

Achat

Objectif de cours	9,50 €
Cours au 17/04/2024	6,3 €
Potentiel	52%

Données valeur

ALBIZ.PA / ALBIZ.FP	
Euronext Growth	
Capitalisation (M€)	36,6
Nb de titres (en millions)	5,9
Volume moyen 12 mois (titres)	2 339
Extrêmes 12 mois	5,1€ 7,5€

Performances boursières

Performances (%)	Ytd	1m	3m	12m
Perf. Absolue	-6,9%	-1,3%	0,0%	13,0%
Perf CAC Small	-1,1%	1,0%	0,5%	-6,4%

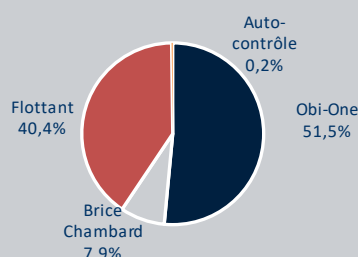
Données financières (en M€)

au 31/12	2022	2023e	2024e	2025e
CA	40,0	83,1	125,0	132,4
var %	8,3%	107,8%	50,4%	5,9%
EBE	1,0	2,2	3,8	4,6
% CA	2,5%	2,7%	3,0%	3,5%
ROC	0,2	1,0	1,9	2,6
% CA	0,4%	1,2%	1,5%	2,0%
RN	0,1	0,1	1,1	1,7
% CA	0,2%	0,2%	0,9%	1,3%
Bnpa (€)	0,0	0,0	0,3	0,4
ROCE (%)	1,8%	4,7%	13,3%	18,4%
ROE (%)	0,9%	0,9%	7,1%	9,6%
Gearing (%)	49,7%	64,7%	51,6%	38,3%
Dette nette	3,5	9,6	8,2	6,7
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)	0,8	0,4	0,3	0,2
VE/EBE (x)	31,0	16,0	9,1	7,0
VE/ROC (x)	178,2	35,4	18,1	12,3
P/E (x)	456,3	210,7	23,7	15,7

Actionnariat



Analyste

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



Encore du potentiel d'amélioration sur les marges

Publication des résultats 2023

En février dernier, Obiz dévoilait un chiffre d'affaires 2023 record de 83,1 M€. La croissance soutenue de la top line (+108,2% en consolidé) avait alors aisément surpassé la guidance du groupe (75,0 M€) ainsi que les estimations des analystes (consensus à 80,2 M€). La publication des résultats annuels d'hier permet également de constater la forte progression des marges d'Obiz. En 2023, la marge brute a doublé (+99,9%) pour atteindre 11,0 M€. L'EBITDA ressort en forte hausse (+109,9%) à 2,2 M€ et le RN consolidé s'établit à 0,3 M€ (+368%). L'exercice a été marqué par l'intégration des acquisitions (Adelya et SLD) et par une excellente dynamique commerciale sur les deux segments d'activités. Malgré l'évolution très positive des fondamentaux d'Obiz, la rentabilité est moins forte que le prévoiaient les analystes (EBE 2023 de 2,2 M€, -15% en dessous du consensus).

Une activité très bien orientée

En 2023, Obiz a généré une croissance organique soutenue (+13%), portée par les bonnes performances de ses deux métiers. Les revenus de l'activité *Boutiques e-commerce*, ont fortement augmenté (> +115% en consolidé) à la faveur de l'acquisition de SLD. La nouvelle filiale du groupe accroît l'influence d'Obiz dans son secteur tout en lui permettant de proposer une offre plus large et attractive. Le réseau commercial du groupe s'est d'ailleurs considérablement étoffé, passant de 45 000 partenaires en 2022 à 55 000 en 2023 (+22,2%).

Sur son activité *Programmes relationnels et affinitaires*, la société enregistre un CA de 6,4 M€, en hausse de +47%. Avec son offre unique, Obiz a pu remporter 31 nouveaux programmes, notamment auprès de grands comptes tels que Michelin, La Poste ou encore Adecco. L'objectif initial de 25 nouveaux programmes est donc largement dépassé, témoignant de la bonne orientation commerciale du groupe. Par ailleurs, l'acquisition d'Adelya (consolidée depuis mai 2022) participe également à l'essor de l'activité.

Des objectifs atteints sur les marges

La forte croissance du CA 2023 d'Obiz s'est accompagnée d'une progression importante de ses marges. La marge brute du groupe s'établit à 11 M€ (+110% vs 2022), largement au dessus de l'objectif de 8 M€ fixé par la société. Toutefois, la marge brute exprimée en pourcentage du CA est en recul de 50 bps à 13,3% (vs 13,8% en 2022). Ce recul s'explique notamment par la part plus importante des revenus liés aux boutiques e-commerce dans le mix produit. Cette activité, bien que très dynamique, affiche un taux de marge brute bas, compris entre 2% et 5% selon nos informations.

En 2023, Obiz enregistre également une forte hausse de son EBITDA (+110% vs 2022) qui atteint 2,2 M€. À l'instar de la marge brute, la société surpasse sans encombre son objectif 2023 (EBITDA >2M€). Malgré une hausse importante des effectifs liée à la croissance externe (passage de 78 à 107 salariés en 2023), Obiz démontre au passage la qualité de sa gestion en améliorant sa marge d'EBITDA de 2,5% en 2022 à 2,7% cette année.

Progression soutenue du résultat net

Au cours de l'exercice, l'acquisition de SLD a généré des coûts supplémentaires. Dans ce contexte le résultat exceptionnel d'Obiz s'établit à -223 K€, une perte bien supérieure à celle enregistrée en 2022 (-37 K€). L'emprunt de 6,5 M€ réalisé pour financer l'acquisition a également contribué à accroître les charges financières. Le résultat financier d'Obiz affiche ainsi une perte de -420 K€ contre -157 K€ en 2022.

Malgré la hausse de ces charges, le RN consolidé d'Obiz atteint 290 K€, soit une progression annuelle de près de +370%. Cette performance met en valeur le bon pilotage de la société dans un contexte de croissance externe structurante.



Retrouvez l'actualité boursière des small caps chaque jour dans votre boîte mail, gratuitement. [Inscription ici.](#)

Un bilan toujours robuste

En 2023, Obiz a procédé à une augmentation de capital pour un montant de 8 M€ et a contracté 6,5 M€ de nouveaux emprunts bancaires (pour financer l'acquisition de SLD). Par ailleurs, la société a obtenu un financement de 4 M€ en obligations Relance. La trésorerie disponible atteint désormais 9,2 M€ (contre 2,8 M€ en 2022). Au terme de l'exercice, Obiz affiche une dette nette de 9,1 M€, soit près de 3,0x l'EBITDA proforma.

Un free cash flow positif

Avec l'acquisition de SLD, les stocks et les créances clients ont été multipliés par deux. Toutefois, Obiz a su maîtriser son BFR 2023 (variation contenue de +0,7 M€). Cet élément, associé à la hausse soutenue du RN (+368%) a contribué à l'amélioration du flux de trésorerie opérationnel (2,2 M€ vs 0,6 M€ l'année précédente). Avec des capex maîtrisés (-1,6 M€), le FCF atteint 0,6 M€ et repasse en territoire positif pour la première fois depuis 2020.

Perspectives et estimations

Au cours de l'année 2023, Obiz a amélioré ses fondamentaux tout en étoffant son potentiel commercial (intégration réussie des acquisitions, renforcement du réseau de partenaires et de l'offre). Le groupe commence l'année avec une trésorerie disponible confortable et pense maintenir sa dynamique commerciale. Le management a donné pour guidance 1/ une croissance du CA consolidé supérieure à 50%, 2/ Un EBITDA supérieur à 3,5 M€ et 3/ la signature d'au moins 35 nouveaux programmes affinitaires. Avec une direction souvent conservatrice dans ses prévisions, nous pensons qu'Obiz est largement en mesure de remplir ces objectifs.

Cette publication nous permet également d'avoir une meilleure visibilité sur le potentiel de rentabilité de la société. Dans ce contexte, nous laissons notre objectif de CA 2024^e inchangé à 125,0 M€ (+50,1% vs 2023) mais nous abaïssons notre objectif d'EBITDA 2024^e de 25% à 3,8 M€ (contre 5,0 M€ précédemment) ce qui implique une marge d'EBE 2024^e de 3,0% (vs 2,7% en 2023).

Recommandation

À l'issue de cette publication, nous abaïssons légèrement notre objectif de cours à 9,5€ (vs 10,0€) précédemment. Nous maintenons notre recommandation à Achat et restons confiants sur le potentiel du titre (+53% d'upside).



Analyste

Raphaël Génin

01 44 70 20 70

rgenin@elcorp.com



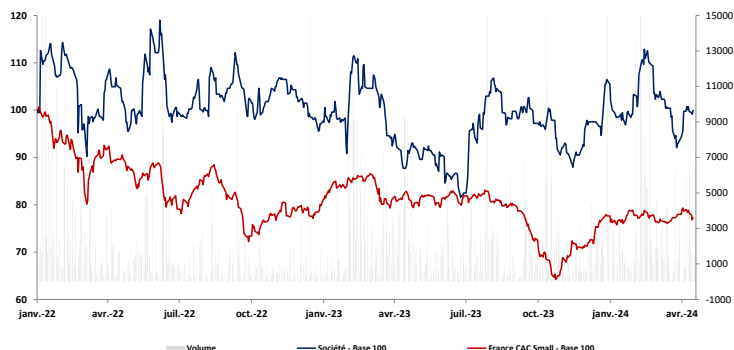
Retrouvez l'actualité boursière des small caps chaque jour dans votre boîte mail, gratuitement. [Inscription ici.](#)

Présentation de la société

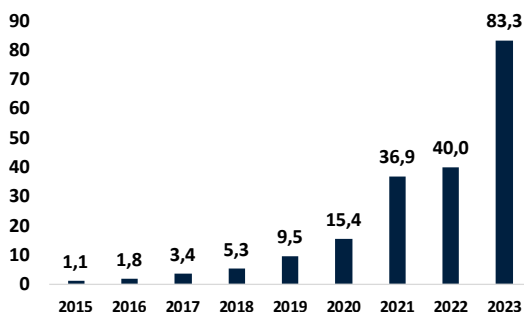
Créé en 2010 par son actuel PDG et actionnaire majoritaire, Obiz est un expert du marketing relationnel et de la fidélisation. Concrètement, la société conçoit, déploie et pilote des programmes affinitaires et des plateformes e-commerce où elle propose des offres promotionnelles à ses clients, désireux de développer la fidélisation de leurs collaborateurs et de leurs propres clients.

Depuis 2021, Obiz est une société à mission, qui met l'éthique au cœur de sa démarche et dont la raison d'être est d'accompagner les entreprises dans leurs enjeux de fidélisation, tout en impactant positivement le pouvoir d'achat, le bien être des salariés et des clients, mais aussi l'économie locale. En 2023, Obiz acquiert SLD, plateforme de e-billetterie dédiée aux Inter CSE. Le nouvel ensemble annonce l'ambition d'un CA consolidé 2024e supérieur à 125 M€, pour plus de 3,5 M€ d'EBITDA.

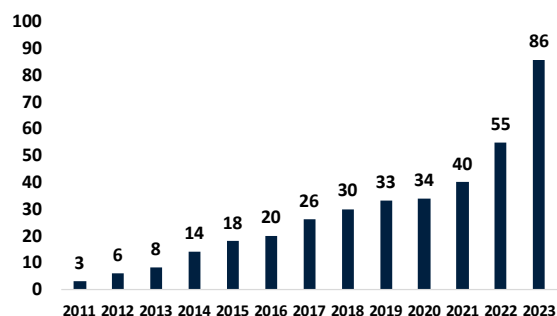
Evolution du cours (base 100)



Evolution du CA (en M€), 2015-2023



Evolution du nombre de programmes



Multiples de valorisation des comparables

Société	Capitalisation (€M)	EV/sales			EV/EBITDA			EV/EBIT			P/E		
		2023e	2024e	2025e	2023e	2024e	2025e	2023e	2024e	2025e	2023e	2024e	2025e
Peers marketing													
Bilendi SA	77,9	1,3x	1,2x	1,1x	6,9x	6,0x	5,2x	14,7x	11,3x	8,6x	27,8x	18,1x	12,6x
HighCo SA	59,3	0,1x	0,1x	0,1x	0,6x	1,2x	1,0x	0,7x	1,2x	1,2x	5,5x	10,9x	11,1x
Hopscotch Groupe SA	65,5	0,2x	0,2x	0,1x	3,8x	3,2x	2,9x	4,8x	3,8x	3,5x	12,1x	8,5x	7,8x
Qwamplify SA	17,2	0,4x	0,4x	0,4x	4,7x	4,0x	3,5x	5,6x	4,5x	4,0x	ns	8,2x	6,9x
ReWorld Media SA	148,0	0,5x	0,5x	0,4x	4,3x	3,9x	3,6x	4,9x	4,4x	3,9x	6,1x	4,6x	3,9x

Analyste

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

Argumentaire d'investissement

- **Un modèle vertueux.** Obiz se place au centre d'un écosystème vertueux au sein duquel les relations entre les parties prenantes (partenaires, clients entreprises, bénéficiaires) sont un jeu à somme positive. Le groupe adresse un des enjeux modernes de notre économie, celui de la préservation du pouvoir d'achat, et le fait en offrant une proposition de valeur forte en matière de fidélisation.
- **Une offre complémentaire:** Le modèle d'affaires d'Obiz repose sur deux activités très complémentaires, qui sont aussi les deux sources de revenus du groupe: d'une part les programmes relationnels et affinitaires, métier historique du groupe et de l'autre, les boutiques e-commerce. Ce double modèle garantit d'un côté une forte récurrence de l'activité (complétée par un taux de churn extrêmement bas) et de l'autre, un effet taille essentiel sur le haut de la top line d'Obiz, ainsi qu'une maîtrise recherchée de la data et de la connaissance clients.
- **Un positionnement unique sur le marché:** Le positionnement d'Obiz, au carrefour de quatre grands marchés de croissance, en fait une force considérable. Son statut de premier entrant est très largement renforcé par l'existence d'une « prime au leader », qui bénéficie au groupe. Obiz continue ainsi de gagner des parts de marchés, sur lequel il a érigé d'importantes barrières à l'entrée (effet réseau et taille, technologie, qualité de l'offre).



Compte de résultat (M€)	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Chiffre d'affaires	9,5	15,4	36,9	40,0	83,1	125,0	132,4
Excédent brut d'exploitation	0,5	0,7	0,3	1,0	2,2	3,8	4,6
Résultat opérationnel courant	0,1	0,2	-0,4	0,2	1,0	1,9	2,6
Résultat opérationnel	0,1	0,2	-0,4	0,2	1,0	1,9	2,6
Résultat financier	0,0	-0,1	-0,1	-0,2	-0,4	-0,4	-0,4
Impôts	0,0	0,0	0,0	0,1	-0,1	-0,4	-0,6
Mise en équivalence	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Part des minoritaires	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Résultat net part du groupe	0,1	0,2	-0,6	0,1	0,1	1,1	1,7
Bilan (M€)	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Actifs non courants	3,7	4,0	4,2	7,7	23,4	18,2	18,1
BFR	0,7	0,5	2,9	3,4	6,6	6,4	6,8
Disponibilités + VMP	0,2	0,4	4,0	2,8	9,2	10,7	12,1
Capitaux propres	0,8	1,0	6,9	7,0	14,8	15,9	17,6
Emprunts et dettes financières	2,2	3,3	4,0	6,3	18,8	18,8	18,8
Total Bilan	5,6	6,3	12,9	17,1	48,6	45,2	47,4
Tableau de flux (M€)	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Marge brute d'autofinancement	0,2	0,3	0,1	0,8	1,5	3,0	3,7
Variation de BFR	0,0	0,0	-2,5	-0,2	-3,2	0,1	-0,4
Flux nets de trésorerie généré par l'activité	0,2	0,3	-2,4	0,6	-1,7	3,1	3,3
CAPEX nets	-0,2	-0,2	-0,4	-0,8	-1,6	-1,7	-1,8
FCF	0,0	0,1	-2,8	-0,2	-3,3	1,4	1,5
Augmentation de capital	0,0	0,0	7,2	0,0	8,0	0,0	0,0
Variation emprunts	0,0	0,0	0,0	2,0	6,5	0,0	0,0
Dividendes versés	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Flux nets de trésorerie liés au financement	-0,1	0,0	7,1	2,0	16,6	0,0	0,0
Variation de trésorerie	-0,1	0,1	3,5	-1,1	6,4	1,4	1,5
Ratios (%)	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Variation chiffre d'affaires	NA	61,8%	140,2%	8,3%	107,8%	50,4%	5,9%
Marge EBE	5,7%	4,8%	0,8%	2,5%	2,7%	3,0%	3,5%
Marge opérationnelle courante	1,4%	1,2%	-1,0%	0,4%	1,2%	1,5%	2,0%
Marge opérationnelle	1,4%	1,2%	-1,0%	0,4%	1,2%	1,5%	2,0%
Marge nette	0,8%	1,0%	-1,7%	0,2%	0,2%	0,9%	1,3%
CAPEX (% CA)	2,4%	1,4%	1,1%	2,0%	1,9%	1,4%	1,4%
BFR (% CA)	7,6%	3,3%	7,9%	8,4%	7,9%	5,2%	5,2%
ROCE	2,0%	2,8%	-3,7%	1,2%	2,5%	5,7%	8,0%
ROCE hors GW	2,0%	2,8%	-4,1%	1,8%	4,7%	13,3%	18,4%
ROE	9,4%	15,5%	-8,9%	0,9%	0,9%	7,1%	9,6%
Payout	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%
Ratios d'endettement	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Gearing (%)	248,8%	295,6%	0,3%	49,7%	64,7%	51,6%	38,3%
Dettes nette/EBE	3,8	4,0	0,1	3,5	4,3	2,2	1,5
EBE/charges financières	13,1	12,9	3,3	6,3	9,0	10,1	12,1
Valorisation	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Nombre d'actions (en millions)	0,0	9,7	4,2	4,2	4,2	4,2	4,2
Nombre d'actions moyen (en millions)	0,0	9,7	4,2	4,2	4,2	4,2	4,2
Cours (moyenne annuelle en euros)	0,0	0,0	6,4	6,6	6,2	6,2	6,2
(1) Capitalisation boursière moyenne	0,0	0,0	27,1	28,1	26,3	26,3	26,3
(2) Dette nette (+)/ trésorerie nette (-)	2,1	2,9	0,0	3,5	9,6	8,2	6,7
(3) Valeur des minoritaires	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
(4) Valeur des actifs financiers	-0,1	-0,1	-0,7	-0,8	-0,8	-0,8	-0,8
Valeur d'entreprise = (1)+(2)+(3)-(4)	2,0	2,8	26,5	30,8	35,1	33,7	32,2
VE/CA (x)	0,2	0,2	0,7	0,8	0,4	0,3	0,2
VE/EBE (x)	3,7	3,9	95,2	31,0	15,9	9,0	7,0
VE/ROC (x)	15,4	15,0	-74,7	178,2	35,1	18,0	12,2
P/E (x)	0,0	0,0	-43,8	456,3	208,7	23,5	15,6
P/B (x)	0,0	0,0	3,9	4,0	1,8	1,7	1,5
P/CF (x)	0,0	0,0	-11,3	48,4	-15,7	8,4	8,0
FCF yield (%)	-0,6%	4,7%	-10,7%	-0,7%	-9,3%	4,2%	4,5%
Données par action (€)	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Bnpa		15,7	-0,1	0,0	0,0	0,3	0,4
Book value/action		0,1	1,6	1,7	3,5	3,7	4,1
Dividende /action		0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

Analyste

Raphaël Génin

01 44 70 20 70

rgenin@elcorp.com



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 11/10/2023

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 Obiz (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."