

Capitalisation (en M€)	8,2	Ticker	ALWIT-FR	Editeur de logiciels
Objectif de cours	3,62 €	Nb de titres (en millions)	4,12	Flash valeur
Cours au 29/04/2025	2,00 €	Volume moyen 12m (titres)	4 592	02/05/2025
Potentiel	81%	Extrêmes 12m (€)	1,75 €    3,80 €	

## Réduction des pertes en 2024

### A retenir

- Le chiffre d'affaires retraité 2024 ressort en baisse de -4% à 22,1 M€
- L'EBITDA 2024 est en hausse de +13,1% à 3,2 M€, traduisant une marge d'EBITDA de 14,6%
- Le résultat net 2024 s'établit à -1,1 M€, en légère amélioration par rapport à l'année précédente (-1,5 M€)

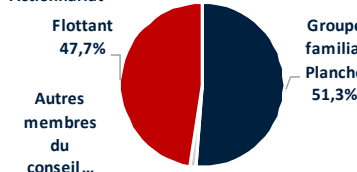
#### Données financières (en M€)

au 31/12	2023	2024e	2025e	2026e
CA	23,0	22,1	24,4	26,5
var %	-4,5%	-4,0%	10,6%	8,5%
EBE	2,9	3,2	4,0	6,8
% CA	12,4%	14,6%	16,2%	25,6%
ROC	-0,7	-2,0	0,0	2,3
% CA	-2,9%	-9,0%	-0,2%	8,6%
RN	-1,5	-1,1	-0,5	1,3
% CA	-6,6%	-5,0%	-1,9%	4,9%
Bnpa (€)	-0,37	-0,27	-0,11	0,31
ROCE (%)	-2,6%	-8,3%	-0,2%	9,3%
ROE (%)	-22,9%	-19,4%	-8,5%	19,5%
Gearing (%)	67,4%	52,2%	79,3%	46,6%
Dette nette	4,5	3,0	4,2	3,1
Dividende n (€)	0,0	0,0	0,0	0,0
Yield (%)	0,0%			

#### Multiples de valorisation

	2023	2024e	2025e	2026e
VE/CA (x)	1,4	0,7	0,5	0,4
VE/EBE (x)	11,3	5,1	3,1	1,7
VE/ROC (x)	ns	ns	ns	4,9
PE (x)	ns	ns	ns	6,4

#### Actionnariat



#### Performances boursières

Performances (%)	Ytd	1m	3m	12m
Perf. Absolue	-24,2%	-3,9%	-4,8%	-48,2%



#### Publication des résultats annuels 2024

Witbe a publié hier soir ses résultats pour le compte de l'exercice 2024. Comme évoqué dans notre précédent flash du 28/01/2025, le chiffre d'affaires de la société a diminué de -4% à 22,1 M€. Le recul des ventes a eu lieu dans un contexte macroéconomique exigeant, avec des vents contraires significatifs pesant sur l'activité. Ces derniers se sont matérialisés par : 1/ des politiques de réduction des coûts et des vagues de licenciements chez les broadcasters et les acteurs de la Tech, 2/ des mouvements de consolidation dans l'industrie du streaming (à l'image de l'abandon du projet de plateforme de streaming sportif Venu Sports), et 3/ un contexte électoral et politique incertain aux États-Unis. Malgré ces difficultés, l'EBITDA de Witbe est ressorti en hausse de +13,1% YoY à 3,3 M€ (traduisant une marge d'EBITDA de 14,6% vs 12,6% en 2023). Cette amélioration est attribuable à des économies de coûts réalisées par le management. Enfin, le résultat net est ressorti au-dessus de nos attentes à -1,1 M€ (vs prévision EuroLand à -1,7 M€). Bien que le RN soit négatif pour une deuxième année consécutive, les pertes du groupe ont été réduites par rapport à 2023 (RN 2023 de -1,5 M€).

#### Commentaire sur l'activité en 2024

En 2024, Witbe a revu son modèle de revenus pour répondre aux contraintes macroéconomiques et à une demande accrue des clients pour des solutions en mode CAPEX, au détriment de son offre Cloud en mode SaaS. Cette transition a entraîné une contraction de -36% des revenus Cloud, ramenant le chiffre d'affaires récurrent à 6,7 M€ (-19%), soit 30% du chiffre d'affaires total (vs 35% en 2023). L'ARR s'établit à 8,7 M€ au 31 décembre 2024.

La performance géographique révèle des tendances différenciées : la zone Amériques progresse modestement de +2%, portée par la croissance des ventes de licences (+8%) et de services logiciels (+37%), pour atteindre 53% du chiffre d'affaires total. À l'inverse, l'EMEA recule de -13%, pénalisée par une moindre activité commerciale. L'Asie, bien que représentant une base plus réduite, enregistre une forte accélération (+35%), confirmant son potentiel de relais de croissance.



### Optimisation des coûts

En 2024, Witbe a démontré une amélioration notable de sa rentabilité opérationnelle malgré un léger recul de l'activité. Le taux de marge brute a progressé à 90,2 % (vs 86,6 % en 2023), porté par un mix produit plus favorable lié au modèle de vente hybride combinant ventes de boîtiers, licences logicielles et abonnements Cloud (Virtual NOC). La marge brute est restée stable à 19,9 M€. Sur le plan des coûts, la société a poursuivi ses efforts d'optimisation initiés en 2023, générant plus de 1,1 M€ d'économies sur l'exercice. Les charges de personnel ont reculé de -3% (-0,4 M€), avec un impact plus marqué au second semestre (-10 %), grâce à une réduction des effectifs engagée sur 18 mois (-20% au total), dont les effets seront pleinement visibles en 2025. L'effectif s'établit à 135 personnes fin 2024 (vs 146 fin 2023). Les charges externes ont également été rationalisées (-11%, soit -0,7 M€), notamment via la renégociation des contrats d'hébergement des robots et une meilleure maîtrise des frais généraux.

Dans ce contexte, la marge d'EBITDA s'est sensiblement améliorée, passant de 12,4% en 2023 à 14,6% en 2024. Malgré la baisse du CA 2024, l'EBITDA a ainsi progressé de +14,6% pour atteindre 3,2 M€ et surpasser largement nos estimations (prévisions EuroLand : EBITDA 2024 de 2,5 M€).

Enfin, et en dépit des efforts réalisés sur le plan des dépenses opérationnelles, le résultat net de la société est resté négatif en 2024. Ce dernier s'est établi à -1,1 M€ contre -1,5 M€ au terme de l'exercice 2023.

### Génération de cash opérationnelle solide

En 2024, Witbe a généré un cash-flow d'exploitation robuste de 4,3 M€, soutenu par une amélioration significative du besoin en fonds de roulement (+2,1 M€), grâce à une gestion rigoureuse des stocks et des dettes fournisseurs. Les investissements, concentrés sur le développement produit, ont reculé à -2,8 M€ contre -3,3 M€ en 2023, traduisant une discipline accrue sur les dépenses d'innovation. Sur le plan financier, la société a engagé un désendettement marqué, avec 2,4 M€ de remboursements, réduisant son endettement brut à 3,7 M€ fin 2024, contre 6,0 M€ un an plus tôt. Ce recul s'explique principalement par la diminution des encours de PGE et de PPR (Obligations Relance). La trésorerie disponible s'élevait à 0,7 M€, en baisse de 1,0 M€ sur l'exercice, conséquence d'une politique de désendettement prioritaire. Au total, la dette nette atteint 3,0 M€ contre 4,5 M€ l'année précédente.

### Perspectives

Witbe entame 2025 avec des perspectives favorables, soutenues par les innovations technologiques déployées en 2024, notamment dans l'automatisation et l'intelligence artificielle (Virtual NOC, DAB). Ces avancées renforcent la valeur ajoutée de l'offre et facilitent les déploiements à grande échelle. Sur le plan commercial, l'adhésion au NCTC aux États-Unis et le partenariat avec TAG Video Systems constituent des leviers clés pour accélérer l'internationalisation et adresser de nouveaux segments clients. La dynamique d'investissement en R&D se poursuit, avec pour objectif de consolider le leadership de Witbe sur le marché du monitoring vidéo automatisé.

De notre côté, nous laissons inchangée notre estimation de CA 2025e à 24,4 M€, traduisant une croissance de +10,6%. Nous pensons aussi que Witbe devrait poursuivre ses efforts d'optimisation de sa structure de coûts en 2025. Après recalibrage de certaines hypothèses, nous pensons que l'EBITDA 2025e devrait progresser de +25% à 4,0 M€ (vs 5,4 M€ auparavant), soit une marge de 16,2%.



### **Recommandation**

Suite à cette publication nous maintenons notre recommandation à Achat sur le titre.  
Nous ajustons toutefois notre objectif de cours à 3,6€/action (vs 4,4€ auparavant) ce qui traduit un potentiel de hausse de plus de +80%.



## Présentation de la société

Créé en 2000, Witbe est un éditeur de logiciels développant une plateforme unique de mesure de la Qualité d'Expérience (QoE). La société accompagne les plus grands opérateurs telecoms, les diffuseurs mondiaux et les grandes entreprises en leur permettant de superviser la qualité de leurs services délivrés (téléphonie, vidéo, web), sur tout type d'appareil (PC, smartphone, box, ...), sur n'importe quel réseau et ainsi d'améliorer la qualité d'expérience de leurs utilisateurs. Bénéficiant d'une implantation dans 12 bureaux dont deux principaux en France et aux USA, Witbe accompagne plus de 300 clients dans 50 pays.

En 2021, la société a lancé la Witbox, un robot de tests capable de vérifier la qualité vidéo et audio de toutes les chaînes d'un opérateur 24h/24 de manière automatique. Combiné au Cloud, la Witbox est plug-and-play et se connecte facilement aux devices des clients. Un véritable game-changer pour la société et pour son développement commercial.

## Argumentaire d'investissement

**Une plateforme reconnue sur le marché.** Les développements menés par le Groupe ces dernières années ont permis de construire une plateforme en phase avec les attentes du marché. Celle-ci est plébiscitée par de nombreux opérateurs et diffuseurs de contenus de renommée mondiale et a notamment été utilisée pour 1/ la supervision en temps réel et sur tous types de devices de du Super Bowl, 2/ le lancement de Disney+ en France par Canal + sur fond de crise sanitaire et 3/ le déploiement de Peacock par NBCU aux Etats-Unis. Ces cas d'usage démontrent la reconnaissance du marché pour la solution de Witbe et constitue un formidable levier marketing pour le Groupe.

**La Witbox, une histoire de forte croissance.** La Witbox est le plus petit robot de tests automatisés conçu par la société. Réduisant drastiquement le temps de déploiement, la Witbox répond aux enjeux du marché américain, nécessitant des offres claires, répondant à des problématiques précises. Véritable prouesse technologique pour le Groupe, cette Witbox est aussi un atout commercial majeur pour le Groupe puisque sa commercialisation permet de générer 1/ des revenus de setup au lancement, 2/ des revenus issus de la maintenance annuelle et 3/ des revenus récurrents issus de l'abonnement aux fonctionnalités de Witbe. Enfin, elle facilite l'upsell du portefeuille client.

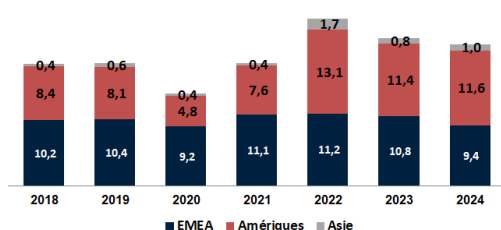
**Une structure adaptée pour absorber la croissance.** Engagée dans le plan ORION visant à rendre plus agile la société, Witbe a largement fait évoluer sa structure en 1/ automatisant ses processus internes et externes, 2/ refondant sa stratégie commerciale, 3/ optimisant ses processus de production et 4/ en lançant de nouveaux produits adaptés au marché (Witbox). Outre les économies réalisées sur la structure opérationnelle de la société, ce plan a permis à Witbe de se mettre en position pour accélérer fortement sa croissance.

## Multiples de valorisation des comparables

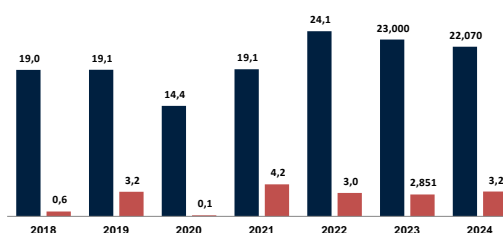
### MULTIPLES DE VALORISATION

Société	Capitalisation	VE / CA			VE / EBITDA			VE / EBIT			P/E		
		2024e	2025e	2026e	2024e	2025e	2026e	2024e	2025e	2026e	2024e	2025e	2026e
Linedata Services SA	366,1	2,4x	2,3x	2,3x	8,0x	8,1x	7,8x	10,9x	11,0x	10,6x	13,0x	13,3x	12,6x
74Software	966,8	2,7x	1,8x	1,7x	14,7x	11,0x	9,7x	20,2x	13,8x	11,6x	24,6x	21,1x	16,0x
StreamWIDE	98,2	4,3x	3,8x	3,6x	7,7x	6,6x	6,0x	15,9x	12,6x	11,3x	21,6x	17,4x	15,5x
Sidetrade SA	341,6	5,9x	5,1x	4,4x	35,3x	32,9x	27,4x	38,6x	36,2x	29,9x	43,2x	39,1x	33,0x
<b>Moyenne</b>		<b>3,8x</b>	<b>3,2x</b>	<b>3,0x</b>	<b>16,4x</b>	<b>14,6x</b>	<b>12,7x</b>	<b>21,4x</b>	<b>18,4x</b>	<b>15,9x</b>	<b>25,6x</b>	<b>22,7x</b>	<b>19,2x</b>
<b>Mediane</b>		<b>3,5x</b>	<b>3,1x</b>	<b>2,9x</b>	<b>11,3x</b>	<b>9,5x</b>	<b>8,8x</b>	<b>18,0x</b>	<b>13,2x</b>	<b>11,4x</b>	<b>23,1x</b>	<b>19,2x</b>	<b>15,7x</b>

## Répartition géographique du CA (en M€)



## Evolution du CA et de l'EBE (en M€)



Compte de résultat (M€)	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Chiffre d'affaires	19,1	14,4	19,1	24,1	23,0	22,1	24,4	26,5
Excédent brut d'exploitation	3,2	0,1	4,2	3,0	2,9	3,2	4,0	6,8
<b>Résultat opérationnel courant</b>	<b>1,0</b>	<b>-1,8</b>	<b>1,8</b>	<b>0,0</b>	<b>-0,7</b>	<b>-2,0</b>	<b>0,0</b>	<b>2,3</b>
Résultat opérationnel	1,0	-1,8	1,8	0,0	-0,7	-0,3	0,0	2,3
Résultat financier	0,1	-0,7	0,2	0,8	-0,7	-0,6	-0,6	-0,6
Impôts	0,0	-0,3	0,1	0,0	-0,1	0,0	0,2	-0,4
Mise en équivalence	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Part des minoritaires	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Résultat net part du groupe</b>	<b>0,7</b>	<b>-2,8</b>	<b>2,1</b>	<b>0,8</b>	<b>-1,5</b>	<b>-1,1</b>	<b>-0,5</b>	<b>1,3</b>
Bilan (M€)	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Actifs non courants	7,1	7,6	9,0	10,2	9,9	9,6	9,1	8,4
<i>dont goodwill</i>	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
BFR	7,0	5,4	7,1	7,2	9,7	8,2	9,1	10,0
<b>Disponibilités + VMP</b>	<b>0,2</b>	<b>2,6</b>	<b>2,7</b>	<b>2,8</b>	<b>1,5</b>	<b>0,7</b>	<b>-0,5</b>	<b>0,6</b>
Capitaux propres	5,7	3,5	6,0	7,3	6,7	5,8	5,3	6,6
Emprunts et dettes financières	1,9	4,9	4,3	3,3	6,0	3,7	3,7	3,7
<b>Total Bilan</b>	<b>21,6</b>	<b>20,5</b>	<b>26,4</b>	<b>22,8</b>	<b>22,3</b>	<b>21,4</b>	<b>21,2</b>	<b>22,7</b>
Tableau de flux (M€)	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Marge Brute d'autofinancement	1,5	-2,2	3,2	2,3	0,5	1,3	2,1	4,3
Variation de BFR	0,5	2,8	-0,1	1,8	-2,5	1,5	-1,0	-0,9
<b>Flux net de trésorerie généré par l'activité</b>	<b>3,6</b>	<b>2,2</b>	<b>4,6</b>	<b>5,3</b>	<b>-0,7</b>	<b>4,3</b>	<b>2,6</b>	<b>4,9</b>
Investissements opérationnels nets	-2,7	-2,7	-4,0	-4,1	-3,3	-3,2	-3,5	-3,8
Investissements financiers nets	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Flux nets de trésorerie liés aux investissements</b>	<b>-2,7</b>	<b>-2,7</b>	<b>-4,0</b>	<b>-4,1</b>	<b>-3,3</b>	<b>-2,8</b>	<b>-3,5</b>	<b>-3,8</b>
Augmentation de capital	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Variation emprunts	-2,2	3,5	-0,6	-1,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Dividendes versés	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Autres	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Flux nets de trésorerie liés au financement</b>	<b>-2,2</b>	<b>3,5</b>	<b>-0,7</b>	<b>-1,1</b>	<b>2,5</b>	<b>-2,4</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>
Variation de l'endettement financier net	-1,3	3,0	0,0	0,1	-1,5	-0,9	-0,9	1,1
Ratios (%)	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
<b>Variation chiffre d'affaires</b>	<b>0,1%</b>	<b>-24,6%</b>	<b>33,0%</b>	<b>25,9%</b>	<b>-4,5%</b>	<b>-4,0%</b>	<b>10,6%</b>	<b>8,5%</b>
Marge EBE	17%	1%	22%	13%	12%	15%	16%	26%
<b>Marge opérationnelle courante</b>	<b>5%</b>	<b>-13%</b>	<b>9%</b>	<b>0%</b>	<b>-3%</b>	<b>-9%</b>	<b>0%</b>	<b>9%</b>
Marge opérationnelle	5%	-13%	9%	0%	-3%	-1%	0%	9%
Marge nette	3%	-20%	11%	3%	-7%	-5%	-2%	5%
Investissements opérationnels nets/CA	14%	19%	21%	17%	14%	14%	14%	14%
BFR/CA	37%	38%	37%	30%	42%	37%	37%	38%
ROCE	5%	-9%	8%	0%	-3%	-8%	0%	9%
ROCE hors GW	5%	-9%	8%	0%	-3%	-8%	0%	9%
ROE	12%	-80%	35%	10%	-23%	-19%	-9%	20%
Payout	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Dividend yield	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	100%
Ratios d'endettement	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
<b>Gearing (%)</b>	<b>31%</b>	<b>65%</b>	<b>27%</b>	<b>7%</b>	<b>67%</b>	<b>52%</b>	<b>79%</b>	<b>47%</b>
Dettes nette/EBE	0,6	16,6	0,4	0,2	1,6	0,9	1,1	0,5
Valorisation	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Nombre d'actions (en millions)	4,1	4,1	4,1	4,1	4,1	4,1	4,1	4,1
Nombre d'actions moyen (en millions)	4,1	4,1	4,1	4,1	4,1	4,1	4,1	4,1
Cours (dernier)	2,9	4,8	7,5	7,5	7,5	7,5	7,5	7,5
(1) Capitalisation boursière moyenne	11,8	19,4	30,6	30,6	30,6	30,6	30,6	30,6
(2) Dette nette (+)/ trésorerie nette (-)	1,8	2,3	1,6	0,5	4,5	3,0	4,2	3,1
(3) Valeur des minoritaires	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	1,0
(4) Valeur des actifs financiers	0,0	0,0	0	0	0	0	0	0
Valeur d'entreprise = (1)+(2)+(3)-(4)	13,6	21,7	32,5	31,5	35,6	34,1	35,3	35,1
<b>PER</b>	<b>17,8</b>	<b>-6,9</b>	<b>14,5</b>	<b>39,5</b>	<b>-18,3</b>	<b>-12,0</b>	<b>-18,2</b>	<b>6,4</b>
VE / EBE	4,3	157,9	7,8	9,9	11,3	5,1	3,1	1,7
<b>VE / ROC</b>	<b>13,7</b>	<b>ns</b>	<b>17,9</b>	<b>ns</b>	<b>ns</b>	<b>ns</b>	<b>ns</b>	<b>4,9</b>
VE / CA	0,7	1,5	1,7	1,3	1,4	0,7	0,5	0,4
P/B	2,1	5,5	5,1	4,1	4,2	2,3	1,6	1,3
Données par action (€)	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
<b>Bnpa</b>	<b>0,16</b>	<b>-0,67</b>	<b>0,50</b>	<b>0,18</b>	<b>-0,37</b>	<b>-0,27</b>	<b>-0,11</b>	<b>0,31</b>
Book value/action	1,4	0,9	1,5	1,8	1,6	1,4	1,3	1,6
Dividende /action	0,00	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 : Du 23/04/2023

Accumuler : (-)

Neutre : (-)

Alléger : (-)

Vente : (-)

Sous revue : (-)

**Méthodes d'évaluation :**

**Ce document peut évoquer des méthodes d'évaluation dont les définitions résumées sont les suivantes :**

**1/ Méthode des comparaisons boursières** : les multiples de valorisation de la société évaluée sont comparés à ceux d'un échantillon de sociétés du même secteur d'activité, ou d'un profil financier similaire. La moyenne de l'échantillon établit une référence de valorisation, à laquelle l'analyste ajoute le cas échéant des décotes ou des primes résultant de sa perception des caractéristiques spécifiques de la société évaluée (statut juridique, perspectives de croissance, niveau de rentabilité...).

**2/ Méthode de l'ANR** : l'Actif Net Réévalué est une évaluation de la valeur de marché des actifs au bilan d'une société par la méthode qui apparaît la plus pertinente à l'analyste.

**3/ Méthode de la somme des parties** : la somme des parties consiste à valoriser séparément les activités d'une société sur la base de méthodes appropriées à chacune de ces activités puis à les additionner.

**4/ Méthode des DCF** : la méthode des cash-flows actualisés consiste à déterminer la valeur actuelle des liquidités qu'une société dégagera dans le futur. Les projections de cash flows sont établies par l'analyste en fonction de ses hypothèses et de sa modélisation. Le taux d'actualisation utilisé est le coût moyen pondéré du capital, qui représente le coût de la dette de l'entreprise et le coût théorique des capitaux propres estimés par l'analyste, pondérés par le poids de chacune de ces deux composantes dans le financement de la société.

**5/ Méthode des multiples de transactions** : la méthode consiste à appliquer à la société évaluée les multiples observés dans des transactions déjà réalisées sur des sociétés comparables.

**6/ Méthode de l'actualisation des dividendes** : la méthode consiste à établir la valeur actualisée des dividendes qui seront perçus par l'actionnaire d'une société, à partir d'une projection des dividendes réalisée par l'analyste et d'un taux d'actualisation jugé pertinent (généralement le coût théorique des fonds propres).

**7/ Méthode de l'EVA** : la méthode "Economic Value Added" consiste à déterminer le surcroît annuel de rentabilité dégagé par une société sur ses actifs par rapport à son coût du capital (écart également appelé "création de valeur"). Ce surcroît de rentabilité est ensuite actualisé pour les années à venir avec un taux correspondant au coût moyen pondéré du capital, et le résultat obtenu est ajouté à l'actif net comptable

**DETECTION DE CONFLITS D'INTERETS POTENTIELS**

Corporate Finance	Intérêt personnel de l'analyste	Détention d'actifs de l'émetteur	Communication préalable à l'émetteur	Contrat de liquidité	Contrat Eurovalue <sup>®</sup>
Non	Non	Non	Oui	Non	Oui



## “Disclaimer / Avertissement”

La présente étude a été préparée par EuroLand Corporate indépendamment de Witbe (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

