

Achat

Objectif de cours 8,00 € (vs 8,50 €)

Cours au 31/01/2023 4,25 €

Potentiel 88,2%

Données valeur

ALQWA.PA / ALQWA.FP	
Euronext Growth	
Capitalisation (M€)	24,0
Nb de titres (en millions)	5,65
Volume moyen 12 mois (titres)	3 468
Extrêmes 12 mois	3,73 € 9,04 €

Performances boursières

Performances (%)	Ytd	1m	3m	12m
Perf. Absolue	10,3%	10,3%	-10,2%	-51,5%
Perf CAC Small	4,6%	4,6%	7,4%	-10,4%

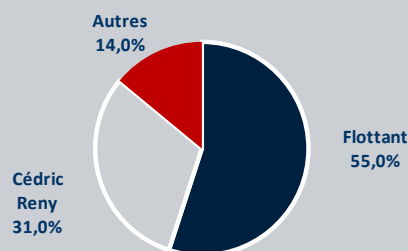
Données financières (en M€)

au 30/09	2021	2022e	2023e	2024e
CA	31,0	31,1	32,3	33,6
var %	21,1%	0,4%	4,0%	4,0%
EBE	6,3	3,7	4,2	4,5
% CA	20,3%	12,0%	12,9%	13,3%
REX	5,9	2,4	3,8	4,1
% CA	19,0%	7,8%	11,6%	12,1%
RN	4,2	1,3	2,8	3,0
% CA	13,4%	4,1%	8,7%	9,0%
Bnpa (€)	0,73	0,22	0,50	0,54
ROCE (%)	17,1%	6,0%	9,3%	10,1%
ROE (%)	13,0%	3,8%	7,8%	7,8%
Gearing (%)	-20,8%	-1,8%	-5,8%	-9,1%
Dettes nette	-6,7	-0,6	-2,1	-3,6
Dividende n (€)	0,0	0,0	0,0	0,0
Yield (%)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Multiples de valorisation

	2021	2022e	2023e	2024e
VE/CA (x)	1,2	0,3	0,3	0,3
VE/EBE (x)	6,0	2,3	2,0	1,9
VE/ROC (x)	6,4	3,5	2,3	2,1
P/E (x)	10,9	19,0	8,5	7,9

Actionnariat



Prochaine publi : CA S1 – 24/05/2023

Cap sur 2023

Publication des résultats annuels 2022

Après avoir publié un chiffre d'affaires 2022 de 31,1 M€ en données publiées et 30,9 M€ à périmètre constant (vs 31 M€ estimé), soit une progression annuelle de +0,4% (-0,3% en données comparables), Qwamplify communique des résultats, hors éléments non courants, légèrement supérieurs à nos attentes. L'EBE du groupe s'établit à 3,7 M€ (3,6 M€ estimation Euroland) et le REX à 2,4 M€ (3,7 M€ en excluant une dépréciation non cash sur l'une des filiales du groupe, vs 3,2 M€ estimation Euroland). Après une année délicate pour le groupe et un S1 2023 qui devrait être du même acabit, notre regard est tourné sur la deuxième partie d'année, qui devrait permettre à Qwamplify de retrouver un niveau d'activité en croissance organique et des résultats plus normatifs.

Une marge brute mise à rude épreuve

Sous la pression 1/ d'un mix de prestations vendues défavorable, 2/ d'une décroissance marquée des activités historiques du groupe (Shopper) en France et dans les pays nordiques et 3/ d'un effet de base exigeant (rebond en 2021 avec une progression à deux chiffres), la marge brute du groupe ressort à 20 M€, soit 64,5% du CA (-320bp).

Une amélioration séquentielle de la rentabilité

Après avoir généré 11,3% de marge d'EBE sur le S1, la marge annuelle ressort à 11,9%, soit 3,7 M€, impliquant 12,4% de marge sur le deuxième semestre. Un meilleur contrôle des charges opérationnelles a permis cette progression de la rentabilité. Plus bas dans le compte de résultat, en excluant une dépréciation non cash sur l'agence SEA d'un montant de 1,3 M€, due à la perte du plus gros client de la filiale, le résultat d'exploitation ressort à 3,7 M€, soit une marge de 12%. La guidance communiquée par Qwamplify au cours de l'exercice prévoyait environ 10% de marge d'exploitation sur le S2. Celle-ci est finalement ressortie à 13%. Après prise en compte des impôts et d'un one-off de 0,3 M€, le RN ajusté du groupe s'établit à 2,6 M€ et à 1,3 M€ en données publiées.

Position cash toujours excédentaire

Retraitée de la trésorerie qu'elle détient pour le compte de ses clients, la trésorerie propre et nette de dettes du groupe s'établit à 0,6 M€ sur l'exercice. La société a consommé un peu de cash sur le S2, avec 1/ le rachat annoncé des minoritaires restants de Qwamplify Performance (15%), 2/ l'acquisition de 70% de Bespoke et de 100% d'Eurateach, 3/ l'acquisition d'1 M€ de titres en auto-contrôle et 4/ 1,2 M€ d'earn-outs. Le modèle de Qwamplify est peu gourmand en capital et génère du FCF (près de 4,0 M€ cumulés sur 2020 et 2021), ce qui devrait permettre de retrouver un niveau de trésorerie nette plus normatif et plus confortable dans les exercices à venir.

Une activité en retrait au T1

Le groupe a profité de cette publication de résultats pour communiquer sur ses chiffres du premier trimestre (Octobre-Décembre). Ce dernier ressort en léger retrait en données consolidées (CA -3,4% à 8 M€, marge brute -7,9% à 5,4 M€). Le recul est plus important à périmètre comparable (CA -9,5% et MB -15,2%).

Ce recul est à attribuer à deux principales causes qui échappent au contrôle de la société: la baisse de certains budgets médias, notamment dans le retail, et la restriction de diffusion de campagnes d'email par les fournisseurs d'accès internet, qui ne sont pour le moment pas compensées par les autres leviers du groupe. A noter tout de même le beau rebond du métier de l'activation de Qwamplify, qui avait affiché quelques difficultés en 2022.



Analyste

Pierre LAURENT

01 44 70 20 78

pl Laurent@elcorp.com



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

Perspectives et estimations

Nous confirmons les estimations que nous avons revues au moment de la publication du chiffre d'affaires annuel. Nous pensons que Qwamplify devrait atteindre 32,3 M€ de CA sur l'année 2023 (+4%) malgré un S1 qui promet d'être encore challenging. La priorité que le management semble maintenant donner à la croissance, combinée à 1/ l'intégration en année pleine de Bespoke, 2/ le levier sur la hausse des prix, pas encore pleinement intégré dans le pricing de Qwamplify et 3/ un fort investissement dans le capital humain à des postes clés (recrutement récent d'un head shopper, d'un head média et d'un head conseil), devrait porter ses fruits.

Au niveau rentabilité, nous attendons un EBE 2023e de 4,2 M€ (marge de 12,9%, +90bp) et un ROC de 3,8 M€ (marge ajustée de 11,6%, +90bp). A plus long-terme, bien que la priorité du groupe semble être donnée à la croissance de sa top line et malgré les efforts d'investissements à consentir dans celle-ci, nous estimons que Qwamplify devrait retrouver un niveau de marge d'EBE normatif autour de 15%.

Recommandation

Après la mise à jour de notre modèle, nous ajustons légèrement notre objectif de cours à 8,0 € (vs 8,50 €) et notre recommandation reste à Achat. Si 2022 est une année de transition pour le groupe, la chute prolongée du titre n'en est pas pour autant justifiée selon nous. La valeur se traite 4,0x EV/EBIT NTM, soit 1/ le point le plus bas dans les 5 dernières années de valorisation du groupe, 2/ une décote de 50% par rapport aux comparables du secteur, qui devraient générer en moyenne 9,0% de marge opérationnelle sur 2023 contre 11,6% pour Qwamplify et 3/ une décote d'environ 45% par rapport à l'historique à 5 ans de la société.



Analyste

Pierre LAURENT

01 44 70 20 78

pl Laurent@elcorp.com



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

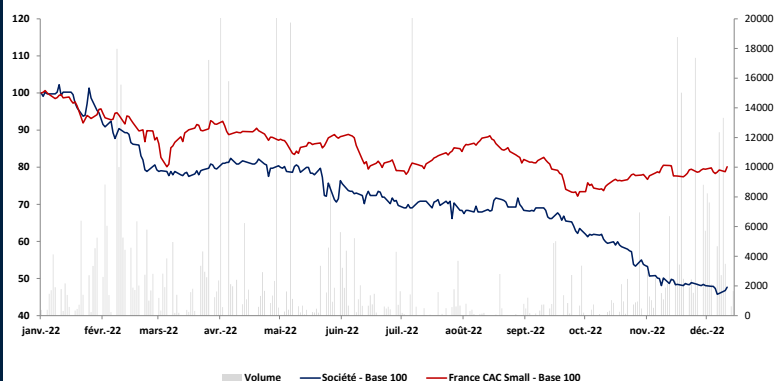
Présentation de la société

Créé en 1997, Qwamplify est un groupe de marketing européen de services digital & data auprès des marques, distributeurs et e-commerçants.

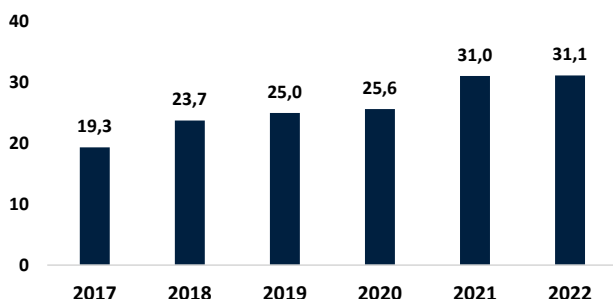
A travers une politique très active de croissance externe, la groupe a su élargir son offre pour proposer aujourd'hui une suite complète de solutions B2B et B2C, à la fois digitales avec Media (SEO, SEA, emailing, display, branding, social, analytics) et promotionnelles avec Shopper (ODR, CRM, etc.).

Avec une solide notoriété acquise auprès de plus de 800 annonceurs, Qwamplify a réalisé au titre de son dernier exercice fiscal un chiffre d'affaires de 31 M€ (+21,1%) et une marge brute de 21 M€.

Evolution du cours (base 100)



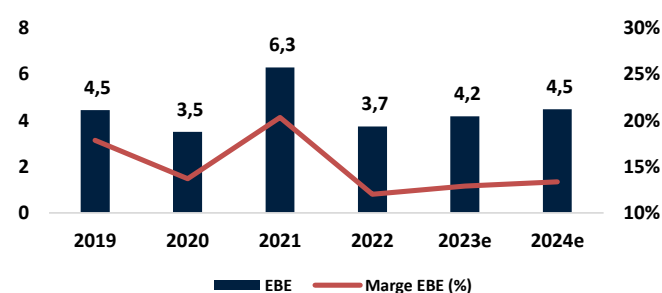
Evolution du chiffre d'affaires (en M€)



Argumentaire d'investissement

- Une stratégie à 360 degrés.** Historiquement concentré sur le métier de l'activation (également appelé Shopper), Qwamplify a su faire évoluer son modèle avec son marché et se diversifier vers davantage de digital. Aujourd'hui, les deux activités sont parfaitement complémentaires et l'offre « Médiactivation » de la société lui permet de faire à la fois de l'upsell et du cross sell auprès de ses clients. Qwamplify est l'une des seules entreprises du marketing digital en France à être présente sur pratiquement l'ensemble de la chaîne de valeur du consommateur.
- Un excellent track record M&A.** Afin de développer son offre digitale, Qwamplify a basé son développement sur une politique M&A autant cohérente qu'exigeante. Pas moins de 4 sociétés de qualité ont été rachetées lors des trois dernières années, sociétés dont les fondateurs sont systématiquement restés aux manettes. L'intégration des dernières cibles s'est passée de manière exemplaire et, sur le plan financier, ont été relatives pour le groupe grâce aux synergies existantes et à un fort alignement d'intérêts. Qwamplify dispose de la surface financière suffisante (la société est en position de trésorerie nette positive) pour continuer cette politique lors des exercices à venir.
- Un titre faiblement valorisé.** La valeur se paie aux alentours de 5,0x son EV/EBITDA 2022e contre près de 8,0x pour son secteur, soit une décote de près de 40%. Même si certaines sociétés très appréciées du marché se traitent à des multiples anormalement élevés et tirent la moyenne de l'échantillon vers le haut, la décote n'apparaît pas pour autant justifiée étant donné les fondamentaux respectifs de ces acteurs.

Evolution de l'EBE (en M€)



Multiples de valorisation des comparables

Société	Capitalisation	EV/sales			EV/EBITDA			EV/EBIT			P/E		
		2022e	2023e	2024e	2022e	2023e	2024e	2022e	2023e	2024e	2022e	2023e	2024e
AdUX SA	9,3	0,4x	0,4x	0,4x	4,5x	4,0x	3,6x	8,3x	6,3x	5,0x	13,3x	9,3x	7,2x
Avidly Plc	32,0	1,0x	0,9x	0,8x	22,5x	13,6x	8,1x	23,8x	19,6x	12,8x	ns	ns	16,8x
Bilendi SA	103,9	1,7x	1,6x	1,4x	8,4x	7,2x	6,3x	13,8x	11,5x	9,8x	19,2x	16,0x	13,7x
Dekuple	122,0	0,6x	0,6x	0,5x	5,1x	4,6x	4,2x	6,9x	6,2x	5,5x	10,9x	9,8x	8,7x
HighCo SA	103,1	0,4x	0,4x	0,4x	2,7x	2,7x	2,6x	4,0x	3,9x	3,7x	22,1x	10,2x	9,7x
Invibes Advertising NV	28,1	0,5x	0,4x	0,3x	ns	6,5x	3,1x	ns	ns	5,8x	ns	ns	18,7x
ReWorld Media SA	334,6	0,7x	0,6x	0,6x	4,9x	4,4x	3,6x	5,5x	5,0x	4,0x	9,0x	8,3x	5,9x
Moyenne	104,7	0,8x	0,7x	0,6x	8,0x	6,2x	4,5x	10,4x	8,7x	6,7x	14,9x	10,7x	11,5x
Médiane	103,1	0,6x	0,6x	0,5x	5,0x	4,6x	3,6x	7,6x	6,2x	5,5x	13,3x	9,8x	9,7x

Analyste

Pierre LAURENT

01 44 70 20 78

plaurant@elcorp.com



Compte de résultat (M€)	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Chiffre d'affaires	25,0	25,6	31,0	31,1	32,3	33,6
Excédent brut d'exploitation	4,5	3,5	6,3	3,7	4,2	4,5
Résultat opérationnel courant	4,1	3,1	5,9	2,4	3,8	4,1
Résultat opérationnel	4,1	3,1	5,9	2,4	3,8	4,1
Résultat financier	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Impôts	0,7	0,9	1,7	0,9	0,9	1,0
Mise en équivalence	0,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Part des minoritaires	0,5	0,2	0,3	0,0	0,0	0,0
Résultat net part du groupe	2,7	5,4	4,2	1,3	2,8	3,0
Bilan (M€)	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Actifs non courants	32,9	30,9	29,5	36,2	35,9	35,6
<i>dont goodwill</i>	<i>19,0</i>	<i>24,5</i>	<i>24,8</i>	<i>24,8</i>	<i>24,8</i>	<i>24,8</i>
BFR	-8,6	-8,3	-6,5	-5,8	-5,7	-5,5
Disponibilités + VMP	9,5	19,3	15,4	11,3	12,8	14,5
Capitaux propres	22,1	28,8	32,4	33,6	36,4	39,5
Emprunts et dettes financières	10,1	12,2	5,4	7,4	5,9	4,4
Total Bilan	56,1	63,2	58,8	63,0	65,1	67,5
Tableau de flux (M€)	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Marge Brute d'autofinancement	4,2	2,2	4,5	2,5	3,2	3,5
Variation de BFR	0,4	0,9	1,8	0,7	0,2	0,2
Flux net de trésorerie généré par l'activité	3,8	1,3	2,6	1,9	3,1	3,3
Investissements opérationnels nets	-0,1	10,3	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
Investissements financiers nets	0,1	-6,0	-0,3	-7,9	0,0	0,0
Flux nets de trésorerie liés aux investissements	0,0	4,3	-0,3	-8,0	-0,1	-0,1
Augmentation de capital	-0,8	1,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Variation emprunts	-3,0	0,6	-5,5	2,0	-1,5	-1,5
Dividendes versés	-0,2	0,0	-0,6	0,0	0,0	0,0
Flux nets de trésorerie liés au financement	-4,0	2,2	-6,5	2,0	-1,5	-1,5
Variation de l'endettement financier net	-0,2	7,8	-4,2	-4,1	1,5	1,7
Ratios (%)	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Variation chiffre d'affaires	5,3%	2,5%	21,1%	0,4%	4,0%	4,0%
Marge EBE	17,8%	13,7%	20,3%	12,0%	12,9%	13,3%
Marge opérationnelle courante	16,4%	12,1%	19,0%	7,8%	11,6%	12,1%
Marge opérationnelle	16,4%	12,1%	19,0%	7,8%	11,6%	12,1%
Marge nette	10,8%	21,1%	13,4%	4,1%	8,7%	9,0%
CAPEX (% CA)	0,3%	40,4%	0,2%	0,3%	0,3%	0,3%
BFR (% CA)	-34,5%	-32,4%	-20,9%	-18,7%	-17,5%	-16,3%
ROCE	11,3%	9,1%	17,1%	6,0%	9,3%	10,1%
ROCE hors GW	51,5%	-106,6%	-224,1%	32,6%	51,7%	57,4%
ROE	12,8%	19,2%	13,0%	3,8%	7,8%	7,8%
Payout	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%
Ratios d'endettement	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Gearing (%)	16,0%	-11,7%	-20,8%	-1,8%	-5,8%	-9,1%
Dettes nette/EBE	0,8	-1,0	-1,1	-0,2	-0,5	-0,8
EBE/charges financières	#DIV/0!	35,4	-181,1	-233,4	#DIV/0!	#DIV/0!
Valorisation	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Nombre d'actions (en millions)	5,5	5,6	5,7	5,6	5,6	5,6
Nombre d'actions moyen (en millions)	5,2	5,6	5,7	5,7	5,6	5,6
Cours (moyenne annuelle en euros)	5,5	5,8	8,0	4,3	4,3	4,3
(1) Capitalisation boursière moyenne	28,7	32,3	45,3	24,1	24,0	24,0
(2) Dette nette (+) / trésorerie nette (-)	3,5	-3,4	-6,7	-0,6	-2,1	-3,6
(3) Valeur des minoritaires	4,5	1,6	3,0	-0,1	0,0	0,0
(4) Valeur des actifs financiers	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Valeur d'entreprise = (1)+(2)+(3)-(4)	36,7	30,6	41,6	23,4	21,9	20,4
VE/CA	1,1	1,1	1,2	0,3	0,3	0,3
VE/EBE	6,1	8,3	6,0	2,3	2,0	1,9
VE/ROC	6,6	9,4	6,4	3,5	2,3	2,1
P/E	11,3	6,4	10,9	19,0	8,5	7,9
P/B	1,4	1,2	1,4	0,7	0,7	0,6
P/CF	8,1	27,1	17,2	12,8	7,8	7,3
Données par action (€)	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Bnpa	0,49	0,96	0,73	0,22	0,50	0,54
Book value/action	4,0	5,1	5,7	5,9	6,4	7,0
Dividende /action	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00

Analyste

Pierre LAURENT

01 44 70 20 78

plaurant@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 depuis 12 mois:

Achat: Depuis le 16/05/2018

Accumuler: (-)

Neutre: Du 15/11/2017 au 16/05/2018

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 Qwamplify (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."