

## Achat

Objectif de cours	4,70€ (vs 5,70 €)
Cours au 25/04/2024	3,20 €
Potentiel	47%

## Données valeur

ISPD.PA / ISPD.FP	
Euronext Growth	48
Capitalisation (M€)	14,9
Nb de titres (en millions)	203
Volume moyen 12 mois (titres)	2,9 €
Extrêmes 12 mois	4,1 €

## Performances boursières

Performances (%)	Ytd	1m	3m	12m
Perf. Absolue	-3,0%	-3,0%	3,9%	-21,2%
Perf CAC Small	0,1%	0,6%	-0,5%	-2,7%

## Données financières (en M€)

au 31/12	2022	2023e	2024e	2025e
CA	105,9	140,0	157,2	173,5
var %	0,2%	32,2%	12,3%	10,4%
EBE	6,9	6,8	7,8	11,6
% CA	6,5%	4,9%	5,0%	6,7%
ROC	5,6	5,3	7,1	10,7
% CA	5,3%	3,8%	4,5%	6,2%
RN	4,4	3,0	4,4	7,1
% CA	4,2%	2,1%	2,8%	4,1%
Bnpa (€)	0,3	0,2	0,3	0,5
ROCE (%)	51,2%	35,3%	51,5%	68,6%
ROE (%)	63,8%	29,9%	30,9%	33,3%
Gearing (%)	-19,9%	47,6%	-7,0%	-32,2%
Dette nette	-1,2	4,4	-0,9	-6,6
Dividende n (€)	0,0	0,0	0,0	0,0
Yield (%)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

## Multiples de valorisation

	2022	2023e	2024e	2025e
VE/CA (x)	0,6	0,4	0,3	0,2
VE/EBE (x)	8,7	7,5	5,8	3,5
VE/ROC (x)	10,6	9,7	6,5	3,7
P/E (x)	14,0	16,1	10,8	6,7

## Actionnariat



## Préservation de la rentabilité malgré des investissements conséquents

## Publication des résultats 2023

En mars dernier, ISPD publiait un chiffre d'affaires net de 140 M€ en croissance de +32%. En termes pro forma le CA 2023 atteignait 166,2 M€ soit une progression de +17%. L'essor des ventes avait été porté par un mix géographique favorable (forte exposition à la zone Latam) et par le dynamisme de l'activité Digital media Trading. Au cours du premier semestre 2023, des investissements conséquents (comptabilisés en charges) ont été réalisés afin de renforcer les systèmes d'information de la société entraînant une baisse de la profitabilité d'ISPD. La publication des résultats annuels fait état d'une marge brute de 53,3 M€ (+6% YoY) et d'un EBITDA en ligne avec nos attentes à 6,8 M€. L'EBIT ressort en baisse de -6% à 5,3 M€ (= prévision EuroLand 5,3 M€) contre 5,6 M€ l'année précédente. Enfin le RN 2023 s'établit à 2,9 M€, en baisse de -34% par rapport à l'exercice 2022. La bottom line est notamment pénalisée par des effets de change liés aux devises Latam.

## Une activité soutenue en 2023

En 2023, le CA d'ISPD progresse de +32% pour atteindre 140 M€. La croissance de la société a été alimentée par l'excellente performance du segment *Digital Media Trading* (+17% en termes pro forma) qui a notamment séduit de nombreux annonceurs aux États-Unis. L'efficacité des solutions proposées à travers cette activité a permis de gagner de nouveaux comptes mais également de générer des ventes auprès des clients déjà existants. Par ailleurs, l'empreinte géographique du groupe a également participé au dynamisme de la top line en 2023. La société est notamment présente dans quatre des six pays où le marché du marketing est le plus actif (Argentine, Colombie, Mexique et Chili).

## Résilience des marges opérationnelles

La marge brute 2023 d'ISPD affiche une progression de +6% à 53,3 M€. Toutefois, le taux de marge brute ressort en baisse de -300 bps à 32% (vs 35% l'année précédente). Ce recul s'explique par une présence plus forte des ventes en *Digital Media Trading* dans le mix produit de la société. Malgré des investissements conséquents en IT (réalisés au S1 2023), ISPD a réussi à préserver son EBITDA 2023 qui stagne à 6,8 M€ ainsi qu'à contenir la baisse de son résultat opérationnel. Ce dernier ressort en ligne avec nos attentes à 5,3 M€ soit une baisse contenue (-6%) par rapport à l'année précédente. La société a notamment maîtrisé ses charges de personnel (en baisse de -2%) malgré un effectif moyen supérieur à 2022 (527 employés en 2023 vs 511 employés en 2022).

## Recul du RN 2023

En 2023, le résultat net d'ISPD affiche un recul important de -34%. Cette baisse est attribuable aux investissements IT mentionnés précédemment mais également à un résultat financier de -1,0 M€ (vs -0,1 M€ en 2022), impacté par des effets de change défavorables sur les devises en Amérique Latine (Mexique, Colombie, Argentine).



**Analyste**  
Raphaël Génin  
01 44 70 20 70  
rgenin@elcorp.com

# ISPD Network

## Marketing Digital

### Diminution de la trésorerie

Des changements de régulation au Mexique (qui selon nos estimations représente plus d'un quart des revenus du groupe) ont causé une forte augmentation du BFR. Ce dernier, en hausse de 8,4 M€ par rapport à 2022 impacte négativement les cash flow opérationnels (-2,7 M€). Avec des capex qui s'établissent à -2,3M€, le FCF ressort à -5,7 M€. Le groupe conserve toutefois un bilan solide avec une position de cash nette de 2,3M€.

### Perspectives

ISPD achève un exercice de transition marqué par des investissements conséquents en vue d'étoffer ses systèmes d'informations. Le changement de régulation au Mexique a considérablement affecté la génération de cash en allongeant le BFR mais la société continue d'avoir des perspectives séduisantes. Avec une présence sur des zones géographiques clés (Mexique, Colombie, Chili, USA) et une offre attractive, le management pense surperformer le marché de la publicité digitale et réaliser une croissance à deux chiffres en 2024. En conséquence, nous laissons inchangé notre objectif de CA 2024e à 157,2 M€ impliquant une croissance de +12,3%. Nous pensons que la part plus importante des activités en *Digital media Trading* dans le mix produit devrait continuer à avoir un effet dilutif sur la marge brute. Nous abaissons donc notre objectif d'EBITDA de -6% à 7,8 M€ (vs 8,3 M€ auparavant).

### Recommandation

**Notre recommandation reste à Achat mais nous abaissons notre objectif de cours à 4,7€ (vs 5,7€ précédemment) impliquant un upside de +47%.**



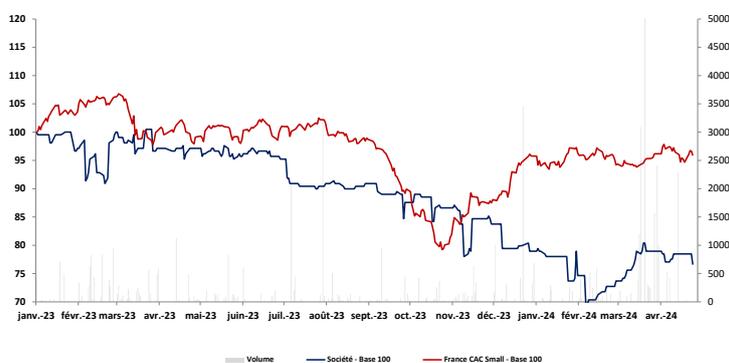
**Analyste**  
Raphaël Génin  
01 44 70 20 70  
rgenin@elcorp.com

## Présentation de la société

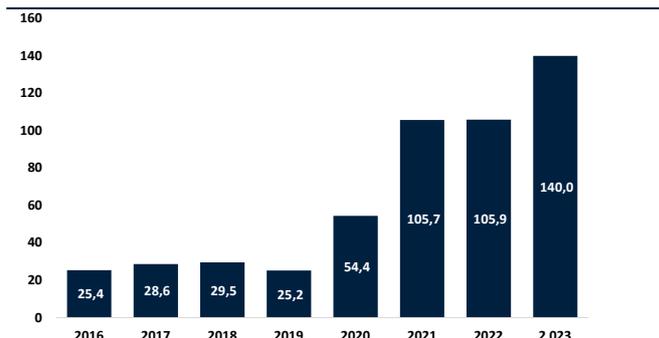
Issu de la fusion entre Antevenio et Rebold en 2019, ISPD Network est un groupe de marketing digital international et innovant. Ses activités sont structurées autour de trois pôles: 1/ Le Digital Media Trading (87% du CA 2023) où la société agit comme un intermédiaire et fournit différents services pour aider les annonceurs à placer leurs campagnes marketing sur les espaces publicitaires d'éditeurs, 2/ la Technologie Marketing (10% du CA 2023) qui englobe des solutions technologiques visant à améliorer l'efficacité des campagnes des clients d'ISPD, et 3/ le Publishing (3% du CA 2023), activité historique du groupe axée sur la création de contenus numériques (visuels blogs, podcasts).

Grâce à son exposition à différentes zones géographiques (Latam, Europe, Amérique du nord) ainsi qu'à l'excellence technologique de ses solutions, ISPD affiche des fondamentaux solides et des générations de revenus importants à l'image de son CA 2023 de 140 M€.

## Evolution du cours (base 100)



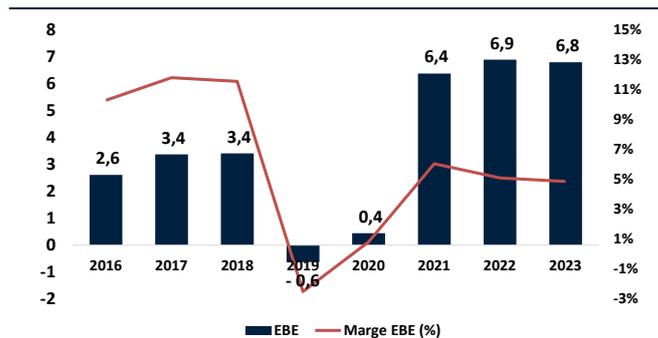
## Evolution du CA (en M€)



## Argumentaire d'investissement

- Des fondamentaux solides.** Reworld a su capitaliser sur son héritage historique (la presse papier) pour transformer le groupe et en faire un acteur agile, présent sur tous les canaux. Avec plus de 30m de visiteurs uniques par mois, c'est près de 6 français sur 10 qui sont touchés par les marques détenues par Reworld, que ce soit à travers les magazines ou ses marques 100% digitales. Les passerelles entre le BtoC et le BtoB sont nombreuses, et Reworld sait parfaitement en extraire leur valeur en monétisant son audience.
- Un marché porteur.** En 2022, les dépenses mondiales sur la publicité digitale ont avoisiné les 500 milliards de dollars. Différentes tendances séculaires comme la digitalisation de l'économie mondiale, l'adoption massive du téléphone portable ou encore l'essor du e-commerce et de l'IA incarnent les leviers de croissance de ce marché et laissent entrevoir un potentiel attractif sur le long terme. Le marché du marketing digital pourrait ainsi atteindre le seuil de 870 milliards de dollars en 2027, impliquant une croissance moyenne annuelle 2022-2027 de +9,6%. Avec une offre au cœur de ces enjeux, ISPD semble bien positionné pour profiter de l'essor de ce marché et nous anticipons un TCAM 2022-2025e de +18% sur la top line.
- Un mix géographique pertinent.** La fusion avec Rebold a également permis une expansion géographique significative, notamment dans la zone Amériques. Cette nouvelle allocation géographique a permis au groupe de renforcer sa présence sur des marchés très dynamiques et plus résilients que l'Europe face à la conjoncture macroéconomique actuelle. En 2022, les revenus européens du groupe ont baissé de -20%, impactés par le ralentissement des dépenses marketing des entreprises. Dans le même temps, ISPD a vu ses revenus de la zone Latam progresser de +21%, une tendance similaire à celle observée en Amérique du Nord (croissance à deux chiffres).

## Evolution de l'EBITDA (en M€)



## Multiples de valorisation des comparables

Société	Capitalisation (€M)	Dette nette	VE	VE/CA			VE/EBITDA			EV/EBIT			P/E		
				2023e	2024e	2025e	2023e	2024e	2025e	2023e	2024e	2025e	2023e	2024e	2025e
Obiz SA	58	3	61	0,5x	0,4x	0,3x	16,9x	8,9x	7,4x	38,5x	15,3x	11,4x	47,6x	19,4x	14,1x
HighCo SA	33	13	45	0,1x	0,1x	0,1x	0,8x	1,1x	1,2x	1,0x	1,4x	1,5x	5,7x	8,8x	9,2x
Invibes Advertising NV	209	86	295	0,7x	0,6x	0,5x	23,7x	15,8x	6,1x	ns	ns	ns	-13,7x	-20,5x	-71,8x
ReWorld Media SA	24	-10	15	0,5x	0,5x	0,5x	4,8x	4,2x	3,8x	5,3x	4,8x	4,2x	6,8x	5,1x	4,3x
<b>Moyenne</b>	<b>80,9</b>	<b>23,1</b>	<b>104,0</b>	<b>0,5x</b>	<b>0,4x</b>	<b>0,4x</b>	<b>11,5x</b>	<b>7,5x</b>	<b>4,6x</b>	<b>14,9x</b>	<b>7,2x</b>	<b>5,7x</b>	<b>11,6x</b>	<b>3,2x</b>	<b>-11,1x</b>
<b>Médiane</b>	<b>45,4</b>	<b>7,7</b>	<b>53,1</b>	<b>0,5x</b>	<b>0,4x</b>	<b>0,4x</b>	<b>10,8x</b>	<b>6,6x</b>	<b>4,9x</b>	<b>5,3x</b>	<b>4,8x</b>	<b>4,2x</b>	<b>6,2x</b>	<b>6,9x</b>	<b>6,8x</b>

### Analyste

Raphaël Génin  
01 44 70 20 70  
rgenin@elcorp.com



Compte de résultat (M€)	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Chiffre d'affaires	29,5	25,2	54,4	105,7	105,9	140,0	157,2	173,5
EBITDA	3,4	-0,6	0,4	6,4	6,9	6,8	7,8	11,6
<b>EBIT</b>	<b>3,1</b>	<b>-1,4</b>	<b>-0,4</b>	<b>5,1</b>	<b>5,6</b>	<b>5,3</b>	<b>7,1</b>	<b>10,7</b>
Résultat opérationnel	3,1	-1,4	-0,4	5,1	5,6	5,3	7,1	10,7
Résultat financier	-0,1	-0,1	-3,3	0,6	0,0	-1,0	-1,3	-1,3
Impôts	-0,5	-0,1	-0,4	-0,3	-1,2	-1,4	-1,4	-2,3
Mise en équivalence	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Part des minoritaires	0,0	0,0	-0,2	0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
<b>Net Income</b>	<b>2,4</b>	<b>-1,6</b>	<b>-3,9</b>	<b>5,3</b>	<b>4,4</b>	<b>3,0</b>	<b>4,4</b>	<b>7,1</b>
Bilan (M€)	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Actifs non courants	12,9	15,8	15,8	18,1	17,9	17,8	18,6	19,4
dont goodwill	10,2	11,2	7,1	8,9	8,6	8,6	8,6	8,6
BFR	1,5	-1,3	-5,7	-14,4	-9,7	-6,6	-8,3	-7,8
<b>Disponibilités + VMP</b>	<b>5,6</b>	<b>3,0</b>	<b>9,1</b>	<b>20,1</b>	<b>19,0</b>	<b>11,8</b>	<b>17,1</b>	<b>22,7</b>
Capitaux propres	16,3	13,2	-3,6	2,3	6,2	9,1	13,5	20,5
Emprunts et dettes financières	3,5	0,6	18,0	18,7	17,7	16,1	16,1	16,1
<b>Total Bilan</b>	<b>27,9</b>	<b>26,4</b>	<b>59,2</b>	<b>76,0</b>	<b>77,1</b>	<b>74,6</b>	<b>86,1</b>	<b>97,9</b>
Tableau de flux (M€)	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Marge brute d'autofinancement	3,5	-0,7	2,8	10,1	4,8	4,4	5,1	7,9
Variation de BFR	-0,9	1,4	0,4	2,4	-1,0	-3,1	1,7	-0,5
<b>Flux nets de trésorerie généré par l'activité</b>	<b>2,6</b>	<b>0,7</b>	<b>3,1</b>	<b>12,5</b>	<b>3,8</b>	<b>1,3</b>	<b>6,8</b>	<b>7,4</b>
CAPEX nets	-0,1	-0,6	0,0	-0,9	-0,8	-1,4	-1,5	-1,7
<b>FCF</b>	<b>2,5</b>	<b>0,1</b>	<b>3,1</b>	<b>11,6</b>	<b>2,9</b>	<b>-0,1</b>	<b>5,3</b>	<b>5,6</b>
Augmentation de capital	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Variation emprunts	0,0	0,0	-0,6	1,4	-1,2	-1,6	0,0	0,0
Dividendes versés	-1,3	-1,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Flux nets de trésorerie liés au financement</b>	<b>-1,9</b>	<b>-1,3</b>	<b>-0,6</b>	<b>0,8</b>	<b>-1,3</b>	<b>-1,6</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>
Variation de trésorerie	0,3	-2,7	6,1	11,0	-1,1	-7,2	5,3	5,6
Ratios (%)	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Variation chiffre d'affaires	3,2%	-14,6%	115,8%	94,2%	0,2%	32,2%	12,3%	10,4%
Marge EBITDA	11,6%	-2,5%	0,8%	6,0%	6,5%	4,9%	5,0%	6,7%
<b>Marge EBIT</b>	<b>10,4%</b>	<b>-5,4%</b>	<b>-0,8%</b>	<b>4,9%</b>	<b>5,3%</b>	<b>3,8%</b>	<b>4,5%</b>	<b>6,2%</b>
Marge opérationnelle	10,4%	-5,4%	-0,8%	4,9%	5,3%	3,8%	4,5%	6,2%
Marge nette	8,2%	-6,2%	-7,2%	5,0%	4,2%	2,1%	2,8%	4,1%
CAPEX (% CA)	0,4%	2,5%	0,1%	0,8%	0,8%	1,0%	1,0%	1,0%
BFR (% CA)	5,2%	-5,3%	-10,5%	-13,6%	-9,1%	-4,7%	-5,3%	-4,5%
ROCE	14,2%	-6,3%	-2,8%	104,9%	51,2%	35,3%	51,5%	68,6%
ROE	14,9%	-11,9%	125,8%	179,5%	63,8%	29,9%	30,9%	33,3%
Payout	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Dividend yield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Ratios d'endettement	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
<b>Gearing (%)</b>	<b>-12,8%</b>	<b>-18,3%</b>	<b>-250,1%</b>	<b>-61,0%</b>	<b>-19,9%</b>	<b>47,6%</b>	<b>-7,0%</b>	<b>-32,2%</b>
Dettes nettes/EBE	-0,6	3,8	20,1	-0,2	-0,2	0,6	-0,1	-0,6
EBE/charges financières	27,6	5,9	0,3	11,3	153,7	6,8	6,0	8,9
Valorisation	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Nombre d'actions (en millions)	4,2	4,2	15,0	14,7	14,9	14,9	14,9	14,9
Nombre d'actions moyen (en millions)	4,2	4,2	15,0	14,7	14,9	14,9	14,9	14,9
Cours (moyenne annuelle en euros)	7,7	6,7	5,7	5,0	4,2	3,2	3,2	3,2
(1) Capitalisation boursière moyenne	32,2	28,3	84,8	74,3	61,9	47,7	47,7	47,7
(2) Dette nette (+)/ trésorerie nette (-)	-2,1	-2,4	8,9	-1,4	-1,2	4,4	-0,9	-6,6
(3) Valeur des minoritaires	0,0	0,0	-0,4	-0,6	-0,7	-0,7	-0,8	-0,9
(4) Valeur des actifs financiers	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
Valeur d'entreprise = (1)+(2)+(3)-(4)	30,0	25,7	93,2	72,2	59,9	51,2	45,8	40,0
<b>VE/CA</b>	<b>1,0</b>	<b>1,0</b>	<b>1,7</b>	<b>0,7</b>	<b>0,6</b>	<b>0,4</b>	<b>0,3</b>	<b>0,2</b>
VE/EBE	8,8	-40,7	210,5	11,3	8,7	7,5	5,8	3,5
<b>VE/ROC</b>	<b>9,8</b>	<b>-18,9</b>	<b>-216,2</b>	<b>14,1</b>	<b>10,6</b>	<b>9,7</b>	<b>6,5</b>	<b>3,7</b>
P/E	13,3	-18,0	-21,6	14,0	14,0	16,1	10,8	6,7
P/B	2,0	2,1	-23,9	32,1	9,9	5,2	3,5	2,3
P/CF	12,5	39,6	27,2	5,9	16,4	37,1	7,0	6,5
<b>FCF yield (%)</b>	<b>8,2%</b>	<b>0,4%</b>	<b>3,3%</b>	<b>16,1%</b>	<b>4,9%</b>	<b>-0,2%</b>	<b>11,6%</b>	<b>14,1%</b>
Données par action (€)	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Bnpa	0,6	-0,4	-0,3	0,4	0,3	0,2	0,3	0,5
<b>Book value/action</b>	<b>3,9</b>	<b>3,1</b>	<b>-0,2</b>	<b>0,2</b>	<b>0,4</b>	<b>0,6</b>	<b>0,9</b>	<b>1,4</b>
Dividende /action	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

**Système de recommandations :**

Les recommandations d'EuroLand Corporate portent sur les douze prochains mois et sont définies comme suit :

**Achat** : Potentiel de hausse du titre supérieur à 15% en absolu par rapport au cours actuel, assorti d'une qualité des fondamentaux.

**Accumuler** : Potentiel de hausse du titre compris entre 0% et 15% en absolu par rapport au cours actuel.

**Neutre** : Potentiel du titre compris entre -5% et +5% en absolu par rapport au cours actuel.

**Alléger** : Potentiel de baisse du titre compris entre 0% et 15% en absolu par rapport au cours actuel.

**Vente** : Potentiel de baisse du titre supérieur à 15% en absolu par rapport au cours actuel, valorisation excessive.

**Sous revue** : La recommandation est sous revue en raison d'une opération capitalistique (OPA / OPE / Augmentation de capital...), d'un changement d'analyste ou d'une situation de conflit d'intérêt temporaire entre Euroland Corporate et l'émetteur.

**Historique de recommandations :**

**Achat**: Depuis le 27/11/2023

**Accumuler**: (-)

**Neutre** : (-)

**Alléger** : (-)

**Vente** : (-)

**Sous revue** : (-)

**Méthodes d'évaluation :**

**Ce document peut évoquer des méthodes d'évaluation dont les définitions résumées sont les suivantes :**

1/ Méthode des comparaisons boursières : les multiples de valorisation de la société évaluée sont comparés à ceux d'un échantillon de sociétés du même secteur d'activité, ou d'un profil financier similaire. La moyenne de l'échantillon établit une référence de valorisation, à laquelle l'analyste ajoute le cas échéant des décotes ou des primes résultant de sa perception des caractéristiques spécifiques de la société évaluée (statut juridique, perspectives de croissance, niveau de rentabilité...).

2/ Méthode de l'ANR : l'Actif Net Réévalué est une évaluation de la valeur de marché des actifs au bilan d'une société par la méthode qui apparaît la plus pertinente à l'analyste.

3/ Méthode de la somme des parties : la somme des parties consiste à valoriser séparément les activités d'une société sur la base de méthodes appropriées à chacune de ces activités puis à les additionner.

4/ Méthode des DCF : la méthode des cash-flows actualisés consiste à déterminer la valeur actuelle des liquidités qu'une société dégagera dans le futur. Les projections de cash flows sont établies par l'analyste en fonction de ses hypothèses et de sa modélisation. Le taux d'actualisation utilisé est le coût moyen pondéré du capital, qui représente le coût de la dette de l'entreprise et le coût théorique des capitaux propres estimés par l'analyste, pondérés par le poids de chacune de ces deux composantes dans le financement de la société.

5/ Méthode des multiples de transactions : la méthode consiste à appliquer à la société évaluée les multiples observés dans des transactions déjà réalisées sur des sociétés comparables.

6/ Méthode de l'actualisation des dividendes : la méthode consiste à établir la valeur actualisée des dividendes qui seront perçus par l'actionnaire d'une société, à partir d'une projection des dividendes réalisée par l'analyste et d'un taux d'actualisation jugé pertinent (généralement le coût théorique des fonds propres).

7/ Méthode de l'EVA : la méthode "Economic Value Added" consiste à déterminer le surcroît annuel de rentabilité dégagé par une société sur ses actifs par rapport à son coût du capital (écart également appelé "création de valeur"). Ce surcroît de rentabilité est ensuite actualisé pour les années à venir avec un taux correspondant au coût moyen pondéré du capital, et le résultat obtenu est ajouté à l'actif net comptable.

**DETECTION DE CONFLITS D'INTERETS POTENTIELS**

Corporate Finance	Intérêt personnel de l'analyste	Détention d'actifs de l'émetteur	Communication préalable à l'émetteur	Contrat de liquidité	Contrat Eurovalue*
Non	Non	Non	Non	Non	Oui

**« Disclaimer / Avertissement »**

La présente étude a été préparée par EuroLand Corporate indépendamment de ISPD (la « Société ») et est diffusée à titre purement informatif.

Cette étude ne constitue ni ne fait partie d'aucune offre de cession ou de souscription de titres ni d'aucune invitation à une offre d'achat ou de souscription de titres. Ni la présente étude, ni une quelconque partie de cette étude, ne constitue le fondement d'un quelconque contrat ou engagement, et ne doit être utilisé à l'appui d'un tel contrat ou engagement ou constituer une incitation pour conclure un tel contrat ou engagement.

Toutes opinions, prévisions, projections et/ou estimations éventuellement formulées dans ce document sont entièrement celles d'EuroLand Corporate et sont données dans le cadre de ses activités usuelles de recherche et ne doivent pas être considérées comme ayant été autorisées ou approuvées par toute autre personne.

Toutes opinions, prévisions, projections et/ou estimations éventuellement contenues dans cette étude reflètent le jugement d'EuroLand Corporate à la date à laquelle elle est publiée, et il ne peut être garanti que les résultats ou événements futurs soient en ligne avec ces opinions, prévisions, projections et/ou estimations. Ces opinions, prévisions, projections et/ou estimations peuvent faire l'objet de modifications par la suite sans préavis ni notification, leur exactitude n'est pas garantie et elles peuvent être incomplètes ou synthétisées. Ce document peut donc ne pas contenir toutes les informations relatives à la Société.

EuroLand Corporate attire l'attention du lecteur sur le fait que dans le respect de la réglementation en vigueur, il peut arriver que ses dirigeants ou salariés possèdent à titre personnel des valeurs mobilières ou des instruments financiers susceptibles de donner accès aux valeurs mobilières émises par la Société, sans que ce fait soit de nature à remettre en cause l'indépendance d'EuroLand Corporate dans le cadre de l'établissement de cette étude.

Tout investisseur doit se faire son propre jugement quant à la pertinence d'un investissement dans une quelconque valeur mobilière émise par la Société, en tenant compte des mérites et des risques qui y sont associés, de sa propre stratégie d'investissement et de sa situation légale, fiscale et financière.

EuroLand Corporate n'a pas vérifié de manière indépendante les informations fournies dans cette étude. A ce titre, aucune déclaration ou garantie, implicite ou explicite, n'est donnée quant à la sincérité, l'exactitude, l'exhaustivité ou la véracité des informations, opinions, prévisions, projections et/ou estimations contenues dans la présente étude. EuroLand Corporate, ni aucun de ses membres, dirigeants, employés ou conseillers, ni toute autre personne n'accepte d'être tenu d'une quelconque responsabilité (en raison d'une négligence ou autrement) pour tout préjudice de quelque nature que ce soit qui résulterait de l'utilisation de la présente étude, de son contenu, de son exactitude, de toute omission dans la présente étude, ou encore lié d'une quelconque manière à la présente étude.

La présente étude ne peut être reproduite, communiquée ou diffusée, directement ou indirectement, dans son intégralité ou en partie, de quelque façon que ce soit sans l'accord d'EuroLand Corporate.

Ce document ne peut être diffusé auprès de personnes soumises à certaines restrictions. Ainsi, en particulier, au Royaume-Uni, ce document s'adresse uniquement aux personnes qui (i) sont des professionnels en matière d'investissements au sens de l'article 19(5) du Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotion) Order 2005 (tel qu'actuellement en vigueur, ci-après le « Financial Promotion Order »), (ii) sont visées à l'article 49(2) (a) à (d) (« high net worth companies, unincorporated associations etc. ») du Financial Promotion Order, (iii) sont en dehors du Royaume-Uni, ou (iv) sont des personnes à qui une invitation ou une incitation à s'engager dans des activités d'investissement (au sens de la section 21 du Financial Services and Markets Act 2000) dans le cadre de l'émission ou de la cession de toutes valeurs mobilières peut être légalement communiquée, directement ou indirectement (toutes ces personnes étant dénommées ensemble, les « Personnes Habilitées »). Ce document s'adresse uniquement aux Personnes Habilitées et ne peut être utilisé par aucune personne autre qu'une Personne Habilitée. Toute personne autre qu'une Personne Habilitée doit s'abstenir d'utiliser ou de se fonder sur le présent document et les informations qu'il contient.

Ni ce document ni aucune copie de celui-ci ne peut être transmis ou distribué aux Etats-Unis d'Amérique, ou être distribués, directement ou indirectement, aux Etats-Unis d'Amérique. Tout manquement à cette restriction peut constituer une violation de la réglementation boursière des Etats-Unis d'Amérique.

Ni le présent document ni aucune copie de celui-ci ne peut être transmis ou distribué au Canada, en Australie, ou au Japon. La distribution du présent document dans d'autres juridictions peut constituer une violation des dispositions légales et réglementaires en vigueur. Les personnes entrant en possession de ce document doivent s'informer et se conformer à ces lois et règlements. En acceptant de recevoir cette note de recherche, vous acceptez d'être lié par les restrictions visées ci-dessus."

**EuroLand Corporate**  
17 avenue George V  
75008 Paris  
01 44 70 20 80