / 80 %) par rapport à l'euro (monnaie dans laquelle sont libellés les états financiers), une croissance de 13 % a été enregistrée sur la base des effets de change. Jusqu'à maintenant, les conséquences de la crise des subprimes sont limitées, mais affaiblissent la croissance. Le concurrent Artprice.com a enregistré lui aussi un affaiblissement de sa croissance (11 %) au cours du 1<sup>er</sup> trimestre 2008. En conséquence, nous réduisons nos prévisions de croissance pour les secteurs d'activité d'artnet à 17 % pour 2008.

artnet a procédé à quelques modifications dans les postes de coûts en transférant des frais de gestion généraux dans les frais liés au chiffre d'affaires.

artnet AG, Berlin

**Ed Ruscha**

*I don't want no retro spective*  
1979 -  
Pastel

Sotheby's New York: Thursday, May 15, 2008  
[Lot 248] Contemporary Art Day Auction  
Prix de vente : 3.961.000 US\$ PREMIUM



Il s'agit des coûts des technologies de l'information et des « Online Auctions », ainsi que d'autres coûts liés directement aux produits.

Les principaux facteurs de coûts sont : effectifs de personnel considérablement importants et les coûts internes et externes liés au développement de nouveaux produits comme

« Online Auctions » et les produits dérivés de la banque de données sur les prix. Le nombre de salariés a augmenté de 53 % par rapport au trimestre de l'année précédente. Le chiffre d'affaires par collaborateur sera par conséquent encore nettement faible jusqu'à ce que les nouveaux produits soient en mesure d'influencer le chiffre d'affaires. SIGNUM est par conséquent contraint de revoir à la baisse le bénéfice escompté pour 2008. D'un autre côté, l'avance sur la concurrence devrait pouvoir être améliorée.

Pour 2009, nous partons du principe que les influences monétaires ne seront que minimales et nous prévoyons pour 2010 une croissance légèrement plus élevée sans les commissions des ventes aux enchères. Actuellement, les commissions des ventes aux enchères sont encore difficiles à estimer (quelques semaines après le lancement), c'est pourquoi nous ne modifions pas notre évaluation.

Tableau 1

3.3 Évaluation

| Comptabilité prévisionnelle artnet AG (compte de profits et pertes consolidé) |                |                    |                |                    |             |                    |             |                    |             |
|---|----------------|--------------------|----------------|--------------------|-------------|--------------------|-------------|--------------------|-------------|
|   | 2006           |                    | 2007           |                    | 2008        |                    | 2009        |                    | 2010        |
|   | Valeurs RÉELES | Modifica-tion en % | Valeurs RÉELES | Modifica-tion en % | Pronostic   | Modifica-tion en % | Pronostic   | Modifica-tion en % | Pronostic   |
| Montants en KEur  |                |                    |                |                    |             |                    |             |                    |             |
| Chiffre d'affaires sans les ventes aux enchères                               | 8.416          | +30,6%             | 11.000         | +17,0%             | 12.870      | +23,0%             | 15.830      | +23,0%             | 19.471      |
| Commission des « Online Auctions »  |                |                    |                |                    | 323         |                    | 1.050       |                    | 2.240       |
| Chiffre d'affaires total  | 8.416          |                    | 11.000         | +19,9%             | 13.193      | +27,9%             | 16.880      | +28,6%             | 21.711      |
| Coûts liés au chiffre d'affaires  | 1.719          | +23,0%             | 2.073          | +126,7%            | 4.700       | +15,0%             | 5.405       | +15,0%             | 6.216       |
| Résultat brut du chiffre d'affaires   | 6.697          | +33,3%             | 8.927          | -4,9%              | 8.493       | +35,1%             | 11.475      | +35,0%             | 15.495      |
| Vente/Marketing   | 1.296          | +32,0%             | 1.694          | +21,0%             | 2.050       | +20,0%             | 2.460       | +20,0%             | 2.952       |
| Frais de gestion généraux   | 2.960          | +39,0%             | 4.220          | -36,0%             | 2.700       | +15,0%             | 3.105       | +15,0%             | 3.571       |
| Développement des produits  | 565            | +65,0%             | 1.066          | +50,0%             | 1.599       | +30,0%             | 2.079       | +20,0%             | 2.494       |
| Frais de marketing liés aux « Online Auctions »                               |                |                    |                |                    | 400         |                    | 250         |                    | 250         |
| Total des coûts   | 4.821          | +44,8%             | 6.980          | -3,3%              | 6.749       | +17,0%             | 7.894       | +17,4%             | 9.267       |
| Excédent d'exploitation   | 1.876          | +3,8%              | 1.947          | -10,4%             | 1.744       | +105,4%            | 3.581       | +73,9%             | 6.228       |
| Résultat des opérations d'intérêts  | 37             |                    | 91             |                    | 100         |                    | 150         |                    | 200         |
| Autres recettes   | 14             |                    | 75             |                    | 29          |                    | 33          |                    | 38          |
| EBT   | 1.927          | +9,7%              | 2.113          | -11,4%             | 1.873       | +101,0%            | 3.765       | +71,8%             | 6.446       |
| Impôts (sans impôts différés)   | 107            | +22,4%             | 131            |                    | 80          |                    | 120         |                    | 150         |
| Bénéfices du groupe   | 1.820          | +8,9%              | 1.982          | -9,5%              | 1.793       | +103,3%            | 3.645       | +73,3%             | 6.316       |
| Nombre d'actions (entièrement di-   | 5.703          |                    | 5.741          |                    | 5.750       |                    | 5.800       |                    | 5.850       |
| EPS   | <b>0,32</b>    | +8,2%              | <b>0,35</b>    | -9,7%              | <b>0,31</b> | +101,5%            | <b>0,63</b> | +71,8%             | <b>1,08</b> |

artnet AG, Berlin

Nous adaptons maintenant l'évaluation à l'année 2009. En règle générale, les évaluations de small caps ont, dans un premier temps, considérablement chuté dans le monde entier. Nous en tenons compte en réduisant le PER raisonnable d'artnet de 25 à 20. Dès que la tendance à la baisse de l'USD freinera, que le chiffre d'affaires augmentera de nouveau de plus de 25 %, à monnaie constante, et que l'augmentation des effectifs et des coûts sera limitée, une évaluation plus élevée du PER sera de nouveau appropriée. Si elles dépassent nos attentes, les « Online Auctions » pourraient provoquer une stimulation supplémentaire du cours. Dans ce cas, un PER encore plus élevé de 30 serait tout à fait justifiable avec des taux de croissance du chiffre d'affaires total plus élevés que ceux actuellement estimés de 20 %, 28 % et 29 % pour 2008, 2009 et 2010.

Le modèle DCF a été adapté en fonction de l'augmentation du rendement du circulant sur le marché de la retraite et des attentes revues concernant les composants de la marge brute d'autofinancement. Les paramètres de l'analyse de sensibilité sont restés inchangés.

Tableau 2

| Calcul de la valeur de l'entreprise      |              |       |       |          |
|--|--------------|-------|-------|----------|
| Modèle DCF (Discounted Cashflow) en KEur | 2008         | 2009  | 2010  | 2011 ff. |
| Excédent annuel du groupe                | 1.793        | 3.645 | 6.316 | 6.316    |
| Modification de l'actif circulant        | 200          | 300   | 300   | 300      |
| Déduction faite des investissements nets | -700         | -500  | -300  | -200     |
| Free Cashflow (FCF)                      | 1.293        | 3.445 | 6.316 | 6.416    |
| Taux d'escompte                          | 1,088        | 1,184 | 1,288 | 1,401    |
| Valeur après amortissement               |              |       |       | 88.017   |
| Valeurs actuelles FCF                    | 1.189        | 2.911 | 4.906 | 62.836   |
| Total des valeurs actuelles (Fair Value) | 71.841       |       |       |          |
| Nombres d'actions                        | 5.750.000    |       |       |          |
| <b>Fair Value par action</b>             | <b>12,49</b> |       |       |          |

**Suppositions du calcul de la valeur de l'entreprise**

|  |       |
|--|-------|
| Taux d'intérêt de base (rendement actuel du circulant) | 4,29% |
| Prime de risque du marché                              | 4,50% |
| Facteur bêta   | 1,00  |
| Taux d'intérêt CAPM                                    | 8,79% |
| Terminal Value diminution de l'augmentation            | 1,50% |

Tableau 3

| Analyse de sensibilité d'artnet AG selon le modèle DCF |       |       |      |
|--|-------|-------|------|
| en EUR par action                                      | Bêta  |       |      |
|  | 0,8   | 1,0   | 1,5  |
| Diminution de l'augmentation                           |       |       |      |
| 1,0%   | 13,55 | 11,79 | 8,80 |
| 1,5%   | 14,49 | 12,49 | 9,18 |
| 2,0%   | 15,58 | 13,30 | 9,61 |

**Avis juridique**

**L'avis juridique fait partie intégrante de cette analyse financière et doit être impérativement pris en compte en cas de décisions qui reposent sur cette analyse ou en découlent.**

**Avis juridique / Clause de non-responsabilité**

Cette analyse a été réalisée par SIGNUM Research GmbH. Elle comprend des informations sélectionnées et ne prétend pas à l'exhaustivité. L'analyse est basée sur des informations et des données accessibles en général („informations“) et qui sont considérées comme fiables. SIGNUM Research GmbH n'a cependant pas contrôlé l'exactitude ni l'intégralité des informations et décline toute responsabilité pour l'exactitude et l'intégralité des informations. D'éventuelles informations incomplètes ou incorrectes ne justifient aucune responsabilité de la part de SIGNUM Research GmbH pour quelque dommage que ce soit, qu'il s'agisse de dommages directs, indirects et/ ou consécutifs. SIGNUM Research GmbH décline notamment toute responsabilité pour les déclarations, les pronostics ou autres détails contenus dans cette analyse concernant les entreprises faisant l'objet de l'étude, les stratégies, les situations concurrentielles ou la situation du marché, les conditions-cadres légales, etc. La réalisation et la diffusion de cette analyse sont soumises au droit de la République fédérale d'Allemagne. Sa diffusion dans d'autres juridictions peut être restreinte par les lois ou les autres dispositions juridiques qui y sont en vigueur dans ce pays. Les personnes dont le siège est en dehors de la République fédérale d'Allemagne et qui entrent en possession de cette analyse doivent s'informer personnellement des éventuelles restrictions qui s'appliquent dans leur cas et les suivre. Bien que l'analyse ait fait l'objet d'un travail minutieux, nous ne pouvons exclure toute erreur, inexactitude, imperfection ou erreur d'estimation. SIGNUM Research GmbH, ses associés, ses employés et ses collaborateurs indépendants déclinent toute responsabilité pour l'exactitude et l'intégralité des déclarations, des estimations, des recommandations ou des conclusions qui découlent des informations contenues dans cette analyse. L'analyse ne constitue ni une offre ni une invitation à émettre une offre sur l'achat ou la vente d'un titre de valeur. Avant de prendre une éventuelle décision de placement, les investisseurs privés domiciliés en République fédérale d'Allemagne et ayant pris connaissance du contenu de cette analyse devraient contrôler avec leur conseiller si une recommandation de choix de placement effectuée dans cette analyse leur convient sur la base de leurs objectifs de placement et de leurs conditions financières et si les avis exprimés dans l'analyse sont partagés. Les avis exprimés dans cette analyse peuvent être modifiés à tout moment sans notification préalable. Sous réserve de modifications.

**Droits d'auteur**

L'œuvre, y compris toutes ses annexes, est protégée par les droits d'auteur. Toute utilisation sortant du cadre de la loi sur les droits d'auteur est interdite et répréhensible sans notre autorisation par écrit. Cette interdiction concerne notamment les duplications, les traductions, l'utilisation de microfilms ainsi que l'enregistrement et le traitement sur des supports électroniques de la totalité ou de parties du contenu.

**Principales sources d'information**

Les principales sources d'information utilisées pour la réalisation de cette analyse sont les publications effectuées dans les médias allemands et étrangers comme les services d'information, la presse économique, la presse spécialisée, les statistiques publiées, les agences de notation ainsi que les publications des sociétés/ émetteurs faisant l'objet de l'analyse.

**Auteurs de cette analyse :**

Dipl.-Kaufmann Marcus Sühling, analyste

Entreprise responsable : SIGNUM Research GmbH, Düsseldorf.

Mise en page : Michele Anne Zeh, CH-Windisch

**Conseil de placement**

Achat : nous nous attendons à ce que le prix de l'action augmente de 15 % ou plus au cours des 12 prochains mois

Détention : nous nous attendons à ce que le prix de l'action se modifie peu avec les fluctuations au cours des 12 prochains mois

Vente : nous nous attendons à ce que le prix de l'action chute de 15 % ou plus au cours des 12 prochains mois

N/A : l'estimation de l'action est suspendue.

**Aperçu des résultats de notre analyse pour l'action au cours des 12 derniers mois**

Première analyse - Date 20.02.2008 ; Résultat de l'analyse : ACHAT— Objectif de cours actuel 11,25 EUR

Étude complémentaire - Date 26.05.2008 ; Résultat de l'analyse : ACHAT— Objectif de cours actuel 12,50 EUR

Les éventuels conflits d'intérêts suivants doivent être pris en compte dans le cadre de cette analyse financière. Ils peuvent exister avec les sociétés suivantes mentionnées dans l'analyse :

**Société : artnet AG**

**Numéro attribué : 3, 7**

1. SIGNUM Research GmbH et/ou une entreprise liée détiennent directement ou indirectement une participation s'élevant au moins à 1 % du capital de base de l'émetteur en question.
2. SIGNUM Research GmbH et/ou une entreprise liée détiennent directement ou indirectement une position de vente nette s'élevant au moins à 1 % du capital de base de l'émetteur en question.
3. L'analyse financière concernant cette société a été réalisée par SIGNUM Research GmbH à la demande de l'émetteur ou d'une personne proche de cette société.
4. SIGNUM Research GmbH et/ou une entreprise liée ont participé au cours des douze derniers mois à la direction d'un consortium pour une émission à la suite d'une offre publique d'instruments financiers de ce type qui font eux-mêmes l'objet de cette analyse ou dont les émetteurs font l'objet de cette analyse.
5. SIGNUM Research GmbH et/ou une entreprise liée ont effectué contre rémunération des services de banque d'investissement ou de relations investisseurs auprès de l'émetteur en question.
6. L'analyse a été fournie à l'émetteur avant sa transmission ou sa publication et a ensuite été modifiée.
7. Le ou les auteurs de cette analyse financière ou l'un de leurs collaborateurs détiennent des titres de valeur directe ou des dérivés concernés de cette société.
8. Un membre de la direction ou un collaborateur de SIGNUM Research GmbH et/ou d'une filiale sont membres du comité directeur/membre de surveillance de cette société.
9. SIGNUM Research GmbH et/ou une entreprise liée prévoient et attendent pour les trois prochains mois des rémunérations de la part de cette société pour les services de banque d'investissement ou de relations investisseurs réalisés.

#### Autorité de surveillance compétente

BaFin (établissement fédéral de surveillance des services financiers)  
Lurgiallee 12  
60439 Frankfurt

#### Mentions légales

SIGNUM Research GmbH  
PO Box 11 07 13  
40507 Düsseldorf

#### Email

info@SIGNUM-Research.com

En acceptant ce document, le destinataire accepte le caractère obligatoire des restrictions mentionnées ci-dessus.

# SIGNUM RESEARCH GMBH