

## Achat

<b>Objectif de cours</b>	<b>5,50 €</b>
Cours au 25/07/2023	3,58 €
<b>Potentiel</b>	<b>53,6%</b>

## Données valeur

ALQWA.PA / ALQWA.FP	
Euronext Growth	
Capitalisation (M€)	20,3
Nb de titres (en millions)	5,68
Volume moyen 12 mois (titres)	5 138
Extrêmes 12 mois	2,20 € 4,39 €

## Performances boursières

<b>Performances (%)</b>	<b>Ytd</b>	<b>1m</b>	<b>3m</b>	<b>12m</b>
Perf. Absolue	-8,2%	22,6%	33,1%	-13,3%
Perf CAC Small	-9,1%	5,2%	-7,7%	-8,5%

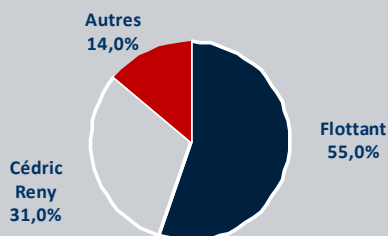
## Données financières (en M€)

au 30/09	2022	2023e	2024e	2025e
CA	31,1	31,5	32,8	34,1
var %	0,4%	1,2%	4,0%	4,0%
EBE	3,7	3,0	3,8	4,3
% CA	11,9%	9,4%	11,6%	12,6%
REX	2,4	2,2	3,3	3,8
% CA	7,8%	6,9%	10,1%	11,1%
RN	1,3	1,6	2,4	2,8
% CA	4,1%	5,0%	7,5%	8,2%
Bnpa (€)	0,22	0,28	0,43	0,49
ROCE (%)	10,2%	6,7%	9,1%	10,4%
ROE (%)	3,8%	4,5%	6,5%	6,9%
Gearing (%)	-7,6%	-10,0%	-16,9%	-23,7%
Dette nette	-2,6	-3,6	-6,4	-9,7
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)	1,1	0,5	0,4	0,3
VE/EBE (x)	8,8	5,2	3,3	2,1
VE/ROC (x)	8,8	6,1	3,7	2,4
P/E (x)	29,2	12,9	8,3	7,3

## Actionnariat



Prochaine publication : RA 2023 – 30/01/2024

## Analyste

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



## L'effet périmètre préserve la croissance

## Publication du CA et de la marge brute 2023

Qwamplify enregistre un CA 2023 en progression de +1,3% et en ligne avec nos attentes à 31,5 M€. A périmètre constant, le chiffre d'affaires 2023 est cependant en retrait de -2,6%. La marge brute ressort quant à elle en hausse de +2,5% (-2,2% à périmètre comparable) à 20,5 M€. La société continue d'évoluer dans un contexte d'inflation et de baisse de la consommation qui pèse sur les dépenses marketing.

## Des activités toujours sous pression

Au cours du troisième trimestre, Qwamplify avait observé un ralentissement sur ses activités de e-mailing et de coregistration. Cette tendance s'est inversée au cours du T4 2023 mais les budgets marketing demeurent sous pression, en particulier chez les clients retailers, auxquels Qwamplify est exposé. Le quatrième trimestre a été ainsi marqué par un recul de -9,7% du chiffre d'affaires à 6,6 M€ (contre 7,3 M€ en 2022). Une partie significative de ce déclin (0,5 M€) est cependant attribuable à la régularisation des effets d'intercos des trimestres précédents.

## Des améliorations qui se poursuivent sur la marge brute

Au quatrième trimestre, Qwamplify a poursuivi la dynamique observée au T3 2023 avec une marge brute en nette progression (+17,5%) à 4,9 M€. Cette évolution positive ne permet cependant pas au groupe de renouer avec une croissance organique positive de la marge brute sur l'ensemble de l'exercice 2023. Sur le T4, plusieurs éléments ont contribué positivement à l'amélioration de la marge brute: 1/ le redressement des activités liées au e-mailing et à la coregistration, 2/ le décalage des soldes en juillet (vs juin/juillet l'année précédente), 3/ un effet mix plus avantageux porté par les activités Conseils & Analytics et Shopper, et enfin 4/ un effet prix favorable.

## Perspectives

Sur 2023, Qwamplify a étoffé sa structure RH en recrutant plusieurs directeurs à des postes clés (DG Conseil, directrice commerciale) et de nouveaux employés au sein du service marketing. Par ailleurs l'intégration des équipes de Bespoke se poursuit avec l'arrivée de l'équipe Nouvodo. Ces éléments contribuent à augmenter la masse salariale du groupe de façon significative et devraient peser sur la rentabilité de 2023, alors que l'apport des acquisitions sur la marge brute reste modéré (+2,5% YoY). Nous ajustons donc notre EBE 2023e de -6,4% à 2,8 M€ et notre ROC de -7,7% à 2,3M€.

Aussi, le groupe reste prudent sur l'évolution des conditions de marché. L'environnement toujours inflationniste et le ralentissement de la consommation menacent toujours la part des budgets qui sera allouée au marketing en 2024, notamment chez les distributeurs et les retailers. Qwamplify devrait également passer des dépréciations de goodwill qui pourraient affecter la rentabilité, sans toutefois impacter la génération de trésorerie. Ces dépréciations pourraient peser fortement sur les résultats de l'entreprise et nous restons vigilants en attendant la publication des résultats annuels en janvier.

## Recommandation

Suite à cette publication, nous maintenons notre recommandation à Achat mais rabaissons légèrement notre objectif de cours de -8% à 5,5 € (vs 6,0 € précédemment) impliquant un potentiel de hausse de +54%.



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

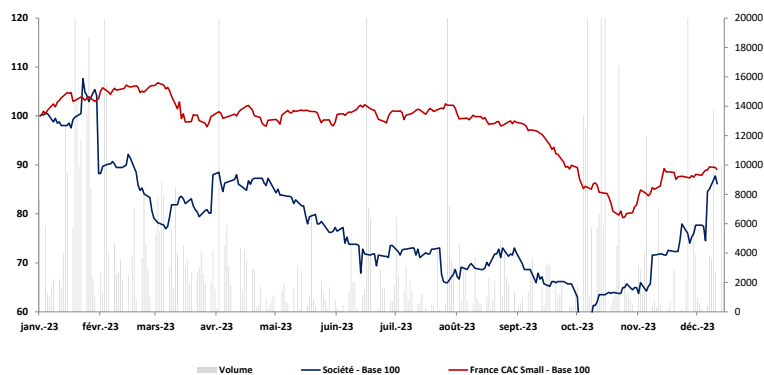
## Présentation de la société

Créé en 1997, Qwamplify est un groupe de marketing européen de services digital & data auprès des marques, distributeurs et e-commerçants.

A travers une politique très active de croissance externe, la groupe a su élargir son offre pour proposer aujourd'hui une suite complète de solutions B2B et B2C, à la fois digitales avec Media (SEO, SEA, emailing, display, branding, social, analytics) et promotionnelles avec Shopper (ODR, CRM, etc.).

Avec une solide notoriété acquise auprès de plus de 800 annonceurs, Qwamplify a réalisé au titre de son dernier exercice fiscal un chiffre d'affaires de 31 M€ (+21,1%) et une marge brute de 21 M€.

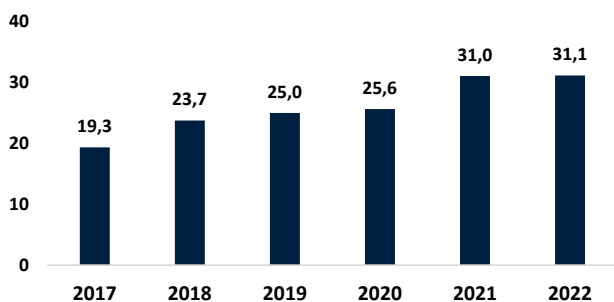
## Evolution du cours (base 100)



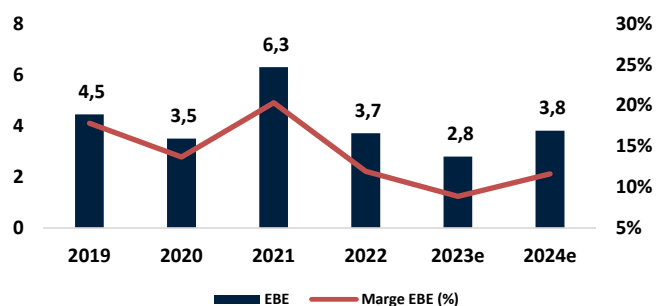
## Argumentaire d'investissement

- **Une stratégie à 360 degrés.** Historiquement concentré sur le métier de l'activation (également appelé Shopper), Qwamplify a su faire évoluer son modèle avec son marché et se diversifier vers davantage de digital. Aujourd'hui, les deux activités sont parfaitement complémentaires et l'offre « Médiactivation » de la société lui permet de faire à la fois de l'upsell et du cross sell auprès de ses clients. Qwamplify est l'une des seules entreprises du marketing digital en France à être présente sur pratiquement l'ensemble de la chaîne de valeur du consommateur.
- **Un excellent track record.** Afin de développer son offre digitale, Qwamplify a basé son développement sur une politique M&A autant cohérente qu'exigeante. Pas moins de 4 sociétés de qualité ont été rachetées lors des trois dernières années, sociétés dont les fondateurs sont systématiquement restés aux manettes. L'intégration des dernières cibles s'est passée de manière exemplaire et, sur le plan financier, ont été relatives pour le groupe grâce aux synergies existantes et à un fort alignement d'intérêts. Qwamplify dispose de la surface financière suffisante (la société est en position de trésorerie nette positive) pour continuer cette politique lors des exercices à venir.
- **Un titre faiblement valorisé.** La valeur se paie aux alentours de 5,5x son EV/EBITDA 2023e contre près de 6x pour son secteur. Même si certaines sociétés très appréciées du marché se traitent à des multiples anormalement élevés et tirent la moyenne de l'échantillon vers le haut, la décote n'apparaît pas pour autant justifiée étant donné les fondamentaux respectifs de ces acteurs.

## Evolution du chiffre d'affaires (en M€)



## Evolution de l'EBE (en M€)



## Multiples de valorisation des comparables

Société	Capitalisation	VE / CA			VE / EBITDA			VE / EBIT			P/E		
		2023	2024e	2025e	2023	2024e	2025e	2023	2024e	2025e	2023	2024e	2025e
Bilendi SA	59,3	1,0x	0,9x	0,9x	6,1x	5,0x	4,2x	16,5x	9,9x	7,4x	29,6x	14,2x	9,1x
HighCo SA	80,6	0,2x	0,2x	0,2x	1,5x	1,5x	1,5x	2,0x	2,0x	2,0x	8,2x	8,3x	8,3x
Dekuple	120,4	0,5x	0,5x	0,4x	4,4x	3,4x	3,1x	6,4x	4,6x	4,1x	11,2x	7,9x	7,1x
Obiz SA	35,7	0,6x	0,4x	0,4x	17,9x	9,7x	7,9x	40,2x	16,2x	12,1x	46,1x	19,3x	13,7x
ReWorld Media SA	197,6	0,5x	0,5x	0,5x	4,6x	4,0x	3,6x	5,2x	4,5x	4,0x	6,4x	4,7x	4,0x
ISPD Network	49,4	0,3x	0,3x	0,2x	5,3x	4,1x	3,1x	8,1x	5,1x	3,7x	15,1x	8,5x	6,1x
<b>Moyenne</b>		<b>0,5</b>	<b>0,5</b>	<b>0,4x</b>	<b>6,6x</b>	<b>4,6x</b>	<b>3,9x</b>	<b>13,1x</b>	<b>7,1x</b>	<b>5,6x</b>	<b>19,4x</b>	<b>10,5x</b>	<b>8,1x</b>
<b>Mediane</b>		<b>0,5</b>	<b>0,4</b>	<b>0,4x</b>	<b>5,0x</b>	<b>4,0x</b>	<b>3,3x</b>	<b>7,3x</b>	<b>4,8x</b>	<b>4,1x</b>	<b>13,1x</b>	<b>8,4x</b>	<b>7,7x</b>

## Analyste

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



Compte de résultat (M€)	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Chiffre d'affaires	25,0	25,6	31,0	31,1	31,5	32,8	34,1
Excédent brut d'exploitation	4,5	3,5	6,3	3,7	3,0	3,8	4,3
<b>Résultat opérationnel courant</b>	<b>4,1</b>	<b>3,1</b>	<b>5,9</b>	<b>3,7</b>	<b>2,5</b>	<b>3,3</b>	<b>3,8</b>
Résultat opérationnel	4,1	3,1	5,9	2,4	2,2	3,3	3,8
Résultat financier	0,0	-0,1	0,0	0,0	-0,1	-0,1	0,0
Impôts	0,7	0,9	1,7	0,9	0,5	0,8	0,9
Mise en équivalence	0,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Part des minoritaires	0,5	0,2	0,3	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Résultat net part du groupe</b>	<b>2,7</b>	<b>5,4</b>	<b>4,2</b>	<b>1,3</b>	<b>1,6</b>	<b>2,4</b>	<b>2,8</b>
Bilan (M€)	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Actifs non courants	32,9	30,9	29,5	32,9	32,5	32,1	31,7
<i>dont goodwill</i>	<i>19,0</i>	<i>24,5</i>	<i>24,8</i>	<i>28,7</i>	<i>28,7</i>	<i>28,7</i>	<i>28,7</i>
BFR	-8,6	-8,3	-6,5	-5,5	-4,5	-4,5	-4,6
<b>Disponibilités + VMP</b>	<b>9,5</b>	<b>19,3</b>	<b>15,4</b>	<b>12,9</b>	<b>12,4</b>	<b>13,7</b>	<b>15,5</b>
Trésorerie propre	5,0	12,7	10,6	7,2	6,7	8,1	9,8
Capitaux propres	22,1	28,8	32,4	33,6	35,5	37,9	40,7
Emprunts et dettes financières	10,1	12,2	5,4	6,1	4,6	3,1	1,6
<b>Total Bilan</b>	<b>56,1</b>	<b>63,2</b>	<b>58,8</b>	<b>65,7</b>	<b>63,4</b>	<b>65,1</b>	<b>67,2</b>
Tableau de flux (M€)	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Marge Brute d'autofinancement	4,2	2,2	4,5	2,6	2,0	2,9	3,3
Variation de BFR	0,4	0,9	1,8	1,0	0,9	0,0	0,0
<b>Flux net de trésorerie généré par l'activité</b>	<b>3,8</b>	<b>1,3</b>	<b>2,6</b>	<b>1,6</b>	<b>1,1</b>	<b>3,0</b>	<b>3,3</b>
Investissements opérationnels nets	-0,1	10,3	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
Investissements financiers nets	0,1	-6,0	-0,3	-5,7	0,0	0,0	0,0
<b>Flux nets de trésorerie liés aux investissements</b>	<b>0,0</b>	<b>4,3</b>	<b>-0,3</b>	<b>-5,7</b>	<b>-0,1</b>	<b>-0,1</b>	<b>-0,1</b>
Augmentation de capital	-0,8	1,0	0,0	0,2	0,0	0,0	0,0
Variation emprunts	-3,0	0,6	-5,5	0,8	-1,5	-1,5	-1,5
Dividendes versés	-0,2	0,0	-0,6	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Flux nets de trésorerie liés au financement</b>	<b>-4,0</b>	<b>2,2</b>	<b>-6,5</b>	<b>1,2</b>	<b>-1,5</b>	<b>-1,5</b>	<b>-1,5</b>
Variation de l'endettement financier net	-0,2	7,8	-4,2	-2,9	-0,5	1,4	1,7
Ratios (%)	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
<b>Variation chiffre d'affaires</b>	<b>5,3%</b>	<b>2,5%</b>	<b>21,1%</b>	<b>0,4%</b>	<b>1,2%</b>	<b>4,0%</b>	<b>4,0%</b>
Marge EBE	17,8%	13,7%	20,3%	11,9%	9,4%	11,6%	12,6%
<b>Marge opérationnelle courante</b>	<b>16,4%</b>	<b>12,1%</b>	<b>19,0%</b>	<b>12,0%</b>	<b>7,9%</b>	<b>10,1%</b>	<b>11,1%</b>
Marge opérationnelle	16,4%	12,1%	19,0%	7,8%	6,9%	10,1%	11,1%
Marge nette	10,8%	21,1%	13,4%	4,1%	5,0%	7,5%	8,2%
CAPEX (% CA)	0,3%	40,4%	0,2%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%
BFR (% CA)	-34,5%	-32,4%	-20,9%	-17,5%	-14,3%	-13,9%	-13,4%
<b>ROCE</b>	<b>11,3%</b>	<b>9,1%</b>	<b>17,1%</b>	<b>10,2%</b>	<b>6,7%</b>	<b>9,1%</b>	<b>10,4%</b>
ROCE hors GW	51,5%	-106,6%	-224,1%	-208,2%	-240,5%	-208,8%	-172,9%
ROE	12,8%	19,2%	13,0%	3,8%	4,5%	6,5%	6,9%
Payout	0,0%	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%	0,0%
Ratios d'endettement	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
<b>Gearing (%)</b>	<b>16,0%</b>	<b>-11,7%</b>	<b>-20,8%</b>	<b>-7,6%</b>	<b>-10,0%</b>	<b>-16,9%</b>	<b>-23,7%</b>
Dettes nettes/EBE	0,8	-1,0	-1,1	-0,7	-1,2	-1,7	-2,3
EBE/charges financières	#DIV/0!	35,4	-181,1	-226,3	32,5	62,4	137,3
Valorisation	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Nombre d'actions (en millions)	5,5	5,6	5,7	5,7	5,7	5,7	5,7
Nombre d'actions moyen (en millions)	5,2	5,6	5,7	5,7	5,7	5,7	5,7
Cours (moyenne annuelle en euros)	5,5	5,8	8,0	6,5	3,6	3,6	3,6
(1) Capitalisation boursière moyenne	28,7	32,3	45,3	36,9	20,3	20,3	20,3
(2) Dette nette (+)/ trésorerie nette (-)	3,5	-3,4	-6,7	-2,6	-3,6	-6,4	-9,7
(3) Valeur des minoritaires	4,5	1,6	3,0	-0,1	0,0	0,0	0,0
(4) Valeur des actifs financiers	9,4	3,6	2,0	1,5	1,5	1,5	1,5
Valeur d'entreprise = (1)+(2)+(3)-(4)	27,3	27,0	39,6	32,8	15,3	12,4	9,2
<b>VE/CA</b>	<b>1,1</b>	<b>1,1</b>	<b>1,3</b>	<b>1,1</b>	<b>0,5</b>	<b>0,4</b>	<b>0,3</b>
VE/EBE	6,1	7,7	6,3	8,8	5,2	3,3	2,1
<b>VE/ROC</b>	<b>6,7</b>	<b>8,8</b>	<b>6,7</b>	<b>8,8</b>	<b>6,1</b>	<b>3,7</b>	<b>2,4</b>
P/E	10,7	6,0	10,9	29,2	12,9	8,3	7,3
P/B	1,3	1,1	1,4	1,1	0,6	0,5	0,5
P/CF	8,1	27,1	17,3	22,2	18,5	6,9	6,1
Données par action (€)	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
<b>Bnpa</b>	<b>0,49</b>	<b>0,96</b>	<b>0,73</b>	<b>0,22</b>	<b>0,28</b>	<b>0,43</b>	<b>0,49</b>
Book value/action	4,0	5,1	5,7	5,9	6,2	6,7	7,2
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 depuis 12 mois:**

**Achat**: Depuis le 16/05/2018

**Accumuler**: (-)

**Neutre** : Du 15/11/2017 au 16/05/2018

**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 Qwamplify (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."