

<b>Achat</b>	Potentiel	32%
<b>Objectif de cours</b>		<b>1,90 €</b>
Cours au 01/02/2018 (c)		1,44 €
Euronext Growth		
Reuters / Bloomberg		

# Madvertise

Internet

## Le mobile en marche!

Performances	Ytd	1m	3m	12m
Perf. Absolue	-5,6%	-5,6%	-17,1%	-10%
Perf CAC Small	4,6%	4,6%	5,0%	25,3%

### Informations boursières (en M €)

Capitalisation (M €)	14,5
Nb de titres (en millions)	10,0
Volume 12 mois (titres)	12 652
Extrêmes 12 mois	1,36 € / 2,26 €

### Actionnariat

Managers	11%
Friends & Family	18%
Fonds	44%
Autres	27%

### Données financières (en M €)

au 31/12	2016	2017e	2018e	2019e
CA	17,4	17,7	23,4	28,8
var %	12,0%	2,0%	31,8%	23,3%
EBE	0,5	0,2	1,3	2,4
%CA	2,8%	1,2%	5,7%	8,4%
ROC	-0,2	-0,3	0,8	1,9
%CA	-1,1%	-1,9%	3,4%	6,5%
RN pdg	-2,3	-2,0	-0,1	1,6
%CA	-13,2%	-11,0%	-0,3%	5,6%
Bnpa (€)	-0,23	-0,20	-0,01	0,16
Gearing (%)	-5%	-439%	-201%	-78%
ROCE (%)	-9%	-19%	128%	472%
ROE (%)	-148%	554%	15%	134%
Dette nette	-0,1	1,6	0,8	-0,9
Dividende n	0,00	0,00	0,00	0,00
Yield (%)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

### Ratios

	2016	2017e	2018e	2019e
VE/CA (x)	0,6	0,8	0,7	0,6
VE/EBE (x)	20,8	25,1	14,5	10,0
VE/ROC (x)	ns	58,4	21,2	12,6
PE (x)	ns	ns	ns	9,0

### Analyste :

Cécile Aboulian  
01 44 70 20 70  
caboulian@elcorp.com

Madvertise est la première régie mobile indépendante en France et la 1<sup>ère</sup> régie 100% mobile en Allemagne. Fort de 3 acquisitions depuis 2011, de l'internationalisation de son offre, de sa technologie propriétaire et d'un contexte de marché porteur, Madvertise affiche une belle croissance annuelle de son chiffre d'affaires depuis 5 ans de 23,9% tout en renouant avec la rentabilité en 2016 (EBE à 0,5 M€). **Compte tenu de ses résultats et de son positionnement, Madvertise a vu son cours repartir fortement à la hausse sur le S1 2017 (+44%), avant de prendre une respiration sur le S2 (-10%). Cela nous semble constituer une opportunité intéressante compte tenu des perspectives de développement.**

Les investissements publicitaires sur le mobile sont ressortis en hausse de 77% par an depuis 3 ans en moyenne en France. La part du mobile dans la publicité digitale est ainsi passée de 8% en 2013 à 37% en 2016 et devrait atteindre les 50% d'ici 2 ans selon nous. Le positionnement premium de Madvertise, son internationalisation et ses efforts en R&D devraient lui permettre de continuer à surperformer la croissance du marché.

**Nous attendons ainsi une croissance annuelle moyenne du chiffre d'affaires de 18,4% d'ici 2019.**

Avec un taux de marge brute élevé de 35% et des coûts qui devraient rester maîtrisés, nous attendons un redressement significatif de la marge d'EBE (+5,6 points à horizon 2019 à 8,4%). Compte tenu d'amortissements de goodwill proche de 0 à partir de 2019, d'un BFR maîtrisé et de capex relativement stables, nous estimons que Madvertise devrait générer un cash flow opérationnel positif dès 2018 lui permettant de couvrir ses investissements.

Le bilan de Madvertise devrait ainsi se renforcer et présenter une trésorerie nette en 2019 pour des fonds propres supérieurs à 1,0 M€ (hors croissance externe).

**Nous initions la couverture de Madvertise avec une opinion à Achat et un objectif de cours fully diluted de 1,90 € issu de la moyenne des valorisations par comparables et DCF.**



## Sommaire

<b>ARGUMENTAIRE D'INVESTISSEMENT</b>	<b>4</b>
<b>MATRICE SWOT</b>	<b>5</b>
<b>MADVERTISE : LE SPECIALISTE DE LA PUBLICITE SUR MOBILE</b>	<b>6</b>
LA REGIE DISPLAY PREMIUM N° 1 EN FRANCE	7
L'OFFRE DE CONSEIL A FORTE VALEUR AJOUTEE	11
<b>LE MOBILE: LE RELAI DE CROISSANCE DE LA COMMUNICATION DIGITALE</b>	<b>13</b>
UN MARCHE DE LA COMMUNICATION MOBILE QUI EXPLOSE	13
SOUS-TENDU PAR UNE MOBILITE EN HAUSSE	14
L'ENVIRONNEMENT CONCURRENTIEL	15
<b>PERSPECTIVES STRATEGIQUES ET FINANCIERES</b>	<b>18</b>
UNE ACTIVITE ATTENDUE EN HAUSSE	18
UNE RENTABILITE EN NETTE AMELIORATION	19
UN BILAN SOLIDE	20
<b>VALORISATION</b>	<b>21</b>
VALORISATION PAR LES DCF	21
VALORISATION PAR LES COMPARABLES BOURSIERS	22
CONCLUSION	23
<b>ELEMENTS FINANCIERS</b>	<b>24</b>

## Argumentaire d'investissement

Avec la présentation d'un EBE positif en 2016, Madvertise est à un tournant de son histoire. La société, devrait poursuivre sur une forte croissance et, compte tenu de sa structure de coûts, améliorer ses marges et sa génération de cash.

### Un positionnement porteur

Madvertise est devenu, en quelques années, le leader indépendant de la publicité mobile en France (hors opérateurs). Disposant d'une technologie propriétaire à forte valeur ajoutée sur le marché de la régie mobile (SDK, DMP, Adserver), Madvertise se distingue de ses concurrents. Le groupe a intégré l'ensemble de la chaîne de valeur des services mobiles via l'acquisition de spécialistes de la création publicitaire, du développement et de la gestion de trafic. Madvertise a ainsi optimisé son offre globale avec une offre de régie mobile sur des sites premium, de conseil auprès des grandes marques et de développement technologique à très forte valeur ajoutée. Les annonceurs bénéficient ainsi d'un seul interlocuteur pour la réalisation, la mise en place, la diffusion et le suivi de leur stratégie de communication mobile.

### Des perspectives de croissance forte

Le chiffre d'affaires est attendu en hausse dans chaque pôle d'activités de Madvertise. La hausse du nombre de sites gérés par la régie, la diversité des campagnes et des formats, l'internationalisation de l'offre, l'accès à de la data qualitative, l'explosion du marché de la communication mobile devraient catalyser la croissance de Madvertise. Nous attendons ainsi un TCAM du chiffre d'affaires de 18,4% entre 2016 et 2019 sur la régie.

### Positionnement premium et faible structure de coût soutiennent les marges

La régie de Madvertise se positionne essentiellement sur des éditeurs premium qui permet au groupe d'afficher des CPM dans le haut de fourchette et de soutenir sa marge brute. En parallèle, la hausse des budgets moyens prospectés en agence et la structure peu capitalistique du groupe soutiennent le levier opérationnel et jouent favorablement sur les marges. Ainsi, nous attendons une hausse de la marge d'EBE de 5,6 points entre 2016 et 2019 à 8,4%.

**Le niveau de valorisation de Madvertise ne reflète pas, selon nous, le potentiel de génération de cash de la société.**

## Matrice SWOT

### Forces

- Leader régie mobile indépendante en France et en Allemagne
- Intégrations réussies des acquisitions
- Plateforme technologique propriétaire (SDK, DMP, adserver)
- Solidité du bilan
- Expertise forte du management sur le secteur du mobile
- Expertise technologique forte en interne
- Partenariats stratégiques avec marques fortes (Shazam, Météo France)
- Pas de dépendance client
- Attrait spéculatif de la société

### Opportunités

- Dynamique du secteur de la communication mobile dans le digital
- Consolidation du secteur

### Faiblesses

- Petite taille de la société qui peut désavantager dans les négociations

### Menaces

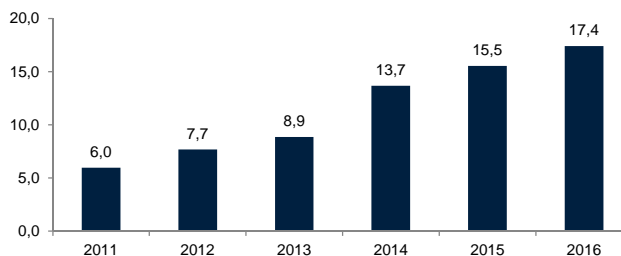
- Concurrence des opérateurs et agences
- Pression à la baisse éventuelle sur les CPM

## Madvertise: le spécialiste de la publicité sur mobile

Avec une audience exclusive de plus de 28 millions de visiteurs uniques sur applications et site mobiles en France (soit 71% de la couverture en France), Madvertise est le réseau de référence dans l'univers mobile français derrière les deux géants Facebook et Google. Le groupe a ainsi créé un réseau de 200 marques dont 27 parmi le top 100 des applications les plus consultées. Dans le même temps, le groupe est également la première régie 100% mobile en Allemagne avec 22 millions de visiteurs uniques et 110 marques sur sites et applications sur mobiles et tablettes.

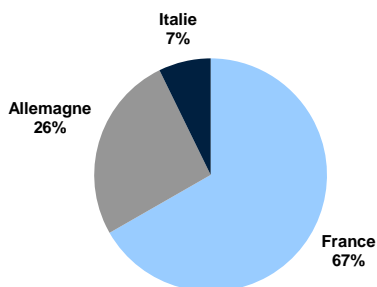
Le Groupe a su créer ce réseau puissant au fil d'acquisitions stratégiques depuis sa création en 2011 (Sodeck en 2012, Madvertise en 2014, Appsfire en 2014) et développé une technologie propriétaire permettant d'optimiser la visibilité des annonceurs et les revenus des éditeurs. Madvertise affiche ainsi une croissance annuelle moyenne de 23,9% depuis sa création (+12,8% depuis sa dernière acquisition en 2014).

### Evolution du chiffre d'affaires depuis 2011 (M€)



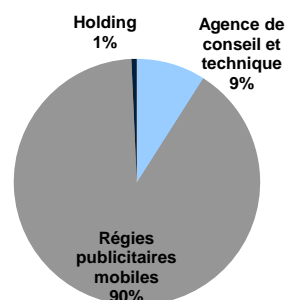
source : société

### Répartition du chiffre d'affaires 2016 par zone géographique



source : société

### Répartition du chiffre d'affaires 2016 par secteur



source : société

## La régie display premium n° 1 en France

### Un réseau premium large et qualitatif

En tant que 1<sup>ère</sup> régie indépendante en France et 3<sup>ème</sup> régie 100% mobile en Allemagne, Madvertise propose une large diffusion sur un réseau d'applications et de sites mobiles premiums. Ce réseau d'éditeurs s'est renforcé au fur et à mesure de la signature d'accords exclusifs tels que, récemment, Météo France, la marque média météo la plus consultée sur mobile dans sa catégorie, ou Radio France, groupe de radiodiffusion le plus consulté en France.

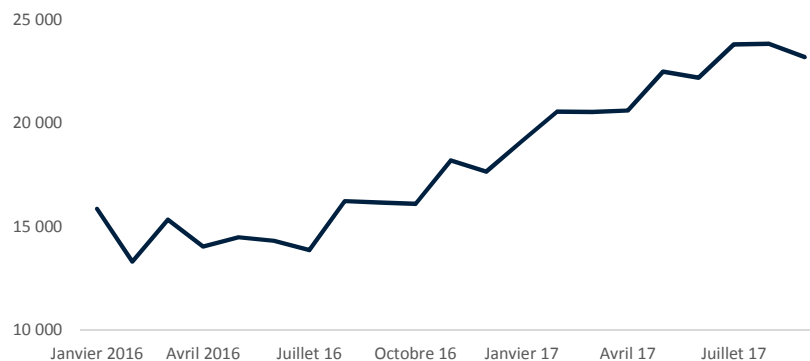
### Le réseau exclusif de Madvertise

PLUS DE 400 ÉDITEURS



Madvertise accompagne de grands groupes dans leur stratégie mobile : Apple, Breitling, BMW, Ralph Lauren, Dior, The Kooples, Audi, Hermès, L'Oréal, Persol, Chanel, Nespresso, etc. Son expertise lui permet d'innover sans cesse pour proposer des solutions en parfaite adéquation avec les problématiques de ses annonceurs dans le but de toucher la bonne cible, au bon moment et au bon endroit.

### Une audience en croissance continue depuis 2016 en France (VU en milliers)



source : Mediametrie

## Madvertise est ainsi présent sur l'ensemble des formats

### Formats Classiques & Rich Media



### Formats Native AD



Le principal du chiffre d'affaires de Madvertise est réalisé par l'interstitiel (publicité s'affichant en pleine page) et la bannière (en haut ou bas de page) puis les pavés (en milieu de page) mais les formats natifs (intégrés dans le contenu), de plus en plus prisés par les annonceurs, sont en forte croissance.

Madvertise innove continuellement et propose également vidéo et format parallax (pavé qui descend quand on scrolle).

Madvertise articule son offre de régie premium autour de 4 axes complémentaires permettant d'optimiser les revenus publicitaires et les inventaires des éditeurs:

- **Vente directe sur mesure:** l'offre la plus sélective, consistant à créer une campagne de diffusion spécifique envers des espaces dédiés. Le rôle de Madvertise consiste à créer un dispositif sur-mesure de diffusion de la campagne (définition de la ou des applications/sites mobiles cibles, du groupe de personnes ciblé (critère socio-démo, géographique...), du moment donné.

Dans ce cas, Madvertise est rémunéré principalement au CPM, qui est au-dessus de la moyenne des autres campagnes de diffusion réalisées par le groupe. Cela représente environ 60% du chiffre d'affaires de la régie

- **Le programmatique:** l'offre recouvre toutes les campagnes qui sont diffusées via des algorithmes, de façon automatisée. Une fois le réseau de diffusion défini, les campagnes sont diffusées automatiquement en Private Auction (inventaire fermé et/ou avant les autres acheteurs agissant en open auction/inventaire ouvert).

Dans ce cas, Madvertise est rémunéré principalement au CPM. Le programmatique est un levier de croissance fort (14% du CA régie 2016 vs 1% en 2015).



- **Vente des invendus (backfill):** Madvertise met à disposition des annonceurs les espaces invendus par les éditeurs. Cela permet aux éditeurs d'avoir un complément de revenus et aux annonceurs d'augmenter leur exposition à moindre coût.

Madvertise est alors rémunéré au CPM. Le tarif est le moins élevé de toutes les campagnes proposées par Madvertise. Les invendus représentent environ 17% des ventes de la régie.

- **Vente à la performance:** Madvertise propose aux annonceurs ROIstes de ne payer que s'ils ont obtenu un clic (CPC), un lead (CPL) afin d'optimiser leur coûts d'acquisition.

Madvertise est alors rémunéré au clic, au lead. Le chiffre d'affaires généré par les opérations à la performance représente environ 11% du chiffre d'affaires.

**Les revenus sont optimisés à travers un algorithme de cascade dynamique** favorisant en tant réel une solution par rapport à une autre sur un espace donné. Madvertise priorise les solutions qui proposent les CPM les plus élevés afin de vendre l'espace publicitaire au plus offrant. Dans le même temps, Madvertise **arbitre entre les taux de remplissage d'une page et le floor price** (issu des ventes aux enchères en temps réel) proposés afin de maximiser, finalement, les revenus.

**Le taux de marge brute sur chacune des opérations est constant, aux alentours de 29% environ.** Le critère discriminant dans l'évolution du taux de marge brute est principalement géographique. En Italie, il ressort au-dessus de la moyenne compte tenu du marché.

### **Une technologie propriétaire de rupture**

Afin d'optimiser la diffusion des campagnes des annonceurs et l'exploitation des espaces des éditeurs, Madvertise a développé son propre SDK MAS intégrant de nombreuses fonctionnalités qui ont été développées au fur et à mesure des évolutions et des tendances de marché.

Le SDK MAS est intégré chez tous les éditeurs partenaires (NRJ, Grazia, Auto Plus, Biba, Skyrock, Closer, Meteo France...) et leur permet de gérer les relations entre tous les acteurs de la monétisation d'espace mobile (adserver, Facebook, flurry, doubleclick...). Madvertise donne ainsi accès à toutes les solutions de diffusion de campagne et d'exploitation d'espaces.

Au-delà de sa facilité d'utilisation, le SDK MAS nécessite peu de ressource batterie et est compatible avec tous les formats (display, native ads, vidéo, etc.).

Une fois installée, Madvertise Ads Solutions collecte et analyse des données impersonnelles générées par la navigation des utilisateurs.

Plusieurs types de données sont collectés, issues :

- de l'appareil utilisé : géolocalisation en temps réel (GPS, IP), date et horaire, modèle de l'appareil, système d'exploitation, opérateur téléphonique, etc. ;
- de la navigation : consultation des sites / apps, centre d'intérêts ;
- de la publicité en elle-même : exposition et interaction publicitaire ;

L'éditeur a accès dans le même temps à un dashboard (MAT) lui conférant la possibilité de consulter et d'analyser la data collectée.

**Madvertise a ainsi accès à de la data first party lui permettant de disposer de plus de 20 millions de profils segmentés en France et de faire une segmentation fine des profils.**



#### Données du device

- Géolocalisation en temps réel (GPS, IP)
- Date & Horaire
- Device, OS, Connexion, Opérateur, ...
- Device ID

#### Données de navigation

- Consultation des sites / apps
- Centre d'intérêts (Auto, Sport, Sorties, Musique, Mode, Beauté, ...)

#### Données publicitaires

- Exposition publicitaire
- Interaction publicitaire

**Plus de 20 millions de profils en base de données  
Capacité à faire de l'hyper-segmentation**

## L'offre de conseil à forte valeur ajoutée

Apportée par l'acquisition de Bemobee, le conseil permet à Madvertise d'apporter de la valeur ajoutée à ses clients éditeurs principalement.

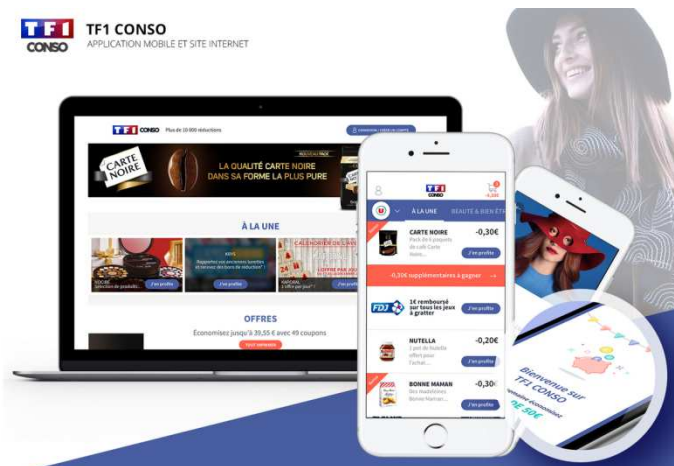
Les équipes de Madvertise agency accompagnent les marques dans la mise en place de **leur stratégie mobile** ainsi que dans la création de leur application mobile sur de multiples plateformes (définition du concept, identité visuelle...).

Les équipes assurent la présence optimisée des applications développées sur l'ensemble des smartphones (iPhone, android,..), des tablettes (iPad, Windows8, Android,...etc).

L'agence est **multisectorielle** et intervient auprès d'annonceurs spécialisés dans le luxe, les média, le gaming, l'alimentaire, la musique, l'éducatif, la culture...

Le principal du chiffre d'affaires est généré par la prestation liée au développement d'applications mobiles.

## Exemple d'application grand public: TF1 conso



- Refonte plateforme shopping de e-TF1
- Développement des applications mobiles IOS et Android
- Développement d'un site web mobile first
- Backoffice de gestion
- ASO (optimisation pour les app stores)

## Exemple d'application BtoB: Nexity



- Refonte fonctionnelle, ergonomique et technique des applications mobiles
- Création des applications pour iPad, iPhone et Android,
- Plus de 30 000 annonces accessibles par liste ou cartes
- Simulateurs de calcul de capacité d'emprunt, montant des mensualités, frais de notaires, réduction d'impôts...

### Madvertise Agency développe des sites sous différents formats :

- En responsive design, ce qui signifie que le code développé est unique, mais que certains blocs apparaissent de façon différente sur un mobile, une tablette, ou un desktop,
- En Adaptive design, signifiant que certaines parties du code HTML sont spécifiques à certains devices, pour optimiser au mieux la présentation.
- En format mobile, principalement en HTML5 essentiellement pour répondre à des besoins événementiels

### Un référencement optimisé

L'App Store Optimization, communément appelé l'A.S.O, est un ensemble de techniques permettant de développer ou de renforcer le positionnement d'une application mobile sur les différents stores (apple store, play store, windows store...). Avec l'A.S.O, un utilisateur pourra trouver rapidement le client de Madvertise Agency sur les stores.

Tous les stores ne possèdent pas les mêmes critères de référencement (titre, mots clés, description, illustrations, vidéo, notes, avis, ...). Madvertise doit les prendre en compte afin d'optimiser le ranking de l'application dans chaque store.

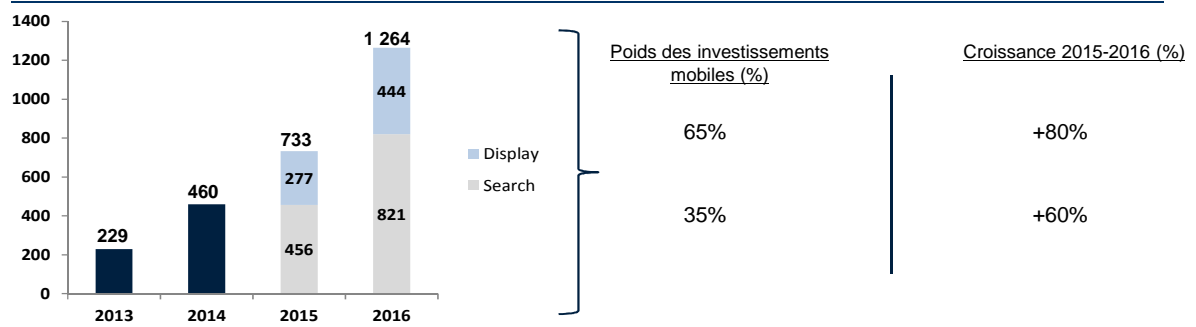
**Positionné sur une offre mobile globale de conseil/régie premium, Madvertise est un interlocuteur à forte valeur ajoutée des agences et annonceurs. Fort de son expertise, de sa couverture et de ses investissements technologiques, Madvertise devrait poursuivre son développement sur un rythme de croissance élevé.**

## Le mobile: le relai de croissance de la communication digitale

### Un marché de la communication mobile qui explose

En 2016, les investissements publicitaires digitaux en France se sont élevés à 3,4 Mds€, en croissance de 7%. Les investissements sur mobile à 1,3 Mds€ (+73%) ont largement surperformé le marché du digital. Cette forte croissance est liée à la mobilisation des annonceurs pour l'écran devenu le premier support de connexion à internet en 2016. L'évolution des usages a ainsi sous-tendu cette forte croissance.

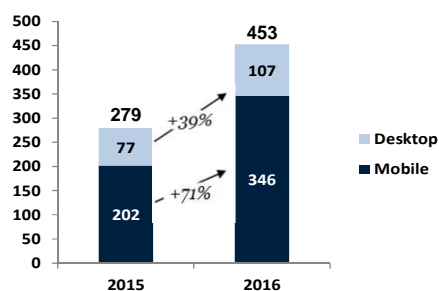
#### Investissements publicitaires sur mobile en search et display (M€)



source : SRI/PwC/UDECAM

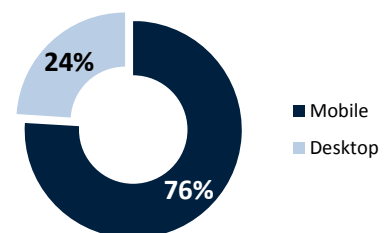
Avec 35% des budgets publicitaires sur mobile alloués au Display (444 M€), le Mobile affiche le même visage d'investissement que le marché du Digital (35% investis dans le display en 2016). Néanmoins, les réseaux sociaux sont encore largement prépondérants dans les dépenses Display avec 346 M€ destinés à ces supports (notamment Facebook), soit 78% du CA Display Mobile.

#### Investissements publicitaires sur les réseaux sociaux par device (M€)



source : SRI/PwC/UDECAM

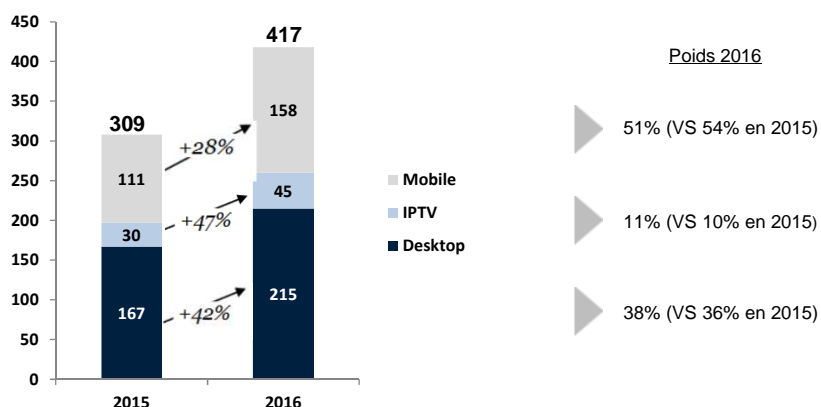
#### Part du mobile dans les investissements sur les réseaux sociaux en 2016(%)



source : SRI/PwC/UDECAM

Spécialisé dans le display, Madvertise se positionne sur un marché de 98 M€ (+31% en 2016), appelé à poursuivre sa croissance notamment via l'essor du programmatique qui représente 76 M€. En proposant des campagnes personnalisées, classiques, en format vidéo, Madvertise se positionne sur tous les segments de marché du mobile pour capter la croissance de chacun.

### Investissements publicitaires en display vidéo (M€)

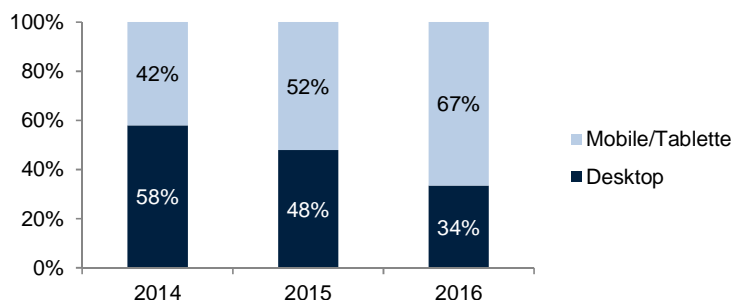


source : SRI/PwC/UDECAM

### Sous-tendu par une mobilité en hausse

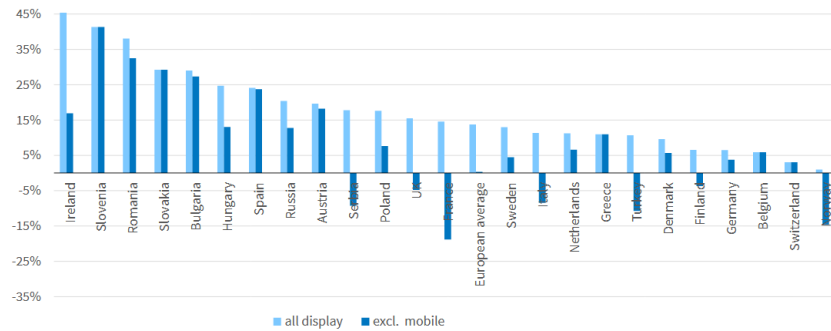
En 2016, les connexions sur internet se sont faites à 66,5% par un mobile et 33,5% par un desktop. Les usages jouent en faveur de la mobilité et les annonceurs se concentrent ainsi sur ce segment de marché en forte croissance.

### Part des connexions à internet par Mobile et par desktop (%)



source : Mediametrie

### Répartition de la croissance du display en Europe en 2016



source : IAB

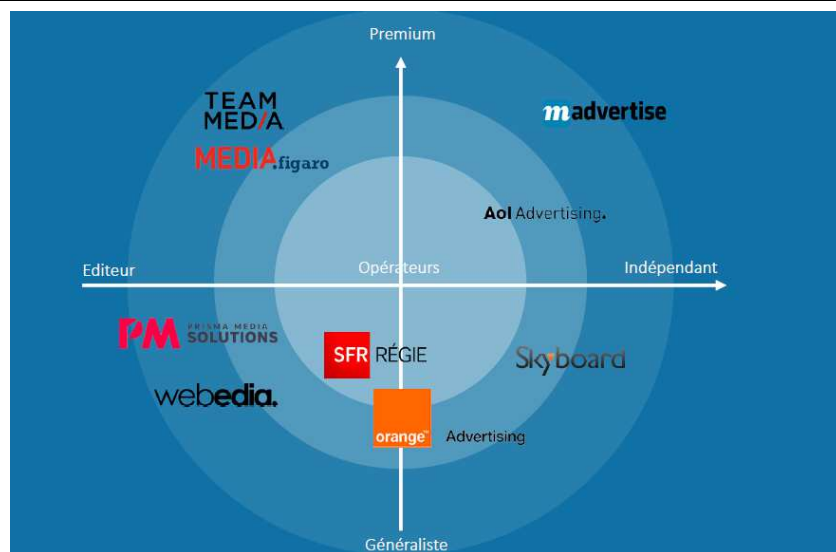
A l'image de la dynamique affichée des investissements display en France sur le mobile, le display en Europe est également drivé par le mobile.

**Madvertise devrait bénéficier de la dynamique du marché des investissements mobiles hors réseaux sociaux en France et à l'étranger.**

### L'environnement concurrentiel

En tant que conseil et régie 100% orientée mobile, Madvertise investit un terrain occupé principalement par les régies interne des grands medias et les opérateurs mobiles. Madvertise se différencie par sa capacité à proposer une plateforme propriétaire (SDK, DMP, Adserver) permettant d'optimiser les revenus des éditeurs et les achats et la créativité des annonceurs.

### Un paysage concurrentiel en voie de concentration





**Orange advertising** est la régie du Groupe Orange, qui commercialise les espaces publicitaires sur les supports web, mobiles et tablette du Groupe et sur un réseau de partenaires éditeurs de l'Internet et de l'Internet mobile (ViaMichelin, Europe 1 sports, France TV...). Son offre publicitaire répond aux différentes problématiques des annonceurs: solutions de ciblage premium, solutions de performance pour le ROI, l'achat programmatique...



**SFR régie** offre une solution de Marketing Mobile complète comprenant du Display premium, du Display à la performance et du Mobile Street Marketing. Cette régie possède un portefeuille de 40 marques média leaders sur leurs thématiques: Lagardère, Bolloré, Netcosports...



**Webedia** est un éditeur de sites ayant une régie interne dédié aux thématiques du loisirs et du divertissement. Avec plus de 20 marques médias et de puissants réseaux de talents influenceurs sur Facebook et Youtube, Webedia accompagne ses clients dans la définition et la réalisation de leurs stratégies digitales.



**Team Media** est la nouvelle identité des régies Amaury Médias et Les Echosmédias et détient un portefeuille de marques complémentaires dont l'Equipe, Le Parisien et Les Echos font partis. Le Groupe touche 83% de la population premium en France et fait figure d'acteur majeur sur le digital avec 22 millions de Français connectés à ses marques (web, mobile, tablette).



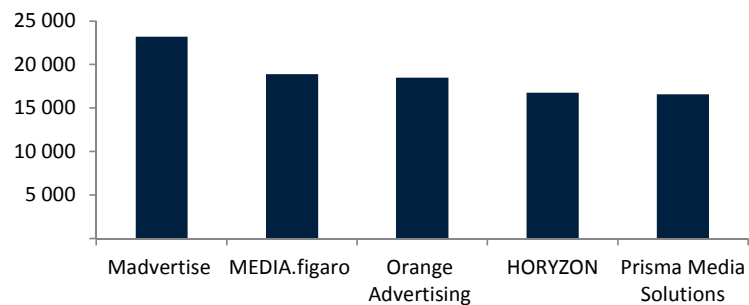
**Prisma Media Solutions** est une régie française qui englobe dans son offre tous les aspects du marketing digital (régie, création de campagne, Data, Brand Content...). Avec un réseaux de 25 marques françaises leaders sur plus 100 supports, PMS accompagne ses clients tout au long de leur campagne marketing via ses expertises reconnues dans la connaissance client. Détient la régie mobile Mobvalue.



Née du rapprochement du Figaro et de CCM Benchmark, **MEDIA.Figaro** touche 40 millions d'individus, soit 80% de la population, sur tous les écrans possibles. Par la richesse de son offre éditoriale, la marque Figaro fédère 21,2 millions de lecteurs – diginautes. Le portefeuille de marques est notamment composé des contenus éditoriaux la chaine météo, l'internaute ou encore le journal des femmes.



### Audience des principales régies mobiles en France (VU en milliers)



source : Médiamétrie - septembre 2017

Le marché dans lequel Madvertise se développe est en forte phase de concentration. De nouvelles régies et agences de marketing généralistes voient le jour et tentent de se différencier par une nouvelle technologie ou une offre plus large représentant un véritable défi pour Madvertise.

Face à des concurrents imposants, le Groupe à l'avantage de bénéficier d'une technologie inédite sur le marché portée par **son SDK**. Les multiples facettes de son offre marketing mobile (**SSP, Monétisation, Conseil, Data...**) permettent au Groupe de devancer la concurrence sur ce device en fournissant des offres sur-mesure.

Spécialiste du mobile, Madvertise se présente comme le **business partner idéal** pour accompagner les annonceurs et éditeurs au cours de leur développement stratégique mobile.

## Perspectives stratégiques et financières

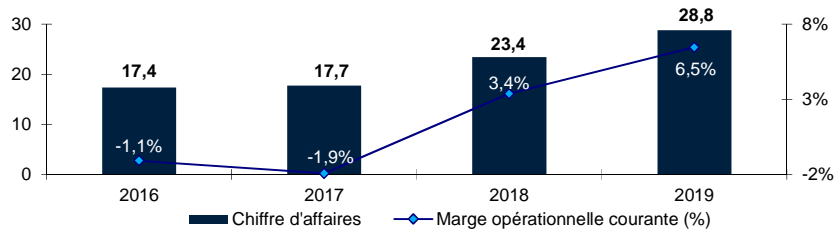
Avec un chiffre d'affaires 2016 en hausse de 12% à 17,4 M€, Madvertise poursuit sur un rythme de forte croissance tout en renouant avec la rentabilité au niveau de l'EBE (0,5 M€). Positionné sur un marché de la communication mobile très dynamique, Madvertise devrait continuer de bénéficier de la hausse des volumes d'opération et des budgets alloués aux campagnes mobiles. L'offre de Madvertise permettant d'accéder à un inventaire qualitatif de plus de 20 millions de profils en France via des campagnes de publicité mobiles en direct ou en programmatique, elle répond à une demande des annonceurs de s'adresser à leur cible de façon qualitative et pas seulement Roiste.

L'internationalisation de l'offre, la diversité des formats, dont la vidéo, l'accélération de l'offre à la performance en Allemagne ainsi que l'accès à une DMP comprenant des millions de profils constituent des leviers de croissance importants du groupe. Compte tenu du positionnement du groupe, de ses efforts en R&D pour proposer des formats et des produits toujours plus adaptés à la demande, nous sommes confiants dans la capacité du groupe d'afficher une croissance annuelle moyenne de près de 18,4% d'ici 2019.

### Une activité attendue en hausse

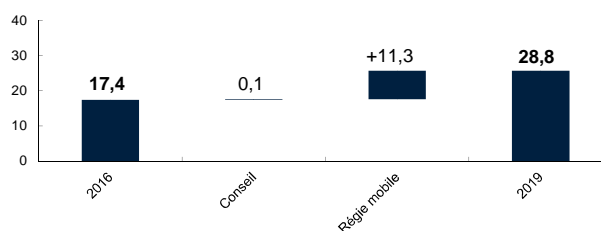
La croissance devrait principalement être portée par l'activité de régie en Europe que nous attendons en hausse de près de 20,0% entre 2016 et 2019 à 25,8 M€.

### Evolution du chiffre d'affaires et du résultat opérationnel 2016-2019e



source : Euroland Corporate

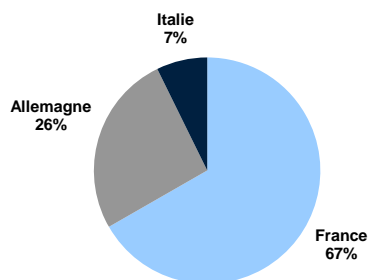
### Contribution de chaque segment à la croissance (M€)



source : Euroland Corporate

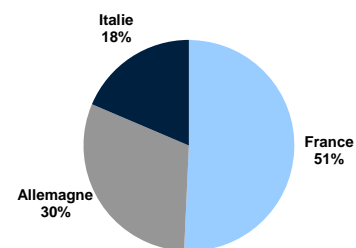
La régie devrait à la fois bénéficier d'un marché de la communication porteur, de la croissance du nombre de sites et d'applications mobiles gérés en régie, de ses investissements en terme de formats/d'offres publicitaires et de l'internationalisation de son offre. Nous attendons ainsi une montée en puissance progressive de l'Allemagne.

### Répartition du chiffre d'affaires en 2016



source : Euroland Corporate

### Répartition du chiffre d'affaires en 2019



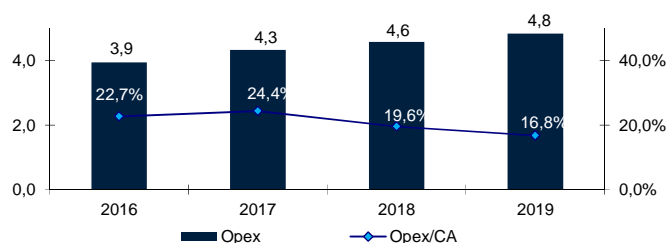
source : Euroland Corporate

### Une rentabilité en nette amélioration

Madvertise affiche un taux de marge brute élevé de 35%. A moyen terme, nous estimons que le taux de marge brute devrait rester sensiblement identique compte tenu de la montée en puissance de la vidéo venant contrebalancer un mix produit un peu plus défavorable avec la montée en puissance de la régie vs le conseil (plus rémunérateur en terme de marge brute).

Misant sur une croissance forte du chiffre d'affaires et sur son profil technologique, Madvertise devrait également bénéficier de sa structure de coût fixe, de son levier opérationnel et voir son ratio opex/CA diminuer. La marge opérationnelle devrait selon nous passer à 6,5% à horizon 2019 prenant compte la hausse des DAP.

### Evolution des opex (en M€ et % du CA)



source : Euroland Corporate

**Compte de résultat prévisionnel 2016-2019**

Compte de résultat (M€)	2016	2017e	2018e	2019e
Chiffre d'affaires	17,4	17,7	23,4	28,8
Excédent brut d'exploitation	0,5	0,2	1,3	2,4
Résultat opérationnel courant	-0,2	-0,3	0,8	1,9
Résultat financier	-0,3	-0,2	-0,2	-0,2
Impôts	-0,1	0,0	0,0	0,0
Résultat net part du groupe	-2,3	-2,0	-0,1	1,6

source : *Euroland Corporate*

Madvertise enregistrera pour deux années encore un amortissement de goodwill de 1,6 M€ en tout et devrait ensuite afficher un RN positif.

**Un bilan solide**

Avec un redressement de sa rentabilité et un BFR structurellement négatif du à l'activité de régie, nous sommes confiants dans la capacité du groupe à générer un cash flow après investissement positif dès 2018.

**Une dilution potentielle de 734 000 titres**

Compte tenu des plans d'attribution de BSA et de stock options, nous estimons le nombre d'actions potentiellement à émettre à 734 000 titres. L'entrée potentielle de cash serait de 1,0 M€.

## Valorisation

Nous valorisons Madvertise par la méthode des DCF compte tenu d'une part importante de l'activité qui affiche une bonne visibilité des cash flows.

### Valorisation par les DCF

Nous avons retenu les hypothèses suivantes :

- Croissance du chiffre d'affaires : nous retenons un taux de croissance annuel moyen de 18,4% de 2016 à 2019 compte tenu, principalement de la forte croissance attendue sur la régie. De 2019 à 2026, nous retenons un TCAM du CA de 6,1% puis un taux à l'infini de 2,0 %.
- Résultat d'exploitation : la marge d'exploitation devrait s'améliorer d'ici 2019 en raison de l'effet de levier opérationnel de Madvertise. La marge opérationnelle est ainsi attendue à 6,5% en 2019. Nous prenons, par la suite, l'hypothèse d'une marge s'ajustant à 8,0% en 2026.
- Investissements : nous faisons l'hypothèse d'un niveau d'investissement de renouvellement et de développement de l'ordre de 5,0% du chiffre d'affaires par an jusqu'en 2026 pour financer l'innovation produits.
- BFR : nous retenons un niveau de BFR de près de -20,3% du chiffre d'affaires hors taxe
- Dette financière nette : prise en compte de celle du 31/12/2016 (-0,1 M€)

### Synthèse des hypothèses de calcul du cmcpc

---

Taux sans risque (OAT 10 ans)	0,6%
Prime de risque	5,0%
Bêta sans dette	1,8
Bêta endetté	1,8
<b>Coût des capitaux propres</b>	<b>9,6%</b>
<b>Coût de la dette après impôt</b>	<b>3,0%</b>
<b>Coût moyen pondéré du capital</b>	<b>9,6%</b>
Taux de croissance à l'infini	2,0%

---

source : Euroland Corporate

## Tableau des flux prévisionnels 2017e-2026e

	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e
<b>CA</b>	<b>17,7</b>	<b>23,4</b>	<b>28,8</b>	<b>31,7</b>	<b>34,9</b>	<b>36,6</b>	<b>38,5</b>	<b>40,4</b>	<b>42,4</b>	<b>43,7</b>
Croissance		32%	23%	10%	10%	5%	5%	5%	5%	3%
<b>Résultat opérationnel courant</b>	<b>-0,3</b>	<b>0,8</b>	<b>1,9</b>	<b>2,3</b>	<b>2,8</b>	<b>2,9</b>	<b>3,1</b>	<b>3,2</b>	<b>3,4</b>	<b>3,5</b>
Marge opérationnelle courante	-1,9%	3,4%	6,5%	7,3%	8,1%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%
Taux d'impôt	0%	0%	0%	9%	10%	11%	11%	11%	12%	12%
<b>Impôts sur les sociétés corrigé</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,2</b>	<b>0,3</b>	<b>0,3</b>	<b>0,3</b>	<b>0,4</b>	<b>0,4</b>	<b>0,4</b>
provisions	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,7	0,7
<b>Cash flow</b>	<b>0,2</b>	<b>1,3</b>	<b>2,4</b>	<b>2,7</b>	<b>3,1</b>	<b>3,2</b>	<b>3,3</b>	<b>3,5</b>	<b>3,7</b>	<b>3,8</b>
Variation de BFR	-0,1	-0,9	-1,1	-0,6	-0,6	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,3
Investissements	-1,3	-1,3	-1,3	-1,6	-1,7	-1,8	-1,9	-2,0	-2,1	-2,2
Capex en % du CA	-7,3%	-5,6%	-4,5%	-5,0%	-5,0%	-5,0%	-5,0%	-5,0%	-5,0%	-5,0%
<b>Free cash flow</b>	<b>-1,0</b>	<b>1,0</b>	<b>2,2</b>	<b>1,7</b>	<b>2,0</b>	<b>1,7</b>	<b>1,8</b>	<b>1,9</b>	<b>2,0</b>	<b>1,8</b>

source: Euroland Corporate

## Matrice de sensibilité de valorisation

		Taux de croissance à l'infini				
		1,0%	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%
<b>C</b> <b>M</b> <b>P</b> <b>C</b>	<b>8,6%</b>	2,0	2,1	2,2	2,3	2,4
	<b>9,1%</b>	1,9	1,9	2,0	2,1	2,2
	<b>9,6%</b>	1,7	1,8	<b>1,9</b>	1,9	2,0
	<b>10,1%</b>	1,6	1,7	1,7	1,8	1,9
	<b>10,6%</b>	1,5	1,7	1,7	1,8	1,8

source: Euroland Corporate

Notre valorisation de Madvertise par DCF ressort à 1,90 € par action avec un cmpr à 9,60% et une croissance à l'infini de 2,0%.

## Valorisation par comparables

Compte tenu du profil 100% mobile de Madvertise, il n'existe pas de société directement comparable sur le marché. Nous avons choisi un échantillon d'acteurs nationaux dans l'univers de la publicité digitale.

### Principaux agrégats de l'échantillon

	Capitalisation	Dette nette	VE	CA 2017	CA 2018	CA 2019	EBE 2017	EBE 2018	EBE 2019	ROC 2017	ROC 2018	ROC 2019	RN 2017	RN 2018	RN 2019
1000mercis SA	125,1	-15,0	110,1	60,3	70,1	82,4	12,8	15,3	18,5	10,2	12,5	15,7	6,7	8,5	10,8
Artefact SA	90,2	5,2	95,4	46,8	54,8	64,7	1,0	4,4	7,5	0,5	3,6	6,6	0,1	1,9	4,7
AdUX SA	17,3	-1,8	15,5	48,7	47,5	52,5	0,4	1,4	2,7	-1,5	-0,5	0,7	-0,2	-0,9	0,2
Custom Solutions SA	35,9	1,1	37,0	19,4	22,7	25,0	0,9	2,8	3,5	0,4	2,4	3,1	-0,4	0,8	1,2
Weborama SA	38,4	-1,4	37,0	32,4	37,8	43,4	5,5	6,8	9,5	1,6	2,2	4,2	-0,4	0,8	1,2
Antevenio, S.A.	36,0	-6,2	29,8	29,0	33,1	34,8	3,7	4,3	4,6	2,8	3,4	3,7	-0,4	0,8	1,2
Bilendi SA	42,7	-1,5	41,2	25,7	30,0	34,2	4,6	6,3	7,7	2,7	4,1	5,1	-0,4	0,8	1,2

source: FactSet / Euroland Corporate

### Multiples de valorisation de l'échantillon

	VE/CA 17	VE/CA 18	VE/CA 19	VE/EBE 17	VE/EBE 18	VE/EBE 19	VE/ROC 17	VE/ROC 18	VE/ROC 19	PER 17	PER 18	PER 19
1000mercis SA	1,8	1,6	1,3	8,6	7,2	6,0	10,8	8,8	7,0	18,7	14,7	11,6
Artefact SA	2,0	1,7	1,5	ns	21,7	12,7	ns	26,5	14,5	ns	ns	19,2
AdUX SA	0,3	0,3	0,3	ns	11,1	5,7	ns	ns	22,1	ns	ns	ns
Custom Solutions SA	1,9	1,6	1,5	ns	13,2	10,6	ns	15,4	11,9	ns	ns	29,9
Weborama SA	1,1	1,0	0,9	6,7	5,4	3,9	23,1	16,8	8,8	ns	ns	ns
Antevenio, S.A.	1,0	0,9	0,9	8,1	6,9	6,5	10,6	8,8	8,1	ns	ns	ns
Bilendi SA	1,6	1,4	1,2	9,0	6,5	5,4	15,3	10,0	8,1	ns	ns	ns
<b>Moyenne</b>	<b>1,4</b>	<b>1,2</b>	<b>1,1</b>	<b>8,1</b>	<b>10,3</b>	<b>7,2</b>	<b>15,0</b>	<b>14,4</b>	<b>11,5</b>	<b>18,7</b>	<b>14,7</b>	<b>20,2</b>
<b>Médiane</b>	<b>1,6</b>	<b>1,4</b>	<b>1,2</b>	<b>8,3</b>	<b>7,2</b>	<b>6,0</b>	<b>13,0</b>	<b>12,7</b>	<b>8,8</b>	<b>18,7</b>	<b>14,7</b>	<b>19,2</b>

source: FactSet / Euroland Corporate

Nous appliquons la moyenne des ratios de l'échantillon aux agrégats de CA, d'EBE, de ROC et de RN de la société sur les années 2017 et 2019. **La valorisation de Madvertise par titre ressort, après décote de taille de 10%, à 1,90 €.**

## Conclusion

Pour conclure, nous initions la couverture de Madvertise avec une opinion Achat et un objectif de cours de 1,90 €, issu de la moyenne des valorisations par DCF (1,90 €) et par comparables (1,90 €).



Compte de résultat (M€)	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e
Chiffre d'affaires	13,7	15,5	17,4	17,7	23,4	28,8
Excédent brut d'exploitation	-0,4	-0,9	0,5	0,2	1,3	2,4
Résultat opérationnel courant	-0,5	-1,1	-0,2	-0,3	0,8	1,9
Résultat opérationnel	-0,5	-1,1	-0,2	-0,3	0,8	1,9
Résultat financier	0,0	0,0	-0,3	-0,2	-0,2	-0,2
Impôts	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0
Mise en équivalence	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
Résultat net part du groupe	-2,1	-3,4	-2,3	-2,0	-0,1	1,6
<b>Bilan (M€)</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017e</b>	<b>2018e</b>	<b>2019e</b>
Actifs non courants	6,0	5,4	4,6	4,4	4,5	5,3
<i>dont goodwill</i>	3,9	2,6	1,6	0,6	0,0	0,0
BFR	-1,1	-3,1	-2,9	-2,9	-3,9	-4,8
Disponibilités + VMP	0,7	0,6	0,4	0,1	0,8	2,6
Capitaux propres	5,2	2,4	1,5	-0,4	-0,4	1,2
Emprunts et dettes financières	0,1	0,2	0,3	1,6	1,6	1,6
Total Bilan	15,0	15,5	15,7	15,3	19,7	25,5
<b>Tableau de flux (M€)</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017e</b>	<b>2018e</b>	<b>2019e</b>
Marge Brute d'autofinancement	-0,5	-1,9	-1,1	-0,4	1,1	2,2
Variation de BFR	0,2	-1,9	-0,6	-0,1	-0,9	-0,9
Flux net de trésorerie généré par l'activité	-0,7	-0,1	-0,5	-0,4	2,0	3,1
Investissements opérationnels nets	-0,3	-0,9	-1,3	-1,3	-1,3	-1,3
Investissements financiers nets	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Flux nets de trésorerie liés aux investissements	-1,3	-0,8	-1,3	-1,3	-1,3	-1,3
Augmentation de capital	2,1	0,6	1,5	0,0	0,0	0,0
Variation emprunts	0,0	0,0	0,0	1,3	0,0	0,0
Dividendes versés	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Flux de trésorerie liés au financement	2,1	0,6	1,5	1,3	0,0	0,0
Variation de l'endettement financier net	0,0	-0,2	-0,3	-0,4	0,7	1,8
<b>Ratios (%)</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017e</b>	<b>2018e</b>	<b>2019e</b>
Variation chiffre d'affaires	53,9%	13,7%	12,0%	2,0%	31,8%	23,3%
Marge EBE	-2,7%	-5,5%	2,8%	1,2%	5,7%	8,4%
Marge opérationnelle courante	-4,0%	-7,3%	-1,1%	-1,9%	3,4%	6,5%
Marge opérationnelle	-4,0%	-7,3%	-1,1%	-1,9%	3,4%	6,5%
Marge nette	-15,1%	-21,9%	-13,2%	-11,0%	-0,3%	5,6%
Capex/CA	-2,0%	-5,6%	-7,2%	-7,3%	-5,6%	-4,5%
BFR/CA	-8,1%	-20,2%	-16,5%	-16,5%	-16,5%	-16,5%
ROCE	-7,5%	-38,4%	-8,5%	-19,2%	128,1%	472,0%
ROCE hors GW	-37,8%	127,2%	101,1%	-40,3%	136,7%	523,4%
ROE	-39,9%	-143,9%	-148,3%	553,6%	14,5%	134,5%
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%
<b>Ratios d'endettement</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017e</b>	<b>2018e</b>	<b>2019e</b>
Gearing (%)	-11%	-16%	-5%	-439%	-201%	-78%
Dettes nette/EBE	1,5	0,5	-0,1	7,5	0,6	-0,4
EBE/charges financières	-9,1	29,4	1,9	1,4	8,9	16,1
<b>Valorisation</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017e</b>	<b>2018e</b>	<b>2019e</b>
Nombre d'actions (en millions)	8,0	10,0	10,0	10,0	10,0	10,0
Nombre d'actions moyen (en millions)	7,2	9,0	10,0	10,0	10,0	10,0
Cours (moyenne annuelle en euros)	2,18	1,53	1,02	1,69	1,45	1,45
(1) Capitalisation boursière moyenne	15,8	13,8	10,2	17,0	14,6	14,6
(2) Dette nette (+)/ trésorerie nette (-)	-0,6	-0,4	-0,1	1,6	0,8	-0,9
(3) Valeur des minoritaires	0,0	0,0	0,0	0,0	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)	15,2	13,4	10,1	16,2	17,1	17,6
PER	ns	ns	ns	ns	ns	9,0
VE/ EBE	0,0	ns	20,8	25,1	14,5	10,0
VE/ROC	ns	ns	ns	58,4	21,2	12,6
VE/CA	1,1	0,9	0,6	0,8	0,7	0,6
P/B	3,0	5,8	6,6	ns	ns	12,1
<b>Données par action €)</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017e</b>	<b>2018e</b>	<b>2019e</b>
Bnpa	-0,26	-0,34	-0,23	-0,20	-0,01	0,16
Book value/action	0,6	0,2	0,2	0,0	0,0	0,1
Dividende /action	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.

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 des recommandations sur les 12 derniers mois :**

Achat: Depuis le 02/02/2018

Accumuler: (-)

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

\* Animation boursière comprenant un suivi régulier en terme d'analyse financière avec ou non liquidité

**Disclaimer**

La présente étude est diffusée à titre purement informatif et ne constitue en aucune façon un document de sollicitation en vue de l'achat ou de la vente des instruments financiers émis par la société objet de l'étude.

Cette étude a été réalisée par et contient l'opinion qu'EuroLand Corporate s'est forgée sur le fondement d'information provenant de sources présumées fiables par EuroLand Corporate, sans toutefois que cette dernière garantisse de quelque façon que ce soit l'exactitude, la pertinence ou l'exhaustivité de ces informations et sans que sa responsabilité, ni celle de ses dirigeants et collaborateurs, puisse être engagée en aucune manière à ce titre. Il est important de noter qu'EuroLand Corporate conduit ses analyses en toute indépendance, guidée par le souci d'identifier les atouts, les faiblesses et le degré de risque propre à chacune des sociétés étudiées. Toutes les opinions, projections et/ou estimations éventuellement contenues dans cette étude reflètent le jugement d'EuroLand Corporate à la date à laquelle elle est publiée, et peuvent faire l'objet de modifications par la suite sans préavis, ni notification.

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 objet de la présente étude, 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 mentionnée dans la présente étude, 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. Les performances passées et données historiques ne constituent en aucun cas une garantie du futur. Du fait de la présente publication, ni EuroLand Corporate, ni aucun de ses dirigeants ou collaborateurs ne peuvent être tenus responsables d'une quelconque décision d'investissement.

Aucune partie de la présente étude ne peut être reproduite ou diffusée 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, seules les personnes considérées comme « personnes autorisées ou exemptées » selon le « Financial Services Act 1986 » du Royaume-Uni, ou tout règlement passé en vertu de celui-ci ou les personnes telles que décrites dans la section 11 (3) du « Financial Services Act 1986 (Investment Advertisement) (Exemption) order 1997 » peuvent avoir accès à ce document. Celui-ci ne saurait être distribué ou communiqué, directement ou indirectement, à tout autre type de personne. Toute personne qui viendrait à être en possession de cette publication doit s'informer et respecter de telles restrictions. De même, cette publication ne peut être diffusée aux Etats-Unis ni à ses ressortissants. Les valeurs mobilières faisant l'objet de cette publication n'ont pas été enregistrées auprès de la Securities and Exchange Commission et envoyer ces études à un résident des États-Unis est interdit.

Il est possible que EuroLand Corporate ait conclu avec l'émetteur sur lequel porte l'analyse financière un contrat en vue de rédiger et diffuser une (ou plusieurs) publication(s), laquelle (lesquelles) a (ont) été relue(s) par celui-ci. Toutefois, le cas échéant, ces publications ont été réalisées par EuroLand Corporate de façon indépendante, conformément à la déontologie et aux règles de la profession.

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