

Achat

Objectif de cours	9,80 €
Cours au 21/09/2022	6,67 €
Potentiel	46,9%

Données valeur

ALAGA.PA / ALGA:EN	
Euronext Paris	
Capitalisation (M€)	370,1
Nb de titres (en millions)	55,5
Volume moyen 12 mois (titres)	100 139
Extrêmes 12 mois	4,21€ 7,85€

Performances boursières

Performances (%)	Ytd	1m	3m	12m
Perf. Absolue	-11,9%	-4,8%	10,0%	50,6%
Perf CAC Small	-21,1%	-9,3%	-3,4%	-18,3%

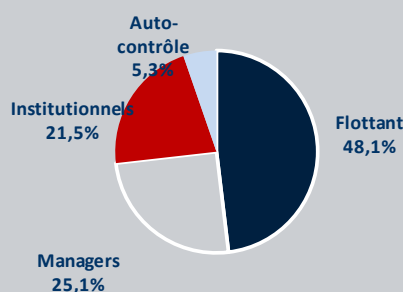
Données financières (en M€)

au 31/12	2021	2022e	2023e	2024e
CA	469,8	493,0	518,8	549,6
var %	10,6%	4,9%	5,2%	5,9%
EBE	66,8	67,5	72,1	77,8
% CA	14,2%	13,7%	13,9%	14,2%
ROC	62,8	60,9	65,2	70,5
% CA	13,4%	12,4%	12,6%	12,8%
RN	38,7	38,7	44,2	48,2
% CA	8,2%	7,9%	8,5%	8,8%
Bnpa (€)	0,71	0,70	0,80	0,87
ROCE (%)	33,4%	31,4%	30,6%	30,9%
ROE (%)	25,9%	20,4%	18,7%	16,9%
Gearing (%)	19,1%	11,1%	3,3%	-4,2%
Dette nette	28,6	21,0	7,7	-12,1
Dividende n (€)	0,0	0,0	0,0	0,0
Yield (%)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Multiples de valorisation

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

Actionnariat



Un semestre cohérent

Publication des résultats semestriels 2022

Reworld Media publie des résultats plutôt solides au titre de son premier semestre 2022, avec un chiffre d'affaires en croissance de +6,3%, à 241,5 M€, et un EBITDA (retraité des charges liées aux plans d'AGA) en croissance de +5,1%, à 31,2 M€, soit une marge de 12,9% (-10bps). Le RNpg est stable en valeur absolue, à 17,1 M€. Les deux segments du groupe connaissent des tendances de croissance et de rentabilité presque opposées: si dans un environnement hautement inflationniste, le BtoC affiche un retrait maîtrisé, le pôle BtoB enregistre quant à lui une remarquable performance commerciale et opérationnelle.

Régime de rigueur sur le BtoC

Malgré la poursuite de la diversification de l'offre (nouvelles formules, nouvelle verticale, mais aussi nouveau produit avec l'assurance), le chiffre d'affaires du segment BtoC enregistre un retrait de -2%, à 124,1 M€. Ce recul s'explique principalement par 1/ une baisse structurelle des volumes, 2/ baisse accélérée sciemment étant donné l'explosion du prix du papier, et 3/ une augmentation des prix contenue afin de limiter l'érosion du nombre d'abonnements (-200k abonnés sur une base de 1,2 M, avec un panier moyen par abonnement en hausse de +10%). Sur la rentabilité, la casse, étant donné l'inflation inédite d'une partie des coûts variables du groupe (papier +47%, énergie +25%, etc.), est relativement limitée grâce à une gestion très rigoureuse: l'EBE BtoC s'établit à 13,3 M€, soit une marge de 10,7% (-200bps).

Excellente dynamique du BtoB

Le BtoB, quant à lui, poursuit son impressionnante marche en avant (117,3 M€, +16,5%). Commercialement, Reworld surperforme de nouveaux points son marché et son audience continue de croître (+7% de VU mensuels). Opérationnellement, les coûts fixes sont de plus en plus écrasés et le modèle améliore encore son profil de rentabilité (EBITDA de 17,9 M€ pour une marge de 15,2%, +180bps). Nous estimons qu'hors Tradedoubler, le segment a même généré sur le semestre une marge d'EBITDA supérieure à 30%. Le BtoB représente désormais 48% du CA du mix, mais 57% de l'EBITDA. Une première.

FCF largement positif, bilan sain

Malgré une stabilité de la marge et une forte hausse du BFR, liée à la réduction du poste fournisseurs (Reworld a du payer cash ses approvisionnements en papier sur le semestre plutôt qu'à une quarantaine de jours en situation normale), le FCF de la société reste positif, à 6,8 M€. Côté bilan, la situation est toujours extrêmement saine. La société dispose de 113,6 M€ de trésorerie brute, pour une dette nette de 27,9 M€, soit moins de 0,4x l'EBITDA et un gearing de 17%.

Perspectives

Si les perspectives du groupe à moyen et long terme restent excellentes, et les leviers de monétisation aussi bien identifiés que conséquents (pricing power, content to commerce, podcasts, M&A, finalisation du deal avec Unify...), la croissance du S2 devrait être globalement en ligne avec celle du S1. Nous ajustons notre prévision de CA 2022e à 493 M€ (vs 495 M€) et d'EBITDA (comptable) 2022e à 67,5 M€, pour une marge de 13,7% (vs 13,9% précédemment), avec une marge BtoC de 11,3% et une marge BtoB de 16,2%. Nous restons évidemment confiants dans le potentiel et la dynamique du groupe, et saluons le travail entrepris pour atténuer les impacts à court-terme d'un environnement inédit.

Recommandation

Après la mise à jour de notre modèle de valorisation, notre objectif de cours ressort toujours à 9,80 € et notre recommandation reste à Achat.



Analyste
Pierre LAURENT
01 44 70 20 78
plaurant@elcorp.com



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

Présentation de la société

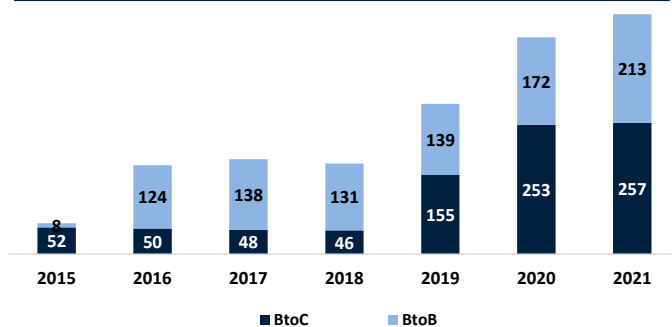
Fondé en 2012, Reworld Media est le leader de la presse payante thématique en France et l'un des principaux groupes media digitaux de l'hexagone. D'un éditeur de presse papier, les fondateurs de Reworld ont su progressivement transformer la société en un groupe agile, digital et qui offre aujourd'hui une pleine complémentarité entre ses deux métiers, le BtoC (offre physique et digitale de contenus à travers plus de 60 marques propriétaires) et le BtoB (solutions de communication, principalement digitale, des entreprises).

Fort de 495 M€ de CA en 2021, largement rentable, la société s'est principalement construite par croissance externe et est devenue experte dans le redressement et l'intégration de ses acquisitions. Les relais de croissance du marché sont bien identifiés et Reworld, qui vise un milliard de CA à terme, a amplement les moyens de les capter.

Evolution du cours (base 100)



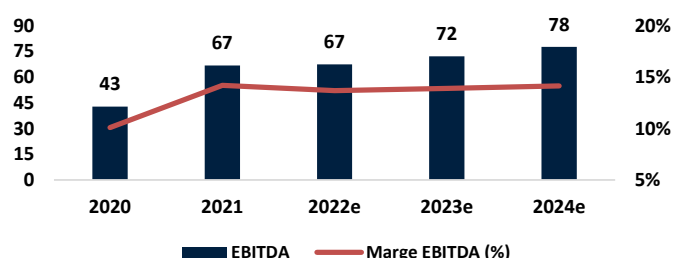
Evolution du CA (en M€)



Argumentaire d'investissement

- Un modèle dans l'air du temps.** Reworld a su capitaliser sur son héritage historique (la presse papier) pour transformer le groupe et en faire un acteur agile, présent sur tous les canaux. Avec plus de 30m de visiteurs uniques par mois, c'est près de 6 français sur 10 qui sont touchés par les marques détenues par Reworld, que ce soit à travers les magazines ou ses marques 100% digitales. Les passerelles entre le BtoC et le BtoB sont nombreuses, et Reworld sait parfaitement en extraire leur valeur en monétisant son audience.
- Un acquéreur en série.** Dirigée d'une main de fer, Reworld s'est faite la spécialiste de la reprise d'actifs à la casse et de leur redressement. Que ce soit avec Mandadori, plus récemment dans le jeu vidéo avec Melygroup ou encore sur le segment féminin (groupe psychologies), Reworld est très actif sur sa politique de build-up. Annoncé au Q2 2022, la reprise d'Unify (aufeminin, marmiton, Doctissimo) marque une nouvelle étape dans le développement de Reworld et devrait faire rentrer la société dans une nouvelle dimension.
- Des relais de croissance clairs.** Si le segment BtoC devrait connaître quelques turbulences du fait du déclin structurel de la presse papier, le groupe dispose tout de même de catalyseurs forts (pricing power conséquent, développement de nouveaux formats digitaux). Sur le BtoB, les relais sont multiples (content commerce, social media, live shopping, évènementiel). A plus long terme, l'expansion à l'international devrait également largement bénéficier au groupe.
- Une valorisation largement injustifiée.** A 0,7x l'EV/sales 2022e et 5,9x l'EV/EBIT 2022e, la valeur se traite avec une décote supérieure à 50% par rapport à ses pairs. Injustifiée d'après nous, au regard du potentiel de croissance, de l'histoire du groupe et de la rentabilité du modèle.

Evolution de l'EBITDA (en M€)



Multiples de valorisation des comparables

Société	Capitalisation	EV/sales			EV/EBITDA			EV/EBIT			P/E		
		2022e	2023e	2024e	2022e	2023e	2024e	2022e	2023e	2024e	2022e	2023e	2024e
Arnoldo Mondadori Editore S.p.A.	436,1	0,7x	0,6x	0,6x	4,8x	4,4x	4,2x	7,8x	6,9x	6,5x	8,7x	7,9x	7,6x
Bilendi SA	114,6	1,8x	1,7x	1,5x	8,8x	7,5x	6,6x	14,2x	11,6x	10,0x	19,4x	15,8x	13,6x
Future plc	1 885,3	2,5x	2,4x	2,3x	7,0x	6,6x	6,2x	7,7x	7,1x	6,7x	8,4x	8,0x	7,5x
ISPD Network	61,4	0,4x	0,4x	0,4x	4,0x	3,3x	3,0x	6,4x	4,5x	3,9x	12,3x	8,4x	7,1x
Qwamplify SA	34,2	0,9x	0,8x	0,8x	7,1x	4,9x	4,3x	7,6x	5,0x	4,4x	13,2x	8,8x	7,7x
RCS MediaGroup S.p.A.	354,3	0,6x	0,6x	0,6x	3,8x	3,3x	3,1x	6,0x	4,6x	4,3x	7,4x	5,9x	5,4x
Schibsted Asa Class A	3 466,1	2,8x	2,7x	2,6x	17,2x	15,1x	13,3x	31,1x	22,4x	17,8x	28,3x	24,5x	17,5x
Moyenne	907,4	1,4x	1,3x	1,2x	7,5x	6,4x	5,8x	11,5x	8,9x	7,7x	14,0x	11,3x	9,5x
Médiane	354,3	0,9x	0,8x	0,8x	7,0x	4,9x	4,3x	7,7x	6,9x	6,5x	12,3x	8,4x	7,6x

Analyste

Pierre LAURENT

01 44 70 20 78

plaurant@elcorp.com



Compte de résultat (M€)	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Chiffre d'affaires	294,4	424,7	469,8	493,0	518,8	549,6
Excédent brut d'exploitation	31,6	42,9	66,8	67,5	72,1	77,8
Résultat opérationnel courant	25,5	38,9	62,8	60,9	65,2	70,5
Résultat opérationnel	25,5	37,4	59,0	60,9	65,2	70,5
Résultat financier	-3,9	-6,8	-4,5	-5,0	-4,0	-4,0
Impôts	-2,6	-4,3	11,1	13,5	15,3	16,6
Mise en équivalence	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Part des minoritaires	-0,7	-0,3	3,4	1,7	1,7	1,7
Résultat net part du groupe	25,4	12,7	38,7	38,7	44,2	48,2
Bilan (M€)	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Actifs non courants	219,2	222,9	243,1	260,3	277,7	300,4
<i>dont goodwill</i>	34,8	37,1	45,3	45,2	45,2	45,2
BFR	-65,9	-67,7	-52,4	-36,8	-20,6	-13,1
Disponibilités + VMP	54,0	104,1	122,9	130,5	143,8	163,5
Capitaux propres	96,5	113,0	149,4	189,8	235,7	285,6
Emprunts et dettes financières	96,0	128,4	151,5	151,5	151,5	151,5
Total Bilan	409,9	467,5	510,0	541,6	586,0	637,9
Tableau de flux (M€)	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Marge Brute d'autofinancement	5,0	19,5	44,8	47,0	52,8	57,2
Variation de BFR	6,5	-9,3	9,5	15,7	16,2	7,5
Flux net de trésorerie généré par l'activité	-1,5	28,8	35,3	31,3	36,6	49,8
Investissements opérationnels nets	-3,8	-9,6	-6,8	-8,9	-9,3	-15,0
Investissements financiers nets	-1,9	0,0	-15,9	-15,0	-15,0	-15,0
Flux nets de trésorerie liés aux investissem	-58,1	-9,6	-26,2	-23,9	-24,3	-30,0
Augmentation de capital	30,8	-9,6	-5,2	0,0	0,0	0,0
Variation emprunts	68,4	28,9	19,1	0,0	0,0	0,0
Dividendes versés	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Flux de trésorerie liés au financement	96,8	31,8	10,0	0,0	0,0	0,0
Variation de l'endettement financier net	37,1	50,5	18,8	7,5	12,3	19,8
Ratios (%)	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Variation chiffre d'affaires	65,8%	44,3%	10,6%	4,9%	5,2%	5,9%
Marge EBE	10,8%	10,1%	14,2%	13,7%	13,9%	14,2%
Marge opérationnelle courante	8,7%	9,2%	13,4%	12,4%	12,6%	12,8%
Marge opérationnelle	8,7%	8,8%	12,6%	12,4%	12,6%	12,8%
Marge nette	8,6%	3,0%	8,2%	7,9%	8,5%	8,8%
Capex (% CA)	-1,3%	-2,2%	-1,4%	-1,8%	-1,8%	-2,7%
BFR (% CA)	-22,4%	-15,9%	-11,2%	-7,5%	-4,0%	-2,4%
ROCE	16,9%	24,5%	33,4%	31,4%	30,6%	30,9%
ROCE hors GW	22,2%	32,5%	45,0%	40,4%	38,5%	38,2%
ROE	26,3%	11,2%	25,9%	20,4%	18,7%	16,9%
Payout	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Dividend yield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Ratios d'endettement	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Gearing (%)	43,5%	21,5%	19,1%	11,1%	3,3%	-4,2%
Dettes nettes/EBE	1,3	0,6	0,4	0,3	0,1	-0,2
EBE/charges financières	8,1	6,3	14,9	13,5	18,0	19,5
Valorisation	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Nombre d'actions (en millions)	49,7	52,6	54,3	55,5	55,5	55,5
Nombre d'actions moyen (en millions)	43,6	51,1	53,4	55,5	55,5	55,5
Cours (moyenne annuelle en euros)	2,6	2,4	5,0	6,7	6,7	6,7
(1) Capitalisation boursière moyenne	113,3	124,2	269,3	370,1	370,1	370,1
(2) Dette nette (+)/ trésorerie nette (-)	42,0	24,3	28,6	21,0	7,7	-12,1
(3) Valeur des minoritaires	0,0	4,0	4,0	4,0	5,0	5,0
(4) Valeur des actifs financiers	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Valeur d'entreprise = (1)+(2)+(3)-(4)	155,3	152,4	301,8	395,1	382,8	363,0
VE/CA	0,5	0,4	0,6	0,8	0,7	0,7
VE/EBE	4,9	3,6	4,5	5,9	5,3	4,7
VE/ROC	6,1	3,9	4,8	6,5	5,9	5,1
P/E	4,5	9,8	7,0	9,6	8,4	7,7
P/B	1,2	1,1	1,8	1,9	1,6	1,3
Données par action (€)	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Bnpa	0,5	0,2	0,7	0,7	0,8	0,9
Book value/action	1,9	2,2	2,8	3,4	4,2	5,1
Dividende /action	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00

Analyste

Pierre LAURENT

01 44 70 20 78

plaurent@elcorp.com



Système de recommandations :

Les recommandations d'EuroLand Corporate portent sur les douze prochains mois et sont définies comme suit :

Achat : Potentiel de hausse du titre supérieur à 15% en absolu par rapport au cours actuel, assorti d'une qualité des fondamentaux.

Accumuler : Potentiel de hausse du titre compris entre 0% et 15% en absolu par rapport au cours actuel.

Neutre : Potentiel du titre compris entre -5% et +5% en absolu par rapport au cours actuel.

Alléger : Potentiel de baisse du titre compris entre 0% et 15% en absolu par rapport au cours actuel.

Vente : Potentiel de baisse du titre supérieur à 15% en absolu par rapport au cours actuel, valorisation excessive.

Sous revue : La recommandation est sous revue en raison d'une opération capitalistique (OPA / OPE / Augmentation de capital...), d'un changement d'analyste ou d'une situation de conflit d'intérêt temporaire entre EuroLand Corporate et l'émetteur.

Historique de recommandations:

Achat: Depuis le 06/07/2020

Accumuler: (-)

Neutre: (-)

Alléger: (-)

Vente: (-)

Sous revue: (-)

Méthodes d'évaluation :

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

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

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

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

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

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

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

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

DETECTION DE CONFLITS D'INTERETS POTENTIELS

Corporate Finance	Intérêt personnel de l'analyste	Détention d'actifs de l'émetteur	Communication préalable à l'émetteur	Contrat de liquidité	Contrat Eurovalue*
Non	Non	Non	Non	Non	Oui

« Disclaimer / Avertissement »

La présente étude a été préparée par EuroLand Corporate indépendamment de Reworld Media (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."