

Capitalisation (M€)	12,5	Ticker	ALQWA.PA / ALQWA.FP	Marketing digital
Objectif de cours	4,20 €	Nb de titres (en millions)	5,7	Flash valeur
Cours au 30/04/2025	2,20 €	Volume moyen 12m (titres)	4 774	02/05/2025
Potentiel	79,0%	Extrêmes 12m (€)	2,18€/4,30€	

## Rentabilité opérationnelle supérieure aux attentes

### A retenir

- Le chiffre d'affaires 2024 annuel (15 mois) atteint 41,9 M€, soit une progression stable sur les 15 mois précédents
- La Marge Brute 15 mois s'établit à 29,0 M€, en hausse de +7,4% sur 15 mois
- Le CA T1 2025 accuse un repli important (-19,9% YoY) à 7,3 M€.

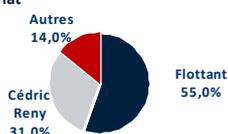
#### Données financières (en M€)

au 30/09	2023	2024e (5T)	2025e	2026e
CA	31,5	41,9	33,0	33,7
var %	1,3%	0,0%	-0,3%	2,0%
EBE	2,9	3,7	3,1	3,1
% CA	9,2%	8,8%	9,2%	9,2%
REX	-8,4	2,1	2,6	2,6
% CA	-26,7%	5,1%	7,7%	7,7%
RN	-9,2	1,2	1,8	1,8
% CA	-29,0%	2,9%	5,4%	5,4%
Bnpa (€)	-1,61	0,21	0,31	0,32
ROCE (%)	11,2%	12,6%	10,0%	10,4%
ROE (%)	-38,2%	4,5%	6,5%	6,3%
Gearing (%)	-17,5%	-24,7%	-24,7%	-31,3%
Dette nette	-4,3	-6,9	-6,9	-9,4
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)	0,6	0,4	0,5	0,4
VE/EBE (x)	6,4	4,3	5,2	4,3
VE/ROC (x)	7,8	5,0	6,2	5,2
P/E (x)	-2,6	19,6	13,4	13,0

#### Actionnariat



#### Performances boursières



#### Publication des résultats annuels 2024

Qwamplify a publié hier soir ses résultats annuels pour le compte de l'exercice 2024. Pour rappel, la société publie exceptionnellement un exercice de quinze mois en raison d'une modification de ses dates d'exercice fiscal (celui-ci aura désormais lieu sur la période Janvier-Décembre vs Octobre-Septembre auparavant). Ainsi, sur la période allant d'octobre 2023 à décembre 2024 (15 mois), le CA 2024 de Qwamplify s'établit à 41,9 M€ (+0,0% sur 15 mois) et la marge brute à 29,0 M€ (+7,4% sur 15 mois). Coté rentabilité, la société réalise un EBE 15 mois de 3,7 M€ traduisant une marge de 8,8% du CA 15 mois, largement au-dessus de nos attentes (prévision EuroLand : EBE 15 mois de 2,3 M€). Enfin, le ROC 15 mois s'établit à 2,1 M€ et le RNpg 15 mois à 1,1M€ (vs 1,2 M€ prévision EuroLand).

D'autre part, le groupe a profité de sa publication pour dévoiler son CA et sa MB T1 2025. Ces derniers éléments affichent des niveaux de baisses soutenus de respectivement -19,9% et -14,5% dans un contexte de marché exigeant.

#### Commentaires

Qwamplify publie un chiffre d'affaires audité de 42 M€ et une marge brute de 29 M€, ajustés à la marge suite à une correction intra-groupe. La progression continue de la marge brute sur les cinq derniers trimestres permet au groupe de maintenir une rentabilité satisfaisante malgré la hausse des charges, notamment salariales. L'EBE ressort à 3,7 M€, soit 13 % de la marge brute. Les investissements dans les plateformes Shopper et Pro se traduisent par 731 K€ d'immobilisations. Le résultat d'exploitation est pénalisé par une provision de près de 1 M€ sur Novoduo. Le résultat financier s'améliore significativement, porté par une reprise de provision sur Q3, la hausse des produits financiers et un endettement allégé. Le résultat net part du groupe bondit à 1,22 M€, malgré un résultat exceptionnel négatif de 1,05 M€.

D'autre part, Au cours du T1 2025, Qwamplify enregistre un chiffre d'affaires en repli de -19,9%, à 7,3 M€, impacté par un net ralentissement des dépenses marketing en point de vente. Grâce à un mix d'activités plus favorable, la marge brute recule dans une moindre mesure (-14,5%), à 5,4 M€. Les pôles Shopper et Branding sont les plus affectés par la baisse des budgets communication en magasin. L'activité Médias fait preuve de davantage de résilience, même si la régie e-mailing



subit une pression accrue liée au durcissement des filtres anti-spam chez les FAI, limitant la délivrabilité des campagnes malgré les volumes commercialisés.

#### Renforcement de la trésorerie nette

La trésorerie totale de Qwamplify reste solide à 13,5 M€, en léger recul (-7 %) malgré une hausse des investissements technologiques, des rachats de titres et des coûts de réorganisation. Le groupe a réduit significativement son endettement financier de 2,3 M€ sur l'exercice (-61 %), tout en maintenant une génération de cash soutenue. La trésorerie propre ressort à 5,5 M€, contre 7,0 M€ six mois plus tôt. Au final, la trésorerie nette progresse à 4,0 M€, en hausse de 0,8 M€ depuis fin septembre 2023 (+25 %), confirmant la solidité bilancielle du groupe.

#### Perspectives

Dans un contexte de consommation atone et de tensions persistantes sur les budgets marketing, Qwamplify adopte une posture prudente sur l'évolution de son activité. Le groupe anticipe néanmoins des effets positifs liés aux économies réalisées fin 2024 et début 2025, ainsi qu'à une gestion optimisée de la trésorerie et à une baisse des charges financières, soutenue par une dette quasi inexistante. Les investissements technologiques seront maintenus pour renforcer le potentiel de croissance et la rentabilité à moyen terme.

De notre côté, nous restons prudents et laissons notre estimation de revenus 2025e inchangée à 33,0 M€ (+0,0% de croissance vs 2024 Jan-Déc). Alors que les coûts RH devraient se détendre en 2025, nous anticipons une légère amélioration de L'EBE 2025e à 2,6 M€ (pas de changement par rapport à notre dernier flash du 19/03/2025), traduisant une marge d'EBE de 7,7% du CA 2025.

#### Recommandation

Suite à cette publication, nous réitérons notre recommandation à Achat et notre objectif de cours de 4,2€ objectif qui fait ressortir upside de +79%.



## 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 31,5 M€ (+1,3%).

## 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 2,2x son EV/EBITDA 2025e contre près de 4,4x pour son secteur, soit une décote de plus de 50% face à ses comparables boursiers.

## Multiples de valorisation des comparables

### MULTIPLÉS DE VALORISATION

Société	Capitalisation	VE / CA			VE / EBITDA			VE / EBIT			P/E		
		2024e	2025e	2026e	2024e	2025e	2026e	2024e	2025e	2026e	2024e	2025e	2026e
HighCo SA	64,0	0,0x	0,0x	0,0x	8,2x	11,7x	11,4x						
Obiz SA	40,8	0,3x	0,3x	0,3x	12,6x	8,6x	5,8x	22,8x	11,7x	7,2x	-102,0x	12,8x	7,8x
Bilendi SA	26,2	0,3x	0,3x	0,3x	18,2x	10,0x	8,1x	145,7x	16,9x	12,7x	-27,5x	46,9x	27,3x
Criteo SA Sponsored ADF	88,0	1,3x	0,9x	0,8x	6,0x	3,9x	3,6x	10,4x	6,7x	5,9x	20,0x	13,3x	10,9x
Future plc	1 620,4	1,3x	1,3x	1,2x	3,7x	4,0x	3,7x	4,7x	4,8x	4,4x	6,3x	7,3x	6,7x
Future plc	886,0	1,3x	1,3x	1,3x	4,2x	4,4x	4,2x	4,5x	4,7x	4,5x	5,2x	5,2x	4,9x
Qwamplify	14,0	0,1x	0,1x	0,1x	1,5x	1,5x	1,4x	1,8x	1,8x	1,7x	8,1x	7,8x	7,6x
<b>Moyenne</b>		<b>0,7x</b>	<b>0,6x</b>	<b>0,6x</b>	<b>6,6x</b>	<b>4,6x</b>	<b>3,8x</b>	<b>27,1x</b>	<b>6,6x</b>	<b>5,2x</b>	<b>-11,7x</b>	<b>15,0x</b>	<b>10,9x</b>
<b>Mediane</b>		<b>0,8x</b>	<b>0,6x</b>	<b>0,6x</b>	<b>5,1x</b>	<b>4,2x</b>	<b>4,0x</b>	<b>7,5x</b>	<b>5,8x</b>	<b>5,2x</b>	<b>5,7x</b>	<b>12,2x</b>	<b>9,4x</b>



Compte de résultat (M€)	2022	2023	2024e	2024 (5T)	2024 (Nouveau format)	2025e	2026e
Chiffre d'affaires	31,1	31,5	33,1	41,9	33,0	33,0	33,7
Excédent brut d'exploitation	3,7	2,9	3,0	3,7	2,7	3,1	3,1
<b>Résultat opérationnel courant</b>	<b>3,7</b>	<b>2,4</b>	<b>2,5</b>	<b>3,2</b>	<b>2,2</b>	<b>2,6</b>	<b>2,6</b>
Résultat opérationnel	2,4	-8,4	2,5	2,1	2,2	2,6	2,6
Résultat financier	0,0	0,1	-0,1	-0,9	0,0	-0,1	0,0
Impôts	0,9	0,6	0,6	0,3	0,5	0,6	0,6
Mise en équivalence	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Part des minoritaires	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
<b>Résultat net part du groupe</b>	<b>1,3</b>	<b>-9,2</b>	<b>1,7</b>	<b>1,2</b>	<b>1,6</b>	<b>1,8</b>	<b>1,8</b>
Bilan (M€)	2022	2023	2024e	2024 (5T)	2024 (Nouveau format)	2025e	2026e
Actifs non courants	32,9	22,7	22,3	21,8	21,4	22,0	21,5
<i>dont goodwill</i>	<i>28,7</i>	<i>20,1</i>	<i>20,1</i>	<i>20,1</i>	<i>20,1</i>	<i>20,1</i>	<i>20,1</i>
BFR	-5,5	-6,9	-2,8	-2,9	-2,8	-2,8	-2,8
<b>Disponibilités + VMP</b>	<b>12,9</b>	<b>14,4</b>	<b>13,5</b>	<b>14,2</b>	<b>15,0</b>	<b>14,6</b>	<b>15,9</b>
Trésorerie propre	7,2	8,0	7,1	8,3	9,5	8,3	9,5
Capitaux propres	33,6	24,3	26,1	27,4	29,1	28,0	29,9
Emprunts et dettes financières	6,1	5,1	3,9	2,7	1,5	2,7	1,5
<b>Total Bilan</b>	<b>65,7</b>	<b>53,5</b>	<b>52,7</b>	<b>58,0</b>	<b>53,2</b>	<b>53,3</b>	<b>54,4</b>
Tableau de flux (M€)	2022	2023	2024e	2024 (5T)	2024 (Nouveau format)	2025e	2026e
Marge Brute d'autofinancement	2,6	2,2	2,4	1,9	2,2	2,5	2,5
Variation de BFR	1,0	-1,0	4,1	-0,2	0,2	0,0	0,0
<b>Flux net de trésorerie généré par l'activité</b>	<b>1,6</b>	<b>3,2</b>	<b>-1,7</b>	<b>2,1</b>	<b>2,0</b>	<b>2,5</b>	<b>2,5</b>
Investissements opérationnels nets	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
Investissements financiers nets	-5,7	-0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Flux nets de trésorerie liés aux investissements</b>	<b>-5,7</b>	<b>-0,4</b>	<b>-0,1</b>	<b>-0,1</b>	<b>-0,1</b>	<b>-0,1</b>	<b>-0,1</b>
Augmentation de capital	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Variation emprunts	0,8	-0,9	-1,2	-1,2	-1,2	-1,2	-1,2
Dividendes versés	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Flux nets de trésorerie liés au financement</b>	<b>1,2</b>	<b>-1,0</b>	<b>-1,2</b>	<b>-1,2</b>	<b>-1,2</b>	<b>-1,2</b>	<b>-1,2</b>
Variation de l'endettement financier net	-2,9	1,8	-3,0	0,8	0,7	1,2	1,2
Ratios (%)	2022	2023	2024e	2024 (5T)	2024 (Nouveau format)	2025e	2026e
<b>Variation chiffre d'affaires</b>	<b>0,4%</b>	<b>1,3%</b>	<b>4,9%</b>	<b>28,3%</b>	<b>0,3%</b>	<b>0,0%</b>	<b>2,0%</b>
Marge EBE	11,9%	9,2%	9,0%	8,8%	8,2%	9,2%	9,2%
<b>Marge opérationnelle courante</b>	<b>12,0%</b>	<b>7,5%</b>	<b>7,5%</b>	<b>7,6%</b>	<b>6,7%</b>	<b>7,7%</b>	<b>7,7%</b>
Marge opérationnelle	7,8%	-26,7%	7,5%	5,1%	6,7%	7,7%	7,7%
Marge nette	4,1%	-29,0%	5,2%	2,9%	4,7%	5,4%	5,4%
CAPEX (% CA)	0,3%	0,3%	0,3%	0,2%	0,3%	0,3%	0,3%
BFR (% CA)	-17,5%	-21,8%	-8,3%	-7,0%	-8,4%	-8,4%	-8,2%
<b>ROCE</b>	<b>10,2%</b>	<b>11,2%</b>	<b>9,6%</b>	<b>12,6%</b>	<b>8,9%</b>	<b>10,0%</b>	<b>10,4%</b>
ROCE hors GW	-208,2%	-41,6%	-342,5%	-187,9%	-113,7%	-204,1%	-143,2%
ROE	3,8%	-38,2%	6,7%	4,5%	5,5%	6,5%	6,3%
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	2022	2023	2024e	2024 (5T)	2024 (Nouveau format)	2025e	2026e
<b>Gearing (%)</b>	<b>-7,6%</b>	<b>-17,5%</b>	<b>-17,5%</b>	<b>-24,7%</b>	<b>-31,3%</b>	<b>-24,7%</b>	<b>-31,3%</b>
Dette nette/EBE	-0,7	-1,5	-1,5	-1,9	-3,4	-2,3	-3,0
EBE/charges financières	-226,3	-25,3	38,2	4,0	89,7	56,1	102,1
Valorisation	2022	2023	2024e	2024 (5T)	2024 (Nouveau format)	2025e	2026e
Nombre d'actions (en millions)	5,7	5,7	5,7	5,7	5,7	5,7	5,7
Nombre d'actions moyen (en millions)	5,7	5,7	5,7	5,7	5,7	5,7	5,7
Cours (moyenne annuelle en euros)	6,5	4,2	4,2	4,2	4,2	4,2	4,2
(1) Capitalisation boursière moyenne	36,9	23,9	23,9	23,9	23,9	23,9	23,9
(2) Dette nette (+)/ trésorerie nette (-)	-2,6	-4,3	-4,6	-6,9	-9,4	-6,9	-9,4
(3) Valeur des minoritaires	-0,1	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8
(4) Valeur des actifs financiers	1,5	1,9	1,9	1,9	1,9	1,9	1,9
Valeur d'entreprise = (1)+(2)+(3)-(4)	32,8	18,5	18,2	15,8	13,4	15,8	13,4
<b>VE/CA</b>	<b>1,1</b>	<b>0,6</b>	<b>0,5</b>	<b>0,4</b>	<b>0,4</b>	<b>0,5</b>	<b>0,4</b>
VE/EBE	8,8	6,4	6,1	4,3	4,9	5,2	4,3
<b>VE/ROC</b>	<b>8,8</b>	<b>7,8</b>	<b>7,3</b>	<b>5,0</b>	<b>6,0</b>	<b>6,2</b>	<b>5,2</b>
P/E	29,2	-2,6	13,8	19,6	15,3	13,4	13,0
P/B	1,1	1,0	0,9	0,9	0,8	0,9	0,8
P/CF	25,9	6,3	-11,8	9,8	10,0	8,3	8,1
Données par action (€)	2022	2023	2024e	2024 (5T)	2024 (Nouveau format)	2025e	2026e
<b>Bnpa</b>	<b>0,22</b>	<b>-1,61</b>	<b>0,30</b>	<b>0,21</b>	<b>0,27</b>	<b>0,31</b>	<b>0,32</b>
Book value/action	5,9	4,3	4,6	4,8	5,1	4,9	5,3
Dividende /action	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00



## 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 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 <sup>®</sup>
Non	Non	Non	Oui	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."

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

