

Achat

Objectif de cours 8,50 € (vs 9,00 €)
Cours au 15/11/2023 3,74 €
Potentiel 127,3%

Données valeur

ALAGA.PA / ALGA:EN
Euronext Paris
Capitalisation (M€) 2114
Nb de titres (en millions) 56,5
Volume moyen 12m (titres) 59 022
Extrêmes 12 mois 3,00 € 6,48 €

Performances boursières

| Performances (%) | Ytd | 1m | 3m | 12m |
|------------------|--------|-------|--------|--------|
| Perf. Absolue | -35,5% | 17,8% | -0,8% | -32,4% |
| Perf CAC Small | -9,3% | 5,8% | -10,2% | -10,0% |

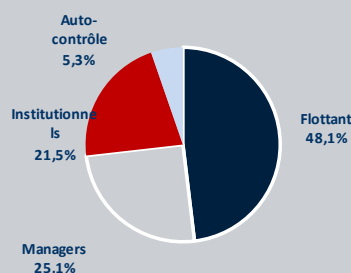
Données financières (en M€)

| au 31/12 | 2022 | 2023e | 2024e | 2025e |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|
| CA | 505,8 | 550,5 | 565,6 | 581,6 |
| var % | 7,7% | 8,8% | 2,8% | 2,8% |
| EBE - hors AGA | 67,4 | 61,2 | 67,8 | 76,0 |
| % CA | 13,3% | 11,1% | 12,0% | 13,1% |
| REX | 61,9 | 53,8 | 62,1 | 70,2 |
| % CA | 12,2% | 9,8% | 11,0% | 12,1% |
| RNpg | 43,0 | 34,0 | 39,7 | 46,7 |
| % CA | 8,5% | 6,2% | 7,0% | 8,0% |
| Bnpa (€) | 0,76 | 0,60 | 0,70 | 0,83 |
| ROCE (%) | 14,8% | 11,8% | 12,7% | 13,2% |
| ROE (%) | 22,6% | 15,1% | 14,8% | 14,8% |
| Gearing (%) | 51,5% | 40,4% | 28,5% | 18,6% |
| Dette nette | 98,2 | 91,4 | 76,1 | 58,6 |
| Dividende n (€) | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Yield (%) | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% |

Multiples de valorisation

| | 2022 | 2023e | 2024e | 2025e |
|------------|------|-------|-------|-------|
| VE/CA (x) | 0,9 | 0,6 | 0,6 | 0,5 |
| VE/EBE (x) | 6,9 | 5,4 | 4,7 | 4,0 |
| VE/ROC (x) | 7,6 | 6,2 | 5,1 | 4,3 |
| P/E (x) | 7,9 | 6,2 | 5,3 | 4,5 |

Actionnariat



Le BtoB soutient la croissance

Publication du chiffre d'affaires du troisième trimestre 2023

Reworld Media publie un chiffre d'affaires trimestriel de 129,2 M€, en hausse de +9,0% (-1,0% en organique) dans le cadre de son T3 2023. Sur les 9 premiers mois de l'exercice, le CA du groupe ressort à 395,6 M€, soit une progression de +9,9% (-0,7% en organique). Dans l'ensemble, le groupe continue de faire preuve de résilience dans un marché de la communication en ralentissement.

Le segment BtoC continue de faire face à la rationalisation des volumes

Les revenus du pôle BtoC ont une nouvelle fois reculé au cours du T3. Le CA généré par l'activité atteint 59,6 M€, soit une baisse de -5,5% (dont -8,5% en organique). Le constat est identique sur les 9 premiers mois de 2023: un chiffre d'affaires de 182,3 M€ en déclin de -2,4% (dont -5,8% en organique). Les acquisitions réalisées en 2023 ont donc soutenu le segment BtoC à hauteur de 1,9 M€, notamment avec l'apport des magazines Grazia. Les coûts du papier et de l'énergie étant toujours à des niveaux élevés, Reworld poursuit sa politique de rationalisation des volumes et a notamment diminué son nombre de parutions en comparaison du T3 2022.

Le segment BtoB assure le dynamisme de la top line

En croissance de +25,5% (dont +7,4% en organique), le pôle B2B a généré 69,6 M€ de revenus au troisième trimestre. Si l'on considère les 9 premiers mois de l'exercice, le CA généré par le BtoB a atteint 213,3 M€ (+23,4% dont +4,7% en organique). La croissance externe a joué un rôle important dans les revenus enregistrés par le pôle BtoB avec une contribution trimestrielle de 10,0 M€. Le segment bénéficie également du dynamisme des activités liées à la performance et à l'affiliation. La plateforme d'affiliation Tradedoubler (dont Reworld est actionnaire à 51,8%) a notamment publié un chiffre d'affaires T3 en hausse +24,4% plus tôt en novembre. Le succès des offres d'affiliation est dû à deux facteurs : une offre plus abordable et un meilleur contrôle du retour sur investissement des campagnes publicitaires.

Perspectives

Reworld Media va poursuivre l'intégration d'Unify et des autres actifs (Grazia, Icon) acquis au cours de l'année 2023. Le groupe évolue toujours dans un environnement compliqué pour le secteur de la communication mais devrait faire preuve de résilience sur la fin de l'exercice grâce notamment à la polyvalence de son offre BtoB. Reworld dispose aussi de bonnes perspectives à l'international, qui représente 28% du CA sur les 9 premiers mois de l'année.

Nous ajustons nos prévisions de chiffre d'affaires 2023e à 550,5 M€ (vs 554,6 M€) impliquant une croissance annuelle de +8,8%. Cette révision fait suite à un léger manque de visibilité sur la fin de l'exercice au sein d'un marché difficile. Notre EBE se trouve donc mécaniquement impacté et nous visons désormais une marge 2023e de 11,1% (61,2 M€) contre 11,3% (62,8 M€) auparavant.

Recommandations

Sur la base des éléments ci-dessus, nous maintenons notre recommandation à Achat. Nous ajustons légèrement notre objectif de cours à 8,50 € (vs 9,00 €). Le titre offre toujours un potentiel d'upside substantiel (>100%) du fait du décrochage du titre en YTD (-35%).

Analyste

Raphaël Génin
01 44 70 20 70
rgenin@elcorp.com



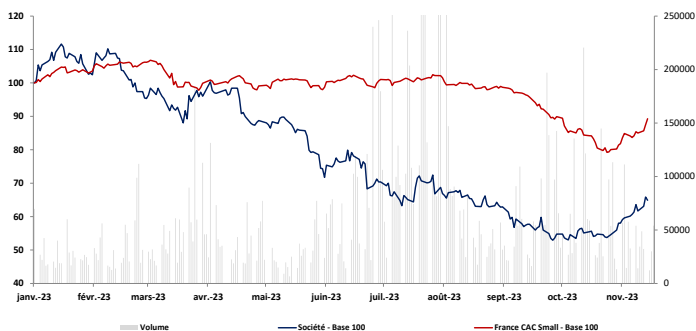
Retrouvez l'actualité boursière des small caps chaque jour dans votre boîte mail, gratuitement. [Inscription ici.](#)

Présentation de la société

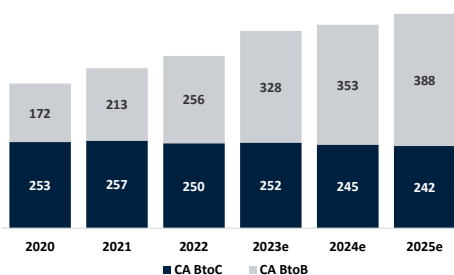
Fondé en 2012, Reworld Media est le leader de la presse payante thématique en France et l'un des principaux groupes media digitaux de l'hexagone. D'un éditeur de presse papier, les fondateurs de Reworld ont su progressivement transformer la société en un groupe agile, digital et qui offre aujourd'hui 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 c506 M€ de CA en 2022, 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€)



Multiples de valorisation des comparables

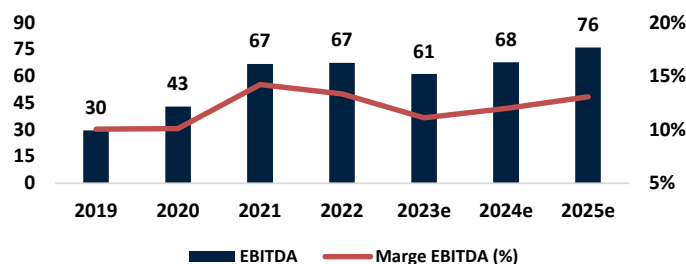
| Société | VE | EV/sales | | | EV/EBITDA | | | EV/EBIT | | | P/E | | |
|----------------------------------|--------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|-------------|------------|------------|
| | | 2023e | 2024e | 2025e | 2023e | 2024e | 2025e | 2023e | 2024e | 2025e | 2023e | 2024e | 2025e |
| Alkemy SpA | 78,0 | 0,7x | 0,6x | 0,6x | 6,0x | 5,1x | 4,6x | 9,4x | 7,3x | 6,1x | 9,4x | 6,4x | 5,4x |
| Arnoldo Mondadori Editore S.p.A. | 693,1 | 0,8x | 0,7x | 0,7x | 4,7x | 4,7x | 4,6x | 7,3x | 7,4x | 7,3x | 8,6x | 8,6x | 8,3x |
| Bilendi SA | 59,6 | 1,0x | 0,9x | 0,8x | 5,8x | 4,7x | 4,0x | 15,8x | 9,5x | 7,1x | 28,3x | 13,6x | 8,7x |
| Criteo SA Sponsored ADR | 1 071,5 | 1,2x | 1,1x | 1,1x | 4,2x | 4,0x | 3,6x | 6,9x | 6,1x | 5,1x | 8,7x | 8,5x | 7,3x |
| Future plc | 1 715,1 | 1,9x | 1,9x | 1,8x | 5,4x | 5,4x | 5,2x | 5,8x | 5,8x | 5,6x | 7,4x | 7,0x | 6,5x |
| RCS MediaGroup S.p.A. | 534,8 | 0,6x | 0,6x | 0,6x | 4,2x | 4,2x | 4,2x | 7,2x | 7,1x | 7,0x | 7,3x | 7,3x | 7,1x |
| Moyenne | 692,0 | 1,0 | 1,0 | 0,9 | 5,0 | 4,7 | 4,4 | 8,7 | 7,2 | 6,4 | 11,6 | 8,6 | 7,2 |
| Médiane | 614,0 | 0,9 | 0,8 | 0,8 | 5,0 | 4,7 | 4,4 | 7,3 | 7,2 | 6,6 | 8,7 | 7,9 | 7,2 |

Analyste
Raphaël Génin
01 44 70 20 70
rgenin@elcorp.com

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 maître, Reworld s'est faite la spécialiste de la reprise d'actifs à la casse et de leur redressement. Que ce soit avec Mondadori, plus récemment dans le jeu vidéo avec Meltygroup 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 0,6x EV/sales 2023e et 5,4x EV/EBITDA 2023e, la valeur se traite avec une décote de près de 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 hors AGA (en M€)



| Compte de résultat (M€) | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023e | 2024e | 2025e |
|---|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Chiffre d'affaires | 294,4 | 424,7 | 469,8 | 505,8 | 550,5 | 565,6 | 581,6 |
| EBE - hors AGA | 29,6 | 42,9 | 66,8 | 67,4 | 61,2 | 67,8 | 76,0 |
| Résultat d'exploitation | 25,5 | 37,4 | 59,0 | 61,9 | 53,8 | 62,1 | 70,2 |
| Résultat financier | -4,0 | -6,8 | -4,5 | -6,3 | -9,4 | -9,4 | -9,4 |
| Impôts | 2,6 | 4,3 | -11,1 | -8,1 | 1,0 | -8,5 | -9,2 |
| Mise en équivalence | 6,0 | 7,0 | 8,0 | 9,0 | 10,0 | 11,0 | 12,0 |
| Part des minoritaires | -0,7 | -0,3 | 3,4 | 1,7 | 1,3 | 1,5 | 1,8 |
| Résultat net part du groupe | 25,3 | 12,7 | 38,7 | 43,0 | 34,0 | 39,7 | 46,7 |
| Bilan (M€) | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023e | 2024e | 2025e |
| Actifs non courants | 223,6 | 231,6 | 248,9 | 356,9 | 375,5 | 401,1 | 431,9 |
| <i>dont goodwill</i> | <i>34,8</i> | <i>37,1</i> | <i>45,3</i> | <i>49,5</i> | <i>49,5</i> | <i>49,5</i> | <i>49,5</i> |
| BFR | -63,6 | -69,9 | -52,9 | -43,3 | -33,4 | -33,1 | -32,8 |
| Disponibilités + VMP | 54,0 | 104,1 | 122,9 | 118,3 | 125,1 | 140,4 | 157,9 |
| Capitaux propres | 96,5 | 113,0 | 149,4 | 190,6 | 225,9 | 267,1 | 315,7 |
| Emprunts et dettes financières | 96,0 | 128,4 | 151,5 | 216,5 | 216,5 | 216,5 | 216,5 |
| Total Bilan | 409,9 | 467,5 | 510,0 | 652,1 | 703,1 | 749,0 | 802,6 |
| Tableau de flux (M€) | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023e | 2024e | 2025e |
| Marge Brute d'autofinancement | 5,0 | 19,4 | 44,7 | 44,2 | 42,7 | 46,9 | 54,4 |
| Variation de BFR | -6,6 | 9,3 | -9,5 | -14,3 | -9,9 | -0,3 | -0,3 |
| Flux net de trésorerie généré par l'activité | -1,6 | 28,8 | 35,3 | 29,9 | 32,8 | 46,6 | 54,1 |
| CAPEX nets | -3,8 | -7,0 | -6,8 | -5,3 | -11,0 | -11,3 | -11,6 |
| Free cash flow | -5,4 | 21,8 | 28,5 | 24,6 | 21,8 | 35,3 | 42,5 |
| Augmentation de capital | 30,8 | 3,0 | -5,2 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Variation emprunts | 68,4 | 32,9 | 19,1 | 62,7 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Dividendes versés | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Flux de trésorerie liés au financement | 96,8 | 31,8 | 10,0 | 55,9 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Variation de l'endettement financier net | 37,0 | 50,5 | 18,7 | -4,6 | 6,8 | 15,3 | 17,5 |
| Ratios (%) | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023e | 2024e | 2025e |
| Variation chiffre d'affaires | 65,9% | 44,3% | 10,6% | 7,7% | 8,8% | 2,8% | 2,8% |
| Marge EBE | 10,1% | 10,1% | 14,2% | 13,3% | 11,1% | 12,0% | 13,1% |
| Marge d'exploitation (%) | 8,7% | 8,8% | 12,6% | 12,2% | 9,8% | 11,0% | 12,1% |
| Marge nette (%) | 8,6% | 3,0% | 8,2% | 8,5% | 6,2% | 7,0% | 8,0% |
| Capex (% CA) | 1,3% | 1,6% | 1,4% | 1,0% | 2,0% | 2,0% | 2,0% |
| BFR (% CA) | -21,6% | -16,5% | -11,3% | -8,6% | -6,1% | -5,9% | -5,6% |
| ROCE | 10,6% | 15,4% | 20,1% | 14,8% | 11,8% | 12,7% | 13,2% |
| ROCE hors GW | 13,6% | 20,0% | 26,1% | 17,6% | 13,8% | 14,6% | 15,1% |
| ROE | 26,2% | 11,2% | 25,9% | 22,6% | 15,1% | 14,8% | 14,8% |
| FCF (% CA) | -1,8% | 5,1% | 6,1% | 4,9% | 4,0% | 6,2% | 7,3% |
| FCF yield (%) | -3,1% | 13,1% | 9,0% | 5,3% | 6,6% | 11,1% | 14,0% |
| Ratios d'endettement | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023e | 2024e | 2025e |
| Gearing (%) | 43,5% | 21,5% | 19,1% | 51,5% | 40,4% | 28,5% | 18,6% |
| Dettes nettes/EBE | 1,4 | 0,6 | 0,4 | 1,5 | 1,5 | 1,1 | 0,8 |
| EBE/charges financières | 7,4 | 6,3 | 14,9 | 10,7 | 6,5 | 7,2 | 8,1 |
| Valorisation | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023e | 2024e | 2025e |
| Nombre d'actions (en millions) | 49,7 | 54,4 | 55,5 | 56,5 | 56,5 | 56,5 | 56,5 |
| Nombre d'actions moyen (en millions) | 43,6 | 52,0 | 54,9 | 56,5 | 56,5 | 56,5 | 56,5 |
| Cours (moyenne annuelle en euros) | 2,6 | 2,4 | 4,7 | 6,0 | 3,7 | 3,7 | 3,7 |
| (1) Capitalisation boursière moyenne | 113,5 | 126,4 | 257,6 | 340,8 | 211,4 | 211,4 | 211,4 |
| (2) Dette nette (+)/ trésorerie nette (-) | 42,0 | 24,3 | 28,6 | 98,2 | 91,4 | 76,1 | 58,6 |
| (3) Valeur des minoritaires | 11,3 | 10,9 | 14,3 | 14,3 | 15,6 | 17,2 | 19,0 |
| (4) Valeur des actifs financiers | -6,6 | -5,3 | -14,4 | -14,3 | -14,3 | -14,3 | -14,3 |
| Valeur d'entreprise = (1)+(2)+(3)-(4) | 173,3 | 166,9 | 314,8 | 467,6 | 332,7 | 318,9 | 303,3 |
| VE/CA | 0,6 | 0,4 | 0,7 | 0,9 | 0,6 | 0,6 | 0,5 |
| VE/EBE | 5,9 | 3,9 | 4,7 | 6,9 | 5,4 | 4,7 | 4,0 |
| VE/ROC | 6,8 | 4,5 | 5,3 | 7,6 | 6,2 | 5,1 | 4,3 |
| P/E | 4,5 | 10,0 | 6,7 | 7,9 | 6,2 | 5,3 | 4,5 |
| P/B | 1,2 | 1,1 | 1,7 | 1,8 | 0,9 | 0,8 | 0,7 |
| Données par action € | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023e | 2024e | 2025e |
| Bnpa | 0,5 | 0,2 | 0,7 | 0,8 | 0,6 | 0,7 | 0,8 |
| Book value/action | 1,9 | 2,1 | 2,7 | 3,4 | 4,0 | 4,7 | 5,6 |
| Dividende /action | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |

Analyste

Raphaël Génin
01 44 70 20 70
rgenin@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."