

Capitalisation	26,0	Ticker	ALBIZ.PA / ALBIZ.FP	Marketing
Objectif de cours	9,0€ (vs 10,5 €)	Nb de titres (en millions)	5,87	Flash valeur
Cours au 29/04/2025	4,42 €	Volume moyen 12m (titres)	2 598	02/05/2025
Potentiel	137,6%	Extrêmes 12m (€)	3,87€/7,10€	

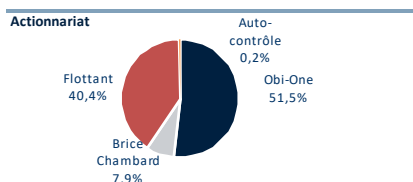
Rentabilité négative en 2024

A retenir

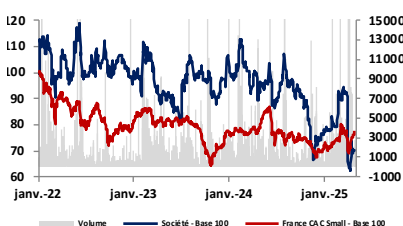
- Le chiffre d'affaires 2024 ressort en forte hausse à 125,6 M€ (+51,5% vs 2023)
- L'EBITDA du groupe s'établit à 1,6 M€ (vs 2,2 M€ en 2023)
- L'objectif de rentabilité à moyen terme dans le cadre du plan Equinox 2027 est confirmé : EBITDA 2027 \geq 7,0 M€

Données financières (en M€)				
au 31/12	2023	2024e	2025e	2026e
CA	83,1	125,9	133,8	141,3
var %	107,8%	51,5%	6,3%	5,7%
EBE (EuroLand)	2,5	1,6	4,0	5,7
% CA	3,0%	1,2%	3,0%	4,0%
ROC	1,0	-0,2	2,0	3,5
% CA	1,2%	-0,2%	1,5%	2,5%
RN	0,1	-2,6	0,7	1,9
% CA	0,2%	-2,1%	0,6%	1,3%
Bnpa (€)	21,54	-0,44	0,13	0,32
ROCE (%)	4,3%	-0,8%	7,3%	12,6%
ROE (%)	0,9%	-21,5%	5,8%	12,8%
Gearing (%)	58,6%	141,7%	129,9%	103,0%
Dette nette	8,7	17,3	16,8	15,3
Dividende n (€)	0,0	0,0	0,0	0,0
Yield (%)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Multiples de valorisation				
	2023	2024e	2025e	2026e
VE/CA (x)	0,5	0,4	0,3	0,3
VE/EBE (x)	17,7	32,5	10,4	7,1
VE/ROC (x)	43,3	-245,5	20,9	11,4
P/E (x)	281,8	ns	35,2	13,8



Performances boursières				
Performances (%)	Ytd	1m	3m	12m
Perf. Absolue	-7,8%	-23,6%	-10,2%	-23,9%



Publication des résultats annuels 2024

Hier soir, Obiz a publié ses résultats annuels pour le compte de l'exercice 2024. Le groupe a dévoilé un chiffre d'affaires de 125,6 M€, en hausse de +51,5% par rapport à l'année 2023. Lors de notre précédent flash (publié le 02/04/2025), nous commentions un profit warning émis par Obiz à propos de son objectif de rentabilité 2024 (à savoir un EBITDA supérieur ou égal à 3,5 M€). Ce dernier s'est finalement établi à 1,6 M€, en baisse de -29,4% YoY. Enfin, le groupe a également réalisé une perte nette en 2024 à -2,6 M€ (vs 126 K€ en 2023). Cette pause dans l'historique de croissance rentable du groupe intervient dans un contexte d'ajustements tarifaires réalisés par certains des partenaires d'Obiz en réponse aux tensions inflationnistes observées en 2023. Le management reste cependant confiant par rapport à la bonne exécution de son plan stratégique Equinox 2027 et l'atteinte de d'un EBITDA de 7 M€ à l'issue de celui-ci.

Commentaires

À l'issue de l'exercice 2024, Obiz a enregistré un chiffre d'affaires annuel consolidé de 125,9 M€, en croissance soutenue de +51% par rapport à l'exercice 2023, en ligne avec son objectif annuel de réaliser à minima 125 M€ de chiffre d'affaires en 2024. Sur une base pro forma, en intégrant la société HA PLUS PME (consolidée au 01/07/2024) depuis le 1er janvier 2024, le chiffre d'affaires 2024 s'élèverait à 127,4 M€. Comme évoqué dans notre flash du 30/01/2025, la croissance organique du groupe n'a pas été communiquée par le management mais nous l'estimons autour de +10%.

Les deux segments ont contribué à la croissance soutenue des revenus. L'activité *Programmes relationnels et affinitaires*, principale contributrice à la marge brute du groupe, poursuit son développement avec un chiffre d'affaires en croissance de +24%, avec de nombreux nouveaux programmes remportés au cours de l'année (dont Decathlon, Macif Avantages, Air France Industries, Shiva, etc.).

L'activité *de Boutiques e-commerce* a quant à elle affiché un accroissement soutenu de +115% sur l'exercice. Au sein de cette activité, Obiz a pu étendre son réseau à 55 000 partenaires au total en 2024 (vs 45 500 en 2023).



La rentabilité impactée par les hausses tarifaires des partenaires

En 2024, Obiz a enregistré une hausse significative de sa marge brute à 15,9 M€ (+44,3% vs 2023), portée par la montée en charge des sociétés récemment intégrées.

Cette progression a toutefois été partiellement neutralisée par des ajustements tarifaires défavorables opérés par certains partenaires de l'activité billetterie, pesant sur la rentabilité des Boutiques e-commerce. En dépit de cette croissance, le taux de marge brute a donc reculé à 12,7% du chiffre d'affaires (vs. 13,3% en 2023). Sur une base pro forma, la marge brute aurait atteint 17,5 M€, soit un taux de 13,7%.

Sur le plan opérationnel, l'EBITDA a reculé à 1,6 M€ (1,2% du chiffre d'affaires), contre 2,2 M€ en 2023 (2,7% du chiffre d'affaires), reflétant une hausse marquée des charges d'exploitation. L'intégration de Ski Loisir Diffusion (juillet 2023) et HA PLUS PME (juillet 2024) a en effet entraîné une augmentation sensible des effectifs (+30 collaborateurs) et des coûts associés : +45% sur les charges de personnel et +86% sur les charges externes. Sur une base pro forma, l'EBITDA se serait élevé à 1,9 M€, soit une marge de 1,5%.

Le résultat d'exploitation s'est établi à -0,2 M€ (vs prévision à 0,3 M€), contre +1,0 M€ un an plus tôt, intégrant 1,7 M€ de dotations aux amortissements.

Enfin, le résultat net part du groupe a plongé à -2,6 M€ (vs. +0,1 M€), pénalisé par un résultat financier de -0,9 M€ contre -0,4 M€ en 2023 (principalement lié aux charges d'intérêt) et un résultat exceptionnel de -1,4 M€, constitué notamment de provisions non cash et de charges liées à des opérations de gestion.

Un bilan moins solide

La hausse des charges d'intérêt évoquées au sein du paragraphe précédent témoigne d'un bilan moins solide qu'en 2023. Au terme de l'année 2024, les dettes financières du groupe se sont établies à 18,6 M€ (dont 2,7 M€ d'avances remboursables et 1,7 M€ de PGE) contre 14,3 M€ l'année précédente. Aussi, le montant des obligations Relance est toujours de 4,0 M€ dans le passif de la société. Avec une trésorerie de 5,3 M€ (vs 9,7 M€ en 2023), la dette nette du groupe s'élève désormais à 17,3 M€ (soit plus de 10,5x l'EBITDA 2024 et un gearing de 142%) contre 8,7 M€ l'année précédente.

Perspectives

Les hausses tarifaires pratiquées par les partenaires d'Obiz au sein de l'activité billetterie ont impacté la rentabilité du groupe en 2024. Toutefois, le management d'Obiz devrait à son tour procéder à des hausses tarifaires en 2025 afin de compenser les effets négatifs de 2024. Obiz étant un acteur incontournable de son marché, ces hausses de prix devraient ne pas avoir d'impact sur la top line du groupe. Ainsi, nous tablons toujours sur une croissance 2025e de +6,3% à 133,8 M€. Nous diminuons cependant notre objectif d'EBITDA 2025e à 4,0 M€ (vs 4,7 M€).

Recommandation

Suite à cette publication, nous réitérons notre recommandation à Achat. Notre objectif de cours est cependant abaissé à 9,0€ (vs 10,5€ auparavant), faisant ressortir un potentiel de hausse de +137,6%.



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. Début 2025, société a dévoilé sa feuille de route Equinoxe 2027 par laquelle elle ambitionne d'atteindre un EBITDA 2027 d'au moins 7 M€.

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.

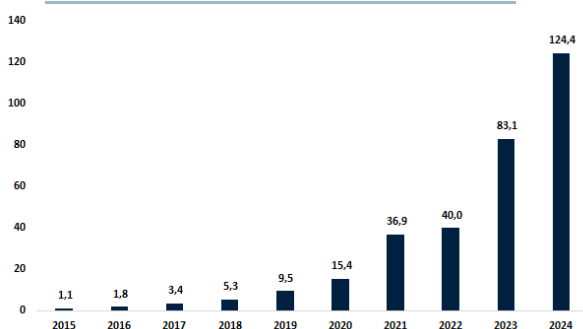
Une offre complémentaire : Le modèle d'affaires d'Obiz repose sur deux activités très complémentaires, qui sont aussi les deux sources de revenus du groupe : d'une part les programmes relationnels et affinitaires, métier historique du groupe et de l'autre, les boutiques e-commerce. Ce double modèle garantit 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).

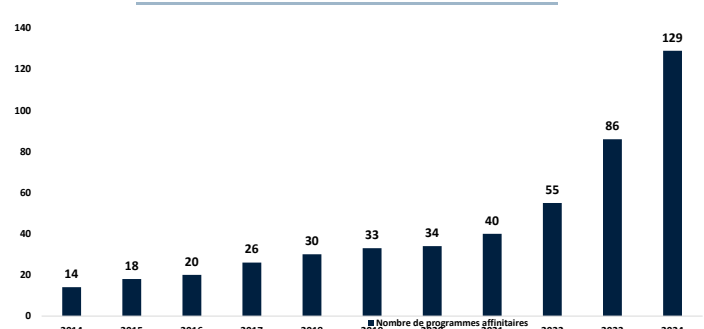
Multiples de valorisation des comparables

Société	Capitalisation (€M)	Dette nette	VE	EV/sales			EV/EBITDA			EV/EBIT			P/E		
				2024e	2025e	2026e	2024e	2025e	2026e	2024e	2025e	2026e	2024e	2025e	2026e
Peers marketing															
Bilendi SA	88,1	-4,7	83,4	1,3x	0,9x	0,8x	6,0x	4,0x	3,6x	10,4x	6,7x	5,9x	20,0x	13,3x	10,9x
HighCo SA	62,2	-24,7	37,4	0,3x	0,3x	0,3x	2,2x	3,3x	3,3x	3,4x	5,2x	5,0x	7,9x	11,4x	11,1x
Hopscotch Groupe SA	53,0	21,9	74,8	0,2x	0,2x	0,2x	5,7x	5,0x	4,6x	8,3x	7,0x	6,4x	10,9x	8,9x	7,9x
Reworld Media SA	98,2	97,9	196,1	0,4x	0,4x	0,4x	3,6x	3,6x	3,5x	4,3x	4,2x	3,9x	4,2x	3,8x	3,3x

Évolution du CA (en M€), 2015-2024



Evolution du nombre de programmes



Compte de résultat (M€)	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Chiffre d'affaires	15,4	36,9	40,0	83,1	125,9	133,8	141,3
Excédent brut d'exploitation	0,7	0,3	1,0	2,5	1,6	4,0	5,7
Résultat opérationnel courant	0,2	-0,4	0,2	1,0	-0,2	2,0	3,5
Résultat opérationnel	0,2	-0,4	0,2	1,0	-0,2	2,0	3,5
Résultat financier	-0,1	-0,1	-0,2	-0,4	-0,9	-1,0	-1,0
Impôts	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	-0,3	-0,6
Mise en équivalence	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0
Part des minoritaires	0,0	0,0	0,0	0,2	0,0	0,0	0,0
Résultat net part du groupe	0,2	-0,6	0,1	0,1	-2,6	0,7	1,9
Bilan (M€)	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Actifs non courants	4,0	4,2	7,7	23,4	23,2	23,1	23,0
BFR	0,5	2,9	3,4	3,2	6,5	6,9	7,3
Disponibilités + VMP	0,4	4,0	2,8	9,7	5,3	5,7	7,3
Capitaux propres	1,0	6,9	7,0	14,8	12,2	13,0	14,8
Emprunts et dettes financières	3,3	4,0	6,3	18,3	22,6	22,6	22,6
Total Bilan	6,3	12,9	17,1	48,6	45,2	46,5	49,0
Tableau de flux (M€)	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Marge brute d'autofinancement	0,3	0,1	0,8	1,5	-0,7	2,7	4,0
Variation de BFR	0,0	-2,5	-0,2	0,7	-3,3	-0,4	-0,4
Flux nets de trésorerie généré par l'activité	0,3	-2,4	0,6	2,2	-4,0	2,3	3,6
CAPEX nets	-0,2	-0,4	-0,8	-1,9	-1,7	-1,8	-2,0
FCF	0,1	-2,8	-0,2	0,3	-5,7	0,5	1,6
Augmentation de capital	0,0	7,2	0,0	7,7	0,0	0,0	0,0
Variation emprunts	0,0	0,0	2,0	8,9	0,0	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	0,0	7,1	2,0	16,6	1,3	0,0	0,0
Variation de trésorerie	0,1	3,5	-1,1	6,6	-4,4	0,5	1,6
Ratios (%)	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Variation chiffre d'affaires	61,8%	140,2%	8,3%	107,8%	51,5%	6,3%	5,7%
Marge EBE	4,8%	0,8%	2,5%	3,0%	1,2%	3,0%	4,0%
Marge opérationnelle courante	1,2%	-1,0%	0,4%	1,2%	-0,2%	1,5%	2,5%
Marge opérationnelle	1,2%	-1,0%	0,4%	1,2%	-0,2%	1,5%	2,5%
Marge nette	1,0%	-1,7%	0,2%	0,2%	-2,1%	0,6%	1,3%
CAPEX (% CA)	1,4%	1,1%	2,0%	2,2%	1,4%	1,4%	1,4%
BFR (% CA)	3,3%	7,9%	8,4%	3,8%	5,1%	5,1%	5,1%
ROCE	2,8%	-3,7%	1,2%	2,8%	-0,5%	5,0%	8,8%
ROCE hors GW	2,8%	-4,1%	1,8%	4,3%	-0,8%	7,3%	12,6%
ROE	15,5%	-8,9%	0,9%	0,9%	-21,5%	5,8%	12,8%
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	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Gearing (%)	295,6%	0,3%	49,7%	58,6%	141,7%	129,9%	103,0%
Dettes nettes/EBE	4,0	0,1	3,5	3,5	11,1	4,2	2,7
EBE/charges financières	12,9	3,3	6,3	5,8	1,7	3,9	5,6
Valorisation	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Nombre d'actions (en millions)	9,7	4,2	4,2	5,9	5,9	5,9	5,9
Nombre d'actions moyen (en millions)	9,7	4,2	4,2	5,9	5,9	5,9	5,9
Cours (moyenne annuelle en euros)	0,0	6,4	6,6	6,1	5,8	4,4	4,4
(1) Capitalisation boursière moyenne	0,0	27,2	28,1	35,5	34,1	26,0	26,0
(2) Dette nette (+)/ trésorerie nette (-)	2,9	0,0	3,5	8,7	17,3	16,8	15,3
(3) Valeur des minoritaires	0,0	0,0	0,0	0,2	0,2	0,2	0,2
(4) Valeur des actifs financiers	-0,1	-0,7	-0,8	-1,1	-1,1	-1,1	-1,1
Valeur d'entreprise = (1)+(2)+(3)-(4)	2,8	26,5	30,8	43,3	50,6	41,9	40,4
VE/CA (x)	0,2	0,7	0,8	0,5	0,4	0,3	0,3
VE/EBE (x)	3,9	95,5	31,0	17,7	32,5	10,4	7,1
VE/ROC (x)	15,0	ns	178,2	43,3	-245,5	20,9	11,4
P/E (x)	0,0	ns	456,3	281,8	ns	35,2	13,8
P/B (x)	0,0	3,9	4,0	2,4	2,8	2,0	1,7
P/CF (x)	0,0	ns	48,4	16,5	ns	11,2	7,2
FCF yield (%)	4,7%	-10,6%	-0,7%	0,7%	-11,3%	1,2%	3,9%
Données par action (€)	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Bnpa	15,7	-146,2	14,5	21,5	-0,4	0,1	0,3
Book value/action	0,1	1,6	1,7	2,5	2,1	2,2	2,5
Dividende /action	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 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	Oui	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."

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

