

## Achat

Objectif de cours	4,50 €
Cours au 19/06/2024	3,11 €
Potentiel	44,7%

## Données valeur

ALQWA.PA / ALQWA.FP	
Euronext Growth	
Capitalisation (M€)	17,7
Nb de titres (en millions)	5,68
Volume moyen 12 mois (titres)	5 086
Extrêmes 12 mois	2,20 € 4,30 €

## Performances boursières

Performances (%)	Ytd	1m	3m	12m
Perf. Absolue	-11,2%	-3,0%	-18,5%	8,5%
Perf CAC Small	-0,3%	-8,7%	1,2%	-6,7%

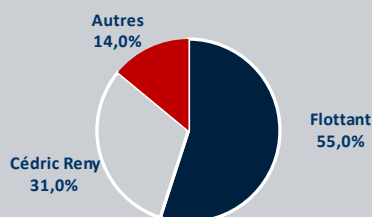
## Données financières (en M€)

au 30/09	2023	2024e	2025e	2026e
CA	31,5	33,4	34,7	35,8
var %	1,3%	6,0%	4,0%	3,0%
EBE	2,9	3,0	4,2	4,5
% CA	9,2%	9,0%	12,2%	12,6%
REX	-8,4	2,5	3,7	4,0
% CA	-26,7%	7,5%	10,7%	11,1%
RN	-9,2	1,7	2,7	2,9
% CA	-29,0%	5,2%	7,7%	8,0%
Bnpa (€)	-1,61	0,31	0,47	0,50
ROCE (%)	11,2%	9,6%	14,6%	15,9%
ROE (%)	-38,2%	6,8%	9,4%	9,1%
Gearing (%)	-13,3%	-5,5%	-16,3%	-25,8%
Dette nette	-3,2	-1,4	-4,7	-8,2
Dividende n (€)	0,0	0,0	0,0	0,0
Yield (%)	0,0%	100,0%	200,0%	300,0%

## Multiples de valorisation

	2023	2024e	2025e	2026e
VE/CA (x)	0,4	0,5	0,3	0,2
VE/EBE (x)	4,6	5,0	2,8	1,9
VE/ROC (x)	5,6	6,0	3,2	2,1
P/E (x)	-1,9	10,2	6,6	6,2

## Actionnariat



## Résultat net en hausse de +76%

## Publication des résultats S1 2024

Qwamplify a publié hier soir ses résultats pour le compte de son premier semestre 2024-2025. La société en a profité son CA S1 2024 (publié en mai dernier) à 17,9 M€ contre 18,3 M€. Malgré cette modification, la marge brute est identique à celle annoncée en mai à 12,2 M€ (+20,6% vs S1 2023). Alors que le semestre a été marqué par une excellente dynamique commerciale sur l'ensemble de son offre digitale, l'EBE S1 2024 ressort en hausse significative de +28% à 1,6M€. Le REX S1 2024 progresse quant à lui de +52% et le RNpg de +76% à 1,1 M€.

## Des résultats en nette progression

Comme nous l'avions décrit à l'occasion de la publication du chiffre d'affaires semestriel en mai dernier, Qwamplify a connu une dynamique commerciale positive au S1. En plus du rebond des activités d'emailing, le groupe a réalisé des gains de nouveaux clients. Ces éléments ont permis au CA S1 2024 de progresser de +8,8% et à la MB S1 2024 de réaliser une croissance à deux chiffres (+20,6%). Au premier semestre, la croissance est également alimentée par la régie Display et l'activité Shopper qui profite du contexte inflationniste.

La bonne tenue des activités Analytics (margées à 100%) a également permis d'améliorer la rentabilité du groupe malgré des recrutements importants (commerciaux seniors et directeurs exécutifs). Dans ce contexte, le résultat d'exploitation s'établit à 1,6 M€, en hausse soutenue (+52%) vis-à-vis du S1 2023. À la faveur de ce mix produit favorable, la marge opérationnelle progresse de 280 Bps à 13,1% de la marge brute. Enfin, le RNpg s'établit à 1,0 M€ traduisant une hausse de +54% par rapport à l'année précédente.

## Un bilan toujours solide

Au terme du premier semestre, la trésorerie propre du groupe recule de 1,8 M€ mais reste à un niveau confortable de 6,9 M€. Au total, la trésorerie nette propre de Qwamplify est en hausse de +33% à 4,3 M€. La génération de cash est également satisfaisante avec une marge brute d'auto financement de 1,1M€.

Dans le même temps, la société a continué de rembourser ses emprunts (-1,2 M€) tout en rachetant le solde de 30% des titres Novoduo (dont la moitié payée en cash). Enfin, le groupe a poursuivi son programme de rachat d'actions au S1 pour 406 K€.

## Perspectives

Pour le S2 2024, Qwamplify attend une croissance plus modérée liée à un effet de base exigeant. Ce dernier est du au rebond des activités de emailing qui est survenu au cours du T3 2023. Par ailleurs, le groupe devrait voir ses coûts RH augmenter en 2024 (liés aux recrutements de profils seniors), ce qui devrait affaiblir le REX 2024e. Ainsi nous revoyons notre REX de -14% à 2,5 M€.

## Recommandation

Suite à cette bonne publication, nous maintenons notre objectif de cours à 4,5€ (upside de +44,7%).

Prochaine publication : CA et MB T3 2024, le 24/07/2024



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.](#)

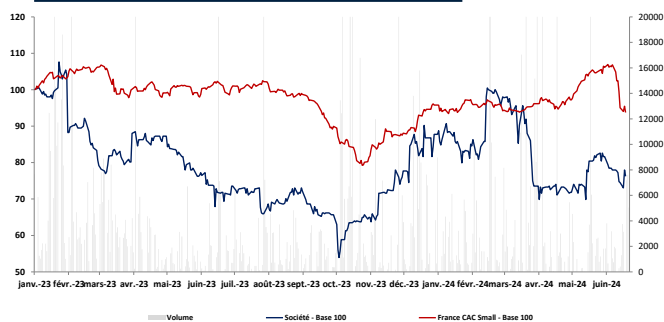
## Présentation de la société

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 31,5 M€ (+1,3%).

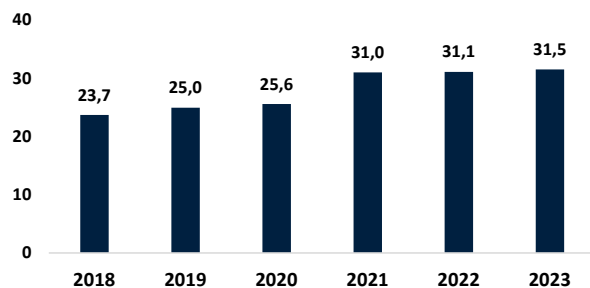
## Evolution du cours (base 100)



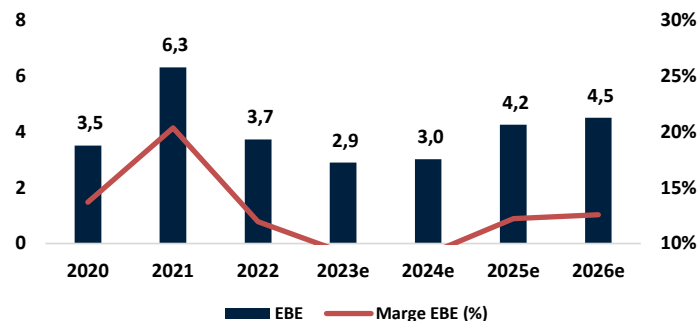
## Argumentaire d'investissement

- **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 M&A.** 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 2,7x son EV/EBITDA 2025e contre près de 3,2x pour son secteur, soit une décote de plus de 15% face à ses comparables boursiers.

## 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		
		2024e	2025e	2026e	2024e	2025e	2026e	2024e	2025e	2026e	2024e	2025e	2026e
AdUX SA	9,5	0,4x	0,4x	0,4x	2,6x	2,6x	2,7x	4,0x	4,0x	4,1x	5,0x	4,8x	5,0x
Bilendi SA	80,9	1,2x	1,1x	1,1x	6,3x	5,4x	4,8x	11,5x	8,9x	7,8x	18,1x	12,9x	10,5x
HighCo SA	58,5	0,1x	0,1x	0,1x	1,3x	1,1x	1,3x	1,3x	1,4x	1,7x	10,8x	11,0x	13,6x
Invibes Advertising NV	22,9	0,5x	0,4x	ns	8,0x	3,9x	ns	ns	18,9x	ns	ns	114,6x	ns
ReWorld Media SA	127,5	0,4x	0,4x	0,4x	3,3x	3,0x	2,9x	3,9x	3,5x	3,3x	4,0x	3,4x	3,0x
<b>Moyenne</b>		<b>0,5x</b>	<b>0,5x</b>	<b>0,5x</b>	<b>4,3x</b>	<b>3,2x</b>	<b>2,9x</b>	<b>5,1x</b>	<b>7,3x</b>	<b>4,2x</b>	<b>9,5x</b>	<b>29,3x</b>	<b>8,0x</b>
<b>Mediane</b>		<b>0,4x</b>	<b>0,4x</b>	<b>0,4x</b>	<b>3,3x</b>	<b>3,0x</b>	<b>2,8x</b>	<b>3,9x</b>	<b>4,0x</b>	<b>3,7x</b>	<b>7,9x</b>	<b>11,0x</b>	<b>7,7x</b>

Compte de résultat (M€)	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Chiffre d'affaires	25,6	31,0	31,1	31,5	33,4	34,7	35,8
Excédent brut d'exploitation	3,5	6,3	3,7	2,9	3,0	4,2	4,5
<b>Résultat opérationnel courant</b>	<b>3,1</b>	<b>5,9</b>	<b>3,7</b>	<b>2,4</b>	<b>2,5</b>	<b>3,7</b>	<b>4,0</b>
Résultat opérationnel	3,1	5,9	2,4	-8,4	2,5	3,7	4,0
Résultat financier	-0,1	0,0	0,0	0,1	-0,1	-0,1	0,0
Impôts	0,9	1,7	0,9	0,6	0,6	0,9	1,0
Mise en équivalence	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Part des minoritaires	0,2	0,3	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1
<b>Résultat net part du groupe</b>	<b>5,4</b>	<b>4,2</b>	<b>1,3</b>	<b>-9,2</b>	<b>1,7</b>	<b>2,7</b>	<b>2,9</b>
Bilan (M€)	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Actifs non courants	30,9	29,5	32,9	22,7	22,3	21,9	21,5
<i>dont goodwill</i>	24,5	24,8	28,7	20,1	20,1	20,1	20,1
BFR	-8,3	-6,5	-5,5	-6,9	-2,8	-2,8	-2,8
<b>Disponibilités + VMP</b>	<b>19,3</b>	<b>15,4</b>	<b>12,9</b>	<b>13,3</b>	<b>10,3</b>	<b>12,4</b>	<b>14,7</b>
Trésorerie propre	12,7	10,6	7,2	7,0	4,0	6,1	8,4
Capitaux propres	28,8	32,4	33,6	24,3	26,2	28,9	31,9
Emprunts et dettes financières	12,2	5,4	6,1	5,1	3,9	2,7	1,5
<b>Total Bilan</b>	<b>63,2</b>	<b>58,8</b>	<b>65,7</b>	<b>53,5</b>	<b>52,9</b>	<b>55,3</b>	<b>57,6</b>
Tableau de flux (M€)	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Marge Brute d'autofinancement	2,2	4,5	2,6	2,2	2,4	3,4	3,6
Variation de BFR	0,9	1,8	1,0	-1,0	4,1	0,0	0,0
<b>Flux net de trésorerie généré par l'activité</b>	<b>1,3</b>	<b>2,6</b>	<b>1,6</b>	<b>3,2</b>	<b>-1,7</b>	<b>3,4</b>	<b>3,6</b>
Investissements opérationnels nets	10,3	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
Investissements financiers nets	-6,0	-0,3	-5,7	-0,3	0,0	0,0	0,0
<b>Flux nets de trésorerie liés aux investissements</b>	<b>4,3</b>	<b>-0,3</b>	<b>-5,7</b>	<b>-0,4</b>	<b>-0,1</b>	<b>-0,1</b>	<b>-0,1</b>
Augmentation de capital	1,0	0,0	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0
Variation emprunts	0,6	-5,5	0,8	-0,9	-1,2	-1,2	-1,2
Dividendes versés	0,0	-0,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Flux nets de trésorerie liés au financement</b>	<b>2,2</b>	<b>-6,5</b>	<b>1,2</b>	<b>-1,0</b>	<b>-1,2</b>	<b>-1,2</b>	<b>-1,2</b>
Variation de l'endettement financier net	7,8	-4,2	-2,9	1,8	-3,0	2,1	2,3
Ratios (%)	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
<b>Variation chiffre d'affaires</b>	<b>2,5%</b>	<b>21,1%</b>	<b>0,4%</b>	<b>1,3%</b>	<b>6,0%</b>	<b>4,0%</b>	<b>3,0%</b>
Marge EBE	13,7%	20,3%	11,9%	9,2%	9,0%	12,2%	12,6%
<b>Marge opérationnelle courante</b>	<b>12,1%</b>	<b>19,0%</b>	<b>12,0%</b>	<b>7,5%</b>	<b>7,5%</b>	<b>10,7%</b>	<b>11,1%</b>
Marge opérationnelle	12,1%	19,0%	7,8%	-26,7%	7,5%	10,7%	11,1%
Marge nette	21,1%	13,4%	4,1%	-29,0%	5,2%	7,7%	8,0%
CAPEX (% CA)	40,4%	0,2%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%
BFR (% CA)	-32,4%	-20,9%	-17,5%	-21,8%	-8,3%	-8,0%	-7,9%
<b>ROCE</b>	<b>9,1%</b>	<b>17,1%</b>	<b>10,2%</b>	<b>11,2%</b>	<b>9,6%</b>	<b>14,6%</b>	<b>15,9%</b>
ROCE hors GW	-106,6%	-224,1%	-208,2%	-41,6%	-337,9%	-277,0%	-202,3%
ROE	19,2%	13,0%	3,8%	-38,2%	6,8%	9,4%	9,1%
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	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
<b>Gearing (%)</b>	<b>-11,7%</b>	<b>-20,8%</b>	<b>-7,6%</b>	<b>-13,3%</b>	<b>-5,5%</b>	<b>-16,3%</b>	<b>-25,8%</b>
Dettes nettes/EBE	-1,0	-1,1	-0,7	-1,1	-0,5	-1,1	-1,8
EBE/charges financières	35,4	-181,1	-226,3	-25,3	38,5	78,1	148,2
Valorisation	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Nombre d'actions (en millions)	5,6	5,7	5,7	5,7	5,7	5,7	5,7
Nombre d'actions moyen (en millions)	5,6	5,7	5,7	5,7	5,7	5,7	5,7
Cours (moyenne annuelle en euros)	5,8	8,0	6,5	3,1	3,1	3,1	3,1
(1) Capitalisation boursière moyenne	32,3	45,3	36,9	17,7	17,7	17,7	17,7
(2) Dette nette (+)/ trésorerie nette (-)	-3,4	-6,7	-2,6	-3,2	-1,4	-4,7	-8,2
(3) Valeur des minoritaires	1,6	3,0	-0,1	0,8	0,8	0,8	0,8
(4) Valeur des actifs financiers	3,6	2,0	1,5	1,9	1,9	1,9	1,9
Valeur d'entreprise = (1)+(2)+(3)-(4)	27,0	39,6	32,8	13,3	15,1	11,8	8,4
<b>VE/CA</b>	<b>1,1</b>	<b>1,3</b>	<b>1,1</b>	<b>0,4</b>	<b>0,5</b>	<b>0,3</b>	<b>0,2</b>
VE/EBE	7,7	6,3	8,8	4,6	5,0	2,8	1,9
<b>VE/ROCE</b>	<b>8,8</b>	<b>6,7</b>	<b>8,8</b>	<b>5,6</b>	<b>6,0</b>	<b>3,2</b>	<b>2,1</b>
P/E	6,0	10,9	29,2	-1,9	10,2	6,6	6,2
P/B	1,1	1,4	1,1	0,7	0,7	0,6	0,6
P/CF	24,6	15,6	25,9	6,3	-12,0	6,0	5,7
Données par action (€)	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
<b>Bnpa</b>	<b>0,96</b>	<b>0,73</b>	<b>0,22</b>	<b>-1,61</b>	<b>0,31</b>	<b>0,47</b>	<b>0,50</b>
Book value/action	5,1	5,7	5,9	4,3	4,6	5,1	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 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."