

Déception sur les marges mais des perspectives toujours intéressantes

Publication des résultats annuels 2022

Après la publication d'un chiffre d'affaires 2022 en croissance de +36% à 26,1 M€, Witbe publie des résultats annuels en deçà des attentes, impactés par un recul de la marge brute et par des investissements. L'EBITDA ressort à 3,0 M€ contre 4,2 M€ l'an passé (nous attendions 5,9 M€).

Une contraction de la MB

Si la marge brute semestrielle ressortait en légère progression à 87,0%, celle-ci s'est fortement contractée au second semestre, pour ressortir à 80,6% en année pleine (-5,9 pts). Ce recul s'explique par trois éléments :

1/ le Groupe a signé en cours d'année un contrat significatif avec un acteur américain, portant sur le déploiement de plusieurs centaines de Witbox, un contrat crucial pour démontrer la capacité de Witbe à répondre aux besoins des câblo-opérateurs de premier rang, mais une commande moins contributive en terme de marge. A noter que ce contrat pourra évoluer dans les prochaines années, de nombreuses possibilités d'upsell (déblocage de nouvelles fonctionnalités sur les Witbox équipées) étant possibles.

2/ Afin d'accompagner la montée en puissance du Cloud et de son offre SaaS, Witbe a investi afin d'ouvrir de nouveaux points de présence vidéo dans plus de 30 villes dans le monde, engendrant ainsi des frais de déploiement et d'achats de serveurs. Ces éléments sont non-récurrents.

Enfin, 3/ le mix-produits a évolué cette année en faveur de la vente de robots dédiés au REC, une solution ayant fonctionné au-delà des espérances du Groupe avec un déploiement qualifié de massif. Si ces solutions offrent ici aussi un fort potentiel d'upsell, elles sont initialement moins margées.

Des charges reflétant une année de structuration

En parallèle de cette contraction de la marge brute, les charges opérationnelles ont augmenté de +24% à 22,0 M€. Dans le détail, les charges de personnel ont augmenté de +16% à 16,6 M€ sous l'effet de la progression des effectifs aux USA et de versements de commissions commerciales. Une optimisation de ces charges est attendue en 2023, Witbe se dégageant progressivement de son activité IT (non cœur aujourd'hui) au profit de celle dédiée aux acteurs de la vidéo. Nous estimons ces gains de l'ordre de 700 K€ en année pleine.

Dans le même temps, les charges externes ont progressé de +59% à 5,4 M€ sous l'effet 1/ de l'accroissement des charges locatives liées à l'ouverture ou à l'extension des bureaux de Lisbonne, Phoenix, San Francisco, Paris et de Singapour (+300 K€), 2/ d'une normalisation des dépenses post-covid, tant sur le marketing avec un retour des salons que sur les voyages (+450 K€) et 3/ du coût des VIE et de la sous-traitance. Cette augmentation des charges est logique dans le contexte de forte croissance de l'activité.

Au global, l'EBITDA ressort ainsi à 3,0 M€ contre 4,2 M€ en 2021. Après comptabilisation des DAP à hauteur de 3,0 M€ (vs 2,4 M€) matérialisant la poursuite des efforts de R&D, le ROC ressort à l'équilibre à 0 M€. Enfin, bénéficiant d'un résultat financier positif de 0,8 M€ (gains de change), le RNpg atteint 0,8 M€ en 2022, permettant de préserver la profitabilité du Groupe.

Un impact sur le P&L mais un bilan toujours solide

Si cette contraction de la marge brute vient impacter le P&L dans son ensemble, le Groupe bénéficie néanmoins d'une situation bilancière toujours solide. Fort d'un effort important d'optimisation du poste clients par les équipes de Witbe (créances clients de 4,3 M€ fin 2022 vs 8,1 M€ fin 2021), la variation de BFR ressort positive à +1,8 M€, permettant ainsi de dégager un cash flow d'exploitation de +5,3 M€. Celui-ci permet ainsi de couvrir intégralement les flux liés

Achat

Objectif de cours 10,00 € (vs 12,00 €)
Cours au 19/04/2023 7,20 €
Potentiel 39%

Données valeur

ALWIT.PA / ALWIT.FP	
Euronext Growth	
Capitalisation (M€)	29,6
Nb de titres (en millions)	4,12
Volume moyen 12 mois (titres)	5 084
Extrêmes 12 mois	6,46 € 9,77 €

Performances boursières

Performances (%)	Ytd	1m	3m	12m
Perf. Absolue	-5,1%	-18,1%	-10,6%	1,4%
Perf CAC Small	3,3%	2,9%	-1,3%	-8,0%

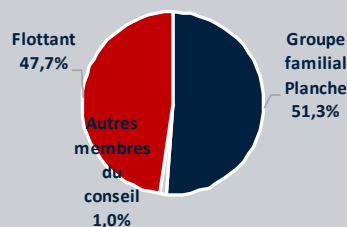
Données financières (en M€)

au 31/12	2021	2022e	2023e	2024e
CA	19,1	26,1	29,8	33,9
var %	33,0%	36,5%	14,0%	14,0%
EBE	4,2	3,0	4,9	6,9
% CA	21,8%	11,6%	16,5%	20,2%
ROC	1,8	0,0	1,9	3,3
% CA	9,4%	ns	6,3%	9,8%
RN	2,1	0,7	1,5	2,6
% CA	11,1%	2,8%	5,2%	7,7%
Bnpa (€)	0,50	0,17	0,36	0,62
ROCE (%)	8%	0%	9%	14%
ROE (%)	35%	10%	17%	22%
Gearing (%)	27%	5%	-11%	-25%
Dette nette	1,6	0,4	-1,0	-2,9
Dividende n (€)	0,00	0,00	0,00	0,00
Yield (%)	0%			

Multiples de valorisation

	2021	2022e	2023e	2024e
VE/CA (x)	1,7	1,1	1,0	0,8
VE/EBE (x)	7,8	9,9	5,8	3,9
VE/ROC (x)	17,9	ns	15,1	8,0
PE (x)	14,5	39,8	19,0	11,2

Actionnariat



Prochaine publication : chiffre d'affaires S1 2023 le 25 juillet 2023



Analyste

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



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

aux investissements (R&D et ouverture de nouveaux bureaux) de -4,1 M€ et ceux liés aux financements de -1,1 M€ (remboursement d'emprunts et annulation du PPP aux USA). La variation de trésorerie ressort ainsi positive de +0,1 M€ sur l'exercice.

Au global, Witbe maintient ainsi une situation de trésorerie très saine avec des disponibilités de 2,8 M€ pour des dettes financières de 3,3 M€ (dont 3,1 M€ de PGE).

Perspectives

S'il est clair que le Groupe a déçu au terme de son exercice 2022 en affichant une dégradation de ses résultats, les perspectives restent positives dans les prochains mois.

Tout d'abord parce que Witbe dispose d'une solide dynamique commerciale bénéficiant d'une offre unique sur le marché (la société vient de remporter le titre de *product of the year 2023* au NAB Show, grand-messe des broadcasters américains), dont les prochains développements devraient mettre de renforcer la valeur perçue des solutions du Groupe tout en maintenant son avance technologique. A ce titre, Witbe annonçait disposer à mi-avril d'un chiffre d'affaires déjà réalisé ou à comptabiliser de 10,2 M€.

Ensuite car plusieurs leviers devraient mettre au Groupe d'améliorer son EBITDA, notamment sur le volet de l'amélioration de la productivité et sur l'allègement des charges de personnels suite au désengagement de l'activité IT.

Enfin, car le management de Witbe communique pour la première fois sur des guidances, des éléments non communiqués ces dernières années, reflétant un certain niveau de confiance du Groupe quant à la réalisation de ses objectifs. Pour 2023, la société vise ainsi un chiffre d'affaires de 30 M€, des éléments en ligne avec notre attente de 29,8 M€ de revenus en 2023e, ainsi que l'atteinte d'un EBITDA de 5,0 M€, rendu possible par 1/ la forte croissance de l'activité, 2/ le maintien du niveau de marge brute et 3/ le contrôle des charges opérationnelles (incluant l'économie évoquée plus en amont de cette note). Nous attendons un EBITDA de 4,9 M€ (vs 8,2 M€).

Passée la déception des résultats 2022, la trajectoire de la société reste intéressante. Concentré sur la croissance de son activité, le management dispose aujourd'hui d'une offre multi-récompensée et complètement en phase avec les besoins de son marché. L'année écoulée aura aussi été l'occasion de se renforcer sur le plan commercial avec l'ouverture de nouveaux bureaux mais aussi technologique avec le développement de l'infrastructure Cloud. Dans les prochains mois nous resterons vigilants sur la poursuite du contrôle de la structure de coûts ainsi que sur la capacité du Groupe à réaliser de l'upsell sur la base installée.

Recommandation

Après la mise à jour de notre modèle de valorisation et notamment de notre séquence de progression de la marge, notre objectif de cours ressort à 10,00 € (vs 12,00 €) et notre recommandation reste à Achat étant donné le potentiel de hausse supérieur à 15%.



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.](#)

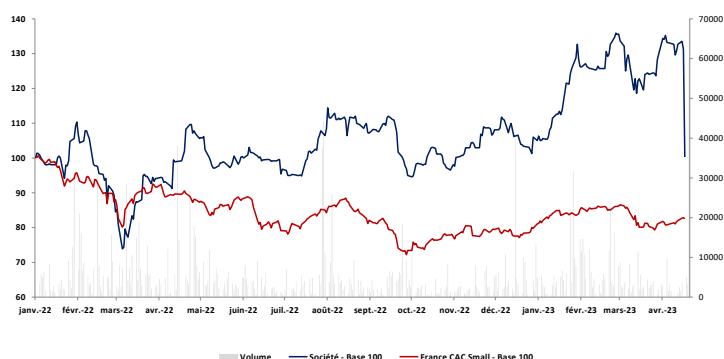
Présentation de la société

Créé en 2000, Witbe est un éditeur de logiciels développant une plateforme unique de mesure de la Qualité d'Expérience (QoE). La société accompagne les plus grands opérateurs telecoms, les diffuseurs mondiaux et les grandes entreprises en leur permettant de superviser la qualité de leurs services délivrés (téléphonie, vidéo, web), sur tout type d'appareil (PC, smartphone, box, ...), sur n'importe quel réseau et ainsi d'améliorer la qualité d'expérience de leurs utilisateurs.

Bénéficiant d'une implantation dans 11 bureaux dont deux principaux en France et aux USA, Witbe accompagne plus de 300 clients dans 50 pays.

En 2021, la société a lancé la Witbox, un robot de tests capable de vérifier la qualité vidéo et audio de toutes les chaînes d'un opérateur 24h/24 de manière automatique. Combiné au Cloud, la Witbox est plug-and-play et se connecte facilement aux devices des clients. Un véritable game-changer pour la société et pour son développement commercial.

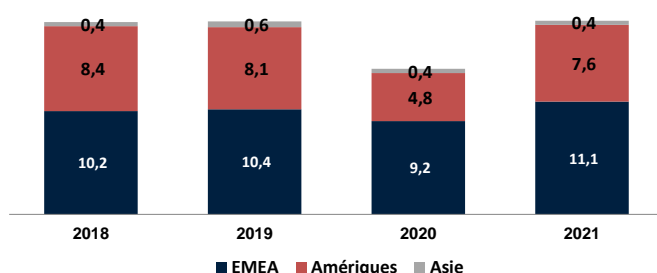
Evolution du cours (base 100)



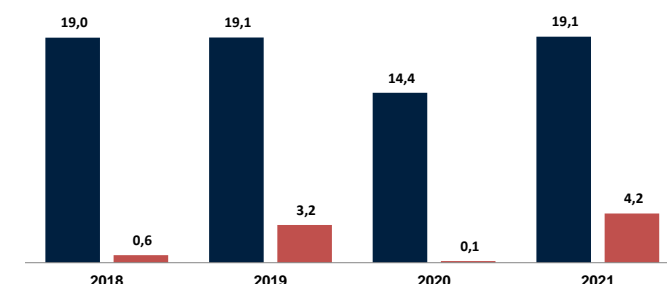
Argumentaire d'investissement

- **Une plateforme reconnue sur le marché.** Les développements menés par le Groupe ces dernières années ont permis de construire une plateforme en phase avec les attentes du marché. Celle-ci est plébiscitée par de nombreux opérateurs et diffuseurs de contenus de renommée mondiale et a notamment été utilisée pour 1/ la supervision en temps réel et sur tous types de devices de l'édition 2020 du Super Bowl, 2/ le lancement de Disney+ en France par Canal + sur fond de crise sanitaire et 3/ le déploiement de Peacock par NBCU aux Etats-Unis. Ces cas d'usage démontrent la reconnaissance du marché pour la solution de Witbe et constitue un formidable levier marketing pour le Groupe.
- **La Witbox, un succès sorte de forte croissance.** Lancé en 2021, la Witbox est le plus petit robot de tests automatisés conçu par la société. Réduisant drastiquement le temps de déploiement, la Witbox répond aux enjeux du marché américain, nécessitant des offres claires, répondant à des problématiques précises. Véritable prouesse technologique pour le Groupe, cette Witbox est aussi un véritable atout commercial pour le Groupe puisque sa commercialisation permet de générer 1/ des revenus de setup au lancement, 2/ des revenus issus de la maintenance annuelle et 3/ des revenus récurrents issus de l'abonnement aux fonctionnalités de Witbe. Enfin, elle facilite l'upsell du portefeuille client.
- **Une structure adaptée pour absorber la croissance.** Engagé depuis 2020 dans le plan ORION visant à rendre plus agile la société, Witbe a largement fait évoluer sa structure en 1/ automatisant ses processus internes et externes, 2/ refondant sa stratégie commerciale, 3/ optimisant ses processus de production et 4/ en lançant de nouveaux produits adaptés au marché (Witbox). Outre les économies réalisées sur la structure opérationnelle de la société, ce plan a permis à la société de se mettre en position pour accélérer fortement sa croissance.

Répartition géographique du CA (en M€)



Evolution du CA et de l'EBE (en M€)



Analyste

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



Compte de résultat (M€)	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Chiffre d'affaires	19,0	19,1	14,4	19,1	26,1	29,8	33,9
Excédent brut d'exploitation	0,6	3,2	0,1	4,2	3,0	4,9	6,9
Résultat opérationnel courant	-1,0	1,0	-1,8	1,8	0,0	1,9	3,3
Résultat opérationnel	-1,0	1,0	-1,8	1,8	0,0	1,9	3,3
Résultat financier	0,2	0,1	-0,7	0,2	0,8	0,2	0,2
Impôts	0,1	0,0	-0,3	0,1	0,0	-0,5	-0,9
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
Résultat net part du groupe	-0,8	0,7	-2,8	2,1	0,7	1,5	2,6
Bilan (M€)	2018	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e
Actifs non courants	6,4	7,1	7,6	9,0	9,9	10,5	10,3
<i>dont goodwill</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>
BFR	7,2	7,0	5,4	7,1	5,4	6,1	7,0
Disponibilités + VMP	2,3	0,2	2,6	2,7	2,8	4,2	6,1
Capitaux propres	5,2	5,7	3,5	6,0	7,5	9,1	11,7
Emprunts et dettes financières	5,0	1,9	4,9	4,3	3,2	3,2	3,2
Total Bilan	21,2	21,6	20,5	26,4	29,9	32,9	37,2
Tableau de flux (M€)	2018	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e
Marge Brute d'autofinancement	-0,3	1,5	-2,2	3,2	2,3	3,1	4,7
Variation de BFR	1,1	0,5	2,8	-0,1	1,8	-0,7	-0,9
Flux net de trésorerie généré par l'activité	2,0	3,6	2,2	4,6	5,3	3,9	5,3
Investissements opérationnels nets	-3,1	-2,7	-2,7	-4,0	-3,9	-3,6	-3,4
Investissements financiers nets	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Flux nets de trésorerie liés aux investissements	-3,1	-2,7	-2,7	-4,0	-3,9	-3,6	-3,4
Augmentation de capital	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Variation emprunts	-1,3	-2,2	3,5	-0,6	-1,1	0,0	0,0
Dividendes versés	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Autres	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Flux nets de trésorerie liés au financement	-1,2	-2,2	3,5	-0,7	-1,1	0,0	0,0
Variation de l'endettement financier net	-2,3	-1,3	3,0	0,0	0,2	0,3	1,9
Ratios (%)	2018	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e
Variation chiffre d'affaires	17,4%	0,1%	-24,6%	33,0%	36,5%	14,0%	14,0%
Marge EBE	3%	17%	1%	22%	12%	17%	20%
Marge opérationnelle courante	-5%	5%	-13%	9%	0%	6%	10%
Marge opérationnelle	-5%	5%	-13%	9%	0%	6%	10%
Marge nette	-4%	3%	-20%	11%	3%	5%	8%
Investissements opérationnels nets/CA	16%	14%	19%	21%	15%	12%	10%
BFR/CA	38%	37%	38%	37%	21%	20%	21%
ROCE	-5%	5%	-9%	8%	0%	9%	14%
ROCE hors GW	-5%	5%	-9%	8%	0%	9%	14%
ROE	-15%	12%	-80%	35%	10%	17%	22%
Payout	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Dividend yield	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Ratios d'endettement	2018	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e
Gearing (%)	52%	31%	65%	27%	5%	-11%	-25%
Dettes nette/EBE	4,2	0,6	16,6	0,4	0,1	-0,2	-0,4
Valorisation	2018	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e
Nombre d'actions (en millions)	4,1	4,1	4,1	4,1	4,1	4,1	4,1
Nombre d'actions moyen (en millions)	4,1	4,1	4,1	4,1	4,1	4,1	4,1
Cours (dernier)	5,4	2,9	7,2	7,2	7,2	7,2	7,2
(1) Capitalisation boursière moyenne	22,0	11,8	29,3	29,3	29,3	29,3	29,3
(2) Dette nette (+)/ trésorerie nette (-)	2,7	1,8	2,3	1,6	0,4	-1,0	-2,9
(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	1,0	2,0	3,0	4,0
Valeur d'entreprise = (1)+(2)+(3)-(4)	24,7	13,6	31,6	29,9	27,6	25,2	22,4
PER	ns	17,8	-6,9	14,5	39,7	19,0	11,2
VE / EBE	39,2	4,3	157,9	7,8	9,9	5,8	3,9
VE / ROC	ns	13,7	ns	17,9	ns	15,1	8,0
VE / CA	1,3	0,7	1,5	1,7	1,1	1,0	0,8
P/B	4,2	2,1	5,5	5,1	3,9	3,2	2,5
Données par action (€)	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Bnpa	-0,18	0,16	-0,67	0,50	0,17	0,36	0,62
Book value/action	1,3	1,4	0,9	1,5	1,9	2,2	2,9
Dividende /action	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00

Analyste

Louis-Marie de Sade

01 44 70 20 77

Imdesade@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: Du 23/04/2020 au 31/01/2021 et depuis le 19/04/2021

Accumuler:

Neutre : Du 01/02/2021 au 16/04/2021

Alléger : (-)

Vente : (-)

Sous revue : Du 28/03/2020 au 22/04/2020

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	Oui	Non	Oui

« Disclaimer / Avertissement »

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