

## Une croissance dynamique / Poursuite de la transformation

### Publication des résultats semestriels 2023

Après avoir démontré sa résilience tout au long de l'exercice 2022, SRP Groupe affiche une activité dynamique au S1 2023 avec une croissance de +8,5% à 331,3 M€. Le Groupe bénéficie ici notamment des ventes record de The Bradery ainsi que de la montée en puissance de ses relais de croissance.

### Une activité bien orientée

Porté par les bonnes performances commerciales du Groupe, le chiffre d'affaires Internet ressort au S1 en progression de +7,7% à 324,4 M€. Showroomprivé bénéficie ici 1/ d'une dynamique exceptionnelle de The Bradery avec des ventes records au T2, démontrant une nouvelle fois l'intérêt stratégique de cette acquisition, 2/ de la progression des segments Mode ainsi que Voyages et Loisirs (+18%) et 3/ de la poursuite du développement des relais de croissance avec une hausse de la GMV de +58% de la Marketplace et de +50% de SRP Studios.

Concernant Beauté Privée, le Groupe poursuit ses efforts notamment autour d'un nouveau positionnement qui devrait permettre de renouer progressivement avec la croissance.

A noter la montée en puissance de l'international, relai de croissance identifié par le Groupe, avec une croissance de +11,3% à 61,7 M€.

### Un nouveau partenariat dans les Services

Malgré la réduction des budgets marketing des marques, SRP Services affiche une stabilité de ses revenus au premier semestre. En juin dernier le Groupe a annoncé avoir rejoint Unlimitail, JV de Carrefour et Publicis sur le retail media. Ce partenariat devrait notamment permettre aux 500 marques partenaires de SRP Média de bénéficier de Citrus Ad, une solution technologique permettant un meilleur ciblage, une connaissance du comportement d'achat des clients finaux et in fine un meilleur retour sur investissement. Celui-ci devrait soutenir la croissance de SRP Services dès le S2 2023.

### Poursuite de la premiumisation de l'offre

Toujours engagé dans sa stratégie de rationalisation du nombre de ses ventes, de premiumisation de son offre et de désengagement des marques les moins rentables, SRP a affiché une GMV en progression de +15,2% sur le S1 à 497,7 M€. Si le nombre d'acheteurs reste stable sur le semestre à 1,9 millions, la hausse continue du panier moyen à 53,8 € (+2 € vs S1 2022) permet de compenser la légère contraction du nombre de commandes (-1,7% à 5,3). Au global, le chiffre d'affaires par acheteur s'élève ainsi à 148,1 € (+1,6%).

### Des efforts de transformation

Sur le semestre, la marge brute du Groupe s'établit à 127,9 M€ (+7,1%) soit une marge de 38,6%, une performance à mettre au regard de celle du S2 2022 (35,6%) et de l'exercice passé dans sa globalité (37,2%). Cette amélioration témoigne des efforts constants de SRP pour faire évoluer son modèle, être agile dans son sourcing et mieux négocier ses achats.

Engagé dans son plan ACE, Showroomprivé a poursuivi ses efforts de transformation sur le dernier semestre. Ces investissements, notamment en IT (expérience utilisateur, évolution du back office, ...), ont notamment fait progresser les frais généraux de +19,7% à 37,8 M€.

Dans le même temps, le Groupe a poursuivi son contrôle strict des coûts : les dépenses marketing restent stables à 10,6 M€ (3,2% du CA S1 2023) et les dépenses logistiques totalisent



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

## Achat

Objectif de cours	2,00 €
Cours au 26/07/2023	1,36 €
Potentiel	47%

## Données valeur

ALSRP.PA / ALSRP FP	
Euronext Paris	
Capitalisation (M€)	161,9
Nb de titres (en millions)	118,90
Volume moyen 12 mois (titres)	91325
Extrêmes 12 mois	0,98 € 2,02 €

## Performances boursières

Performances (%)	Ytd	1m	3m	12m
Perf. Absolue	-19,0%	4,8%	-9,1%	4,1%
Perf CAC Small	3,1%	2,7%	3,4%	-1,3%

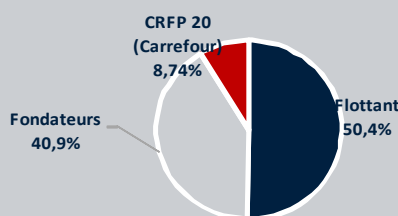
## Données financières (en M€)

au 31/12	2022	2023e	2024e	2025e
CA	657,4	697,9	738,1	780,6
var %	-9,2%	6,2%	5,8%	5,8%
EBE	19,5	23,9	28,4	33,6
% CA	3,0%	3,4%	3,9%	4,3%
ROC	4,2	8,6	13,0	18,1
% CA	0,6%	1,2%	1,8%	2,3%
RN	0,3	2,0	7,1	10,9
% CA	0,0%	0,3%	1,0%	1,4%
Bnpa (€)	0,02	0,06	0,08	0,11
ROCE (%)	6%	13%	21%	32%
ROE (%)	0%	1%	3%	5%
Gearing (%)	-13%	-14%	-19%	-25%
Dette nette	-25,5	-27,5	-40,7	-55,7
Dividende n (€)	0,00			
Yield (%)	-			

## Ratios

	2022	2023e	2024e	2025e
VE/CA (x)	0,2	0,2	0,1	0,1
VE/EBE (x)	8,1	4,9	3,7	2,7
VE/ROC (x)	37,2	13,6	8,1	5,0
PE (x)	ns	82,5	22,8	14,8

## Actionnariat



Prochaine publication : CA T3 2023 le 19 octobre 2023



## Analyste

Louis-Marie de Sade  
01 44 70 20 77  
lmdsade@elcorp.com



78,3 M€ (+6%). Le poids de ces charges représente ainsi 23,6% du chiffre d'affaires contre 24,2% au S1 2022 et inclut l'intégration de The Bradery au périmètre.

A noter que le Groupe devrait lancer en septembre prochain une nouvelle campagne de notoriété multicanale et poursuivre ses efforts de rationalisation de la chaîne logistique (résiliation des contrats sur certains centres de logistique).

Au global et sur fond de poursuite des efforts de transformation, l'EBITDA ressort à 9,3 M€, contre 11,2 M€ l'an passé et 8,3 M€ au S2 2022. Logiquement, le ROC ressort en baisse de -64% à 1,2 M€. Après intégration de charges non récurrentes (1,6 M€ liés aux coûts des paiements en action et 2,5 M€ de charges exceptionnelles liées à la résiliation des contrats avec les prestataires logistiques), le RO ressort à -2,9 M€.

### Gestion agile des investissements

Fort d'une gestion agile de sa structure opérationnelle et d'une optimisation du pilotage de son BFR (nouvelles conditions de paiement des fournisseurs depuis l'an passé et gestion fine des stocks), les flux de trésorerie générés par l'activité ressortent à -1,8 M€ au S1 2023 contre -13,5 M€ à la même période l'an passé. Dans le même temps, les flux liés aux investissements s'affichent eux aussi en baisse à -4,3 M€ (vs -11,0 M€), l'exercice passé ayant été le témoin de l'acquisition de The Bradery. Enfin, les flux de trésorerie liés au financement ressortent à -2,7 M€ contre -2,1 M€. Au global, la consommation de trésorerie a ainsi été de -8,9 M€ sur le semestre contre -26,6 M€ au S1 2022.

### Poursuite de la feuille de route

Comme évoqué lors de la publication des résultats annuels, SRP Groupe est actuellement engagé dans une nouvelle feuille de route ACE visant à Adapter sa proposition de valeur, Consolider ses leviers opérationnels afin de viser davantage de rentabilité et Etendre son modèle à de nouveaux relais de croissance.

Cette publication est rassurante quant au bon déroulement de cette feuille de route. Le niveau de rentabilité du S1 témoigne des investissements en cours afin de renforcer les fondamentaux du Groupe et lui permettre d'asseoir une croissance rentable sur les prochaines années. A court terme, Showroomprivé devrait pouvoir bénéficier, sur la top line, 1/ de la dynamique de ses plateformes, notamment à l'international, et des performances de The Bradery, 2/ des premiers effets du partenariat avec Unlimitail pour SRP Media et 3/ de la montée en puissance de ses relais de croissance. Sur la bottom line, le Groupe devrait pouvoir améliorer son niveau de rentabilité grâce à 1/ sa gestion fine des charges opérationnelles, 2/ l'optimisation de sa politique d'achat et 3/ la rationalisation de son réseau logistique.

Pour l'exercice en cours, nous visons ainsi un chiffre d'affaires de 697,9 M€ (vs 694,8 M€), une attente conservatrice et qui tient compte d'une absence d'effet périmètre au S2, The Bradery étant déjà intégré au S2 2022. Suite à cette publication nous avons rééquilibré nos estimations concernant la structure opérationnelle du Groupe en revoyant à la hausse le taux de MB et en augmentant le poids des charges opérationnelles afin de prendre en compte les investissements en cours. Nous visons ainsi un EBITDA de 23,9 M€ (vs 27,8 M€).

### Recommandation

**Après mise à jour de notre modèle, notre objectif de cours ressort inchangé à 2,00 € et notre recommandation reste à Achat. Nous sommes confiants dans la suite de la trajectoire de Showroomprivé.**



**Analyste**  
Louis-Marie de Sade  
01 44 70 20 77  
lmdesade@elcorp.com



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

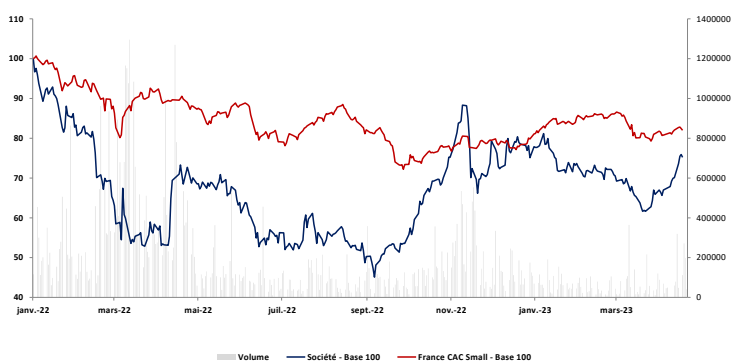
## Présentation de la société

Créé en 2006, SRP est passé de l'un des pionniers de la vente événementielle en ligne à l'un des acteurs majeurs du e-commerce en France et en Europe.

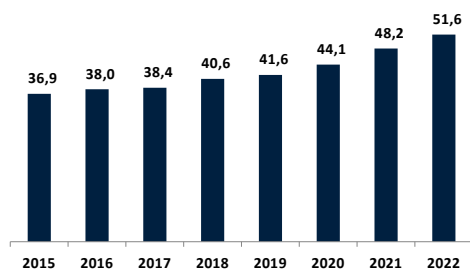
Le début d'année 2022 a été le témoin d'un événement majeur : l'acquisition d'une participation majoritaire dans The Bradery, acteur en très forte croissance de la vente événementielle premium, principalement à destination des millennials. Véritable pépite, cette opération stratégique ouvre de nombreuses synergies commerciales, tant vis-à-vis des marques (premium) que des consommateurs (plus jeunes), et techniques, au travers de la mutualisation de la plateforme logistique notamment.

En outre, cette acquisition permet d'intégrer une nouvelle marque forte à l'écosystème SRP qui s'appuie dorénavant sur 3 piliers avec showroomprivé.com/Saldi Privati pour l'approche généraliste, Beauté Privée pour la beauté et The Bradery pour la mode premium et jeune.

## Evolution du cours (base 100)



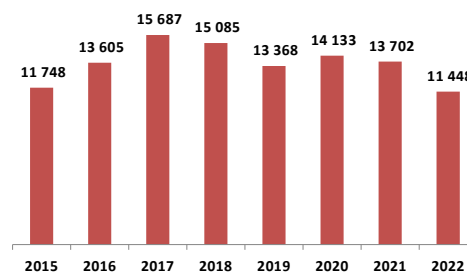
## Evolution du panier moyen (en €)



## Argumentaire d'investissement

- Un modèle vertueux.** Véritable force de SRP, le Groupe développe un modèle vertueux reposant sur une dynamique complémentaire : la croissance du nombre de membres entraîne une augmentation des volumes, contribuant ainsi à attirer davantage de marques partenaires. Au fur et à mesure que le catalogue de marques s'élargit et que l'offre se diversifie, de nouveaux membres sont attirés et sont plus facilement convertis en acheteurs.
- Une recovery largement réussie.** Dans le cadre de son plan Performance 2018-2020 et après deux ans passés à se recentrer sur ses deux piliers, les marques et les membres, le Groupe affiche une recovery très largement réussie marquée par une nouvelle dynamique de croissance rentable. Ayant transformé en profondeur l'organisation opérationnelle de la société, SRP voit son EBITDA publié passer de -31,4 M€ en 2019 à un EBITDA de +42,0 M€ en 2020. Dans le même temps, SRP voit son ROC passer de -46,8 M€ en 2019 à +25,4 M€ en 2020. Un écart de près de 73 M€.
- Une montée en puissance du Dropshipping.** Modèle de vente et de livraison développé depuis 2017, le Dropshipping affiche une véritable montée en puissance. Représentant 8% des ventes en 2018 et 17% en 2019, l'année 2020 a été marquée par une nouvelle forte croissance de ce modèle. Outre l'intérêt d'offrir une livraison plus rapide (départ des entrepôts des marques partenaires, celui-ci permet à SRP d'économiser tant sur le stockage que sur la logistique tout en ayant un accès complet au stock de la marque partenaire apportant une flexibilité supplémentaire dans la gestion des volumes associés aux ventes sur la plateforme. En outre la force de ce modèle est de n'avoir aucun risque sur les stocks tout en permettant de proposer une offre complète aux membres de SRP.

## Evolution du nombre de commandes (en millions)



### Analyste

Louis-Marie de Sade  
01 44 70 20 77  
lmdesade@elcorp.com



Compte de résultat (M€)	2019	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e
Chiffre d'affaires	615,6	697,5	723,8	657,4	697,9	738,1	780,6
Excédent brut d'exploitation société	-31,4	42,0	48,2	19,5	23,9	28,4	33,6
<b>Résultat opérationnel courant</b>	<b>-46,8</b>	<b>25,3</b>	<b>32,2</b>	<b>4,2</b>	<b>8,6</b>	<b>13,0</b>	<b>18,1</b>
Résultat opérationnel	-68,4	21,7	28,9	1,7	3,6	10,5	15,6
Résultat financier	-0,7	-0,9	-1,1	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0
Impôts	-1,3	-6,9	-0,5	-0,4	-0,7	-2,4	-3,6
Mise en équivalence	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
<b>Résultat net part du groupe</b>	<b>-70,5</b>	<b>13,9</b>	<b>27,3</b>	<b>0,3</b>	<b>2,0</b>	<b>7,1</b>	<b>10,9</b>
Bilan (M€)	2019	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e
Actifs non courants	224,3	215,2	216,5	223,8	220,3	217,5	215,3
<i>dont goodwill</i>	123,7	123,7	123,7	129,9	129,9	129,9	129,9
BFR	-37,5	-44,2	-38,8	-42,5	-39,1	-42,3	-44,1
<b>Disponibilités + VMP</b>	<b>49,0</b>	<b>130,8</b>	<b>99,6</b>	<b>83,5</b>	<b>85,5</b>	<b>98,6</b>	<b>113,7</b>
Capitaux propres	152,2	177,0	205,1	201,5	203,5	210,6	221,5
Emprunts et dettes financières	78,4	119,9	67,3	58,0	58,0	58,0	58,0
<b>Total Bilan</b>	<b>388,4</b>	<b>480,8</b>	<b>436,9</b>	<b>448,5</b>	<b>421,3</b>	<b>436,8</b>	<b>456,6</b>
Tableau de flux (M€)	2019	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e
Marge Brute d'autofinancement	-48,2	39,0	46,6	17,4	17,3	22,5	26,4
Variation de BFR	-26,4	2,7	-5,1	5,7	-3,4	3,2	1,9
<b>Flux net de trésorerie généré par l'activité</b>	<b>-26,0</b>	<b>40,3</b>	<b>36,1</b>	<b>18,3</b>	<b>13,9</b>	<b>25,7</b>	<b>28,3</b>
Investissements opérationnels nets	-13,8	-9,0	-11,7	-8,8	-11,9	-12,5	-13,3
Investissements financiers nets	-22,4	0,1	-1,0	-7,4	0,0	0,0	0,0
<b>Flux nets de trésorerie liés aux investissements</b>	<b>-36,2</b>	<b>-8,8</b>	<b>-12,8</b>	<b>-16,2</b>	<b>-11,9</b>	<b>-12,5</b>	<b>-13,3</b>
Augmentation de capital	0,0	9,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Variation emprunts	30,9	44,4	-54,6	-14,1	0,0	0,0	0,0
Dividendes versés	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Autres	0,0	0,3	-0,3	-4,1	0,0	0,0	0,0
<b>Flux nets de trésorerie liés au financement</b>	<b>30,8</b>	<b>50,4</b>	<b>-54,7</b>	<b>-18,2</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>
Variation de l'endettement financier net	-31,4	81,8	-31,3	-16,1	2,0	13,2	15,0
Ratios (%)	2019	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e
<b>Variation chiffre d'affaires</b>	<b>-8,4%</b>	<b>13,3%</b>	<b>3,8%</b>	<b>-9,2%</b>	<b>6,2%</b>	<b>5,8%</b>	<b>5,8%</b>
Marge EBE	-5%	6%	7%	3%	3%	4%	4%
<b>Marge opérationnelle courante</b>	<b>-8%</b>	<b>4%</b>	<b>4%</b>	<b>1%</b>	<b>1%</b>	<b>2%</b>	<b>2%</b>
Marge opérationnelle	-11%	3%	4%	0%	1%	1%	2%
Marge nette	-11%	2%	4%	0%	0%	1%	1%
Investissements opérationnels nets/CA	2%	1%	2%	1%	2%	2%	2%
BFR/CA	-6%	-6%	-5%	-6%	-6%	-6%	-6%
ROCE	ns	10%	13%	2%	4%	6%	8%
ROCE hors GW	ns	36%	44%	6%	13%	21%	32%
ROE	ns	8%	13%	0%	1%	3%	5%
Payout	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Dividend yield	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Ratios d'endettement	2019	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e
<b>Gearing (%)</b>	<b>19%</b>	<b>-6%</b>	<b>-16%</b>	<b>-13%</b>	<b>-14%</b>	<b>-19%</b>	<b>-25%</b>
Dette nette/EBE	-0,9	-0,3	-0,7	-1,3	-1,1	-1,4	-1,7
EBE/charges financières	40,2	39,4	40,5	18,9	23,2	27,4	32,4
Valorisation	2019	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e
Nombre d'actions (en millions)	50,7	118,9	118,9	118,9	118,9	118,9	118,9
Nombre d'actions moyen (en millions)	42,0	84,8	118,9	118,9	118,9	118,9	118,9
Cours (moyenne annuelle en euros)	0,7	2,9	2,9	1,4	1,4	1,4	1,4
(1) Capitalisation boursière moyenne	27,7	242,5	346,0	161,9	161,9	161,9	161,9
(2) Dette nette (+)/ trésorerie nette (-)	29,4	-11,0	-32,3	-25,5	-27,5	-40,7	-55,7
(3) Valeur des minoritaires	0,0	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	1,0	2,0
Valeur d'entreprise = (1)+(2)+(3)-(-4)	57,1	231,5	313,7	136,4	134,4	120,3	104,2
<b>PER</b>	<b>ns</b>	<b>24,4</b>	<b>12,7</b>	<b>626,2</b>	<b>82,5</b>	<b>22,8</b>	<b>14,8</b>
VE / EBE	ns	8,7	6,5	8,1	4,9	3,7	2,7
<b>VE / ROC</b>	<b>ns</b>	<b>9,1</b>	<b>9,2</b>	<b>37,2</b>	<b>13,6</b>	<b>8,1</b>	<b>5,0</b>
VE /CA	0,1	0,4	0,4	0,2	0,2	0,1	0,1
P/B	0,2	1,9	1,7	1,0	0,8	0,8	0,7
Données par action (€)	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
<b>Bnpa</b>	<b>-0,96</b>	<b>0,15</b>	<b>0,26</b>	<b>0,02</b>	<b>0,06</b>	<b>0,08</b>	<b>0,11</b>
Book value/action	3,0	1,5	1,7	1,7	1,7	1,8	1,9
Dividende /action	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00

**Système de recommandations :**

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

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

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

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

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

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

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

**Historique de recommandations :**

**Achat**: Depuis le 20/06/2022

**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 SRP Groupe (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