

## Achat

<b>Objectif de cours</b>	<b>14,0 € (vs 13,0 €)</b>
Cours au 11/10/2023	10,2 €
<b>Potentiel</b>	<b>37,3%</b>

## Données valeur

ALOSM.PA / ALOS.M:FP	
Euronext Growth	
Capitalisation (M€)	29,2
Nb de titres (en millions)	2,9
Volume moyen 12 mois (titres)	1 674
Extrêmes 12 mois	7,71 € 12,69 €

## Performances boursières

<b>Performances (%)</b>	<b>Ytd</b>	<b>1m</b>	<b>3m</b>	<b>12m</b>
Perf. Absolue	10,0%	-7,5%	-7,5%	11,5%
Perf CAC Small	-12,5%	-11,3%	-14,3%	-5,7%

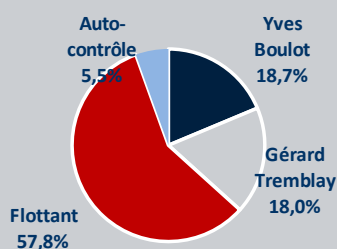
## Données financières (en M€)

au 31/08	2022	2023e	2024e	2025e
CA	11,6	12,8	16,7	19,5
var %	20,8%	10,0%	30,7%	16,8%
EBE	3,8	4,3	6,2	7,3
% CA	32,4%	33,3%	36,9%	37,3%
ROC	1,4	1,6	2,7	3,3
% CA	12,0%	12,9%	16,5%	16,8%
RN	1,0	1,0	1,9	2,3
% CA	8,4%	8,1%	11,5%	12,0%
Bnpa (€)	0,5	0,4	0,7	0,8
ROCE (%)	6,3%	6,8%	9,9%	10,9%
ROE (%)	12,1%	6,4%	10,6%	11,5%
Gearing (%)	137,1%	28,6%	29,4%	23,1%
Dette nette	11,1	4,6	5,3	4,7
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)	2,5	2,6	2,0	1,7
VE/EBE (x)	7,6	7,8	5,5	4,6
VE/ROC (x)	20,5	20,1	12,3	10,1
P/E (x)	18,6	28,4	15,3	12,5

## Actionnariat



Prochaine publication : Résultats annuels,  
12/12/2023



**Analyste**  
Pierre LAURENT  
01 44 70 20 78  
plaurant@elcorp.com



## Croissance annuelle à deux chiffres et belle acquisition au UK

## Publication du CA 2022/2023

Osmozis publie un chiffre d'affaires 2022/2023 de 12,8 M€, en croissance de +10%, un niveau légèrement inférieur à nos attentes (13,3 M€, +15%) du fait d'un one-off sur le T4. Ce chiffre d'affaires représente un record pour le troisième exercice consécutif, période durant laquelle Osmozis aura généré un CAGR de +16,8%. Le groupe annonce par ailleurs, et elle était attendue, l'acquisition de Camping Connect, entreprise galloise rentable spécialisée dans la fourniture de services wifi et qui a réalisé environ 1,9 M€ de revenus sur l'année 2022/2023. Nous accueillons positivement cette opération qui devrait déboucher sur des synergies, dynamiser la top line et placer le groupe sur l'échiquier européen de l'industrie des loisirs.

## Encore une superbe performance d'ensemble

Après plus de +20% de croissance sur l'exercice précédent, Osmozis a réussi à maintenir un rythme de développement à deux chiffres, bien qu'en léger ralentissement. Nous notons les éléments suivants:

- Un segment Services Premium d'abonnement en croissance de +23%, à 10,6 M€. A l'intérieur de celui-ci, les services connectés continuent leur impressionnante marche en avant et progressent de +32% sur l'année fiscale pour atteindre 4 M€ de chiffre d'affaires. De leur côté, les abonnements Wifi Premium enregistrent une croissance de +18%, à 6,6 M€.

- Une activité de Consommation Périodique en retrait de -28%, à 2,1 M€, en lien avec la stratégie menée par le groupe d'arrêter progressivement (depuis septembre 2021) la commercialisation de cette offre, non récurrente et moins rentable.

- Un one-off d'environ -0,5 M€ sur le T4 dû à l'arrêt délibéré de contrats peu ou non rentables de consommation périodique ne pouvant pas être transformés en wifi premium. Cet impact coûte près de 500 bps sur la croissance annuelle du groupe et explique 1/ la totalité de l'écart avec notre estimation et 2/ la faible croissance relative sur le T4, de « seulement » +3% vs un 9M de +15%.

- Le chiffre d'affaires entièrement récurrent d'Osmozis, que l'on pourrait rapprocher de la définition d'un ARR, atteint désormais 8 M€.

## Nous l'attendions, la voilà

Annoncée depuis plusieurs mois maintenant par le management, l'opération de croissance externe du groupe est désormais une réalité. Osmozis a révélé hier soir la finalisation de l'acquisition de Camping Connect, entreprise spécialisée dans la fourniture de services Wifi à Swansea, au Pays de Galles.

Créée en 2011, la société déploie des offres équivalentes à celles d'Osmozis sur environ 60 000 emplacements outre manche, répartis sur plus de 360 sites, et a généré près de 2 M€ de CA en 2022/2023 (avec une récurrence proche de 60%) pour un niveau de rentabilité déjà proche de celui de l'acquéreur. Avec plus de +30% de croissance/an, la société connaît un rythme de développement rapide. Nous pensons que le potentiel synergique entre Osmozis et Camping Connect est évident et s'articule autour des éléments suivants:

- L'entrée pour le groupe sur le deuxième plus gros marché du tourisme de plein air en Europe. Avec plus de 4 000 sites en fonctionnement, la Grande Bretagne est un acteur de poids à l'échelle européenne. L'acquisition d'une société ayant environ 10% de parts de marché sur la zone est un signal fort envoyé par Osmozis, qui devrait commencer à se faire un nom à l'échelle européenne.



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

- Un nouveau débouché pour OsmoX. Camping Connect commercialise actuellement des bornes achetées sur le marché. Avec l'acquisition, le groupe britannique va désormais déployer la nouvelle borne d'Osmozis, OsmoX, ce qui devrait engendrer une forte réduction du coût d'acquisition du matériel pour Camping Connect et ainsi doper la rentabilité de la filiale
- Un potentiel de digitalisation important sur les emplacements couverts par Camping Connect. Au-delà du wifi, Osmozis achète, à travers cette opération, de la base sur laquelle il pourrait à terme développer toute sa gamme de services connectés. L'opération est selon nous significative dans les ambitions de déploiement des services premium du groupe.
- Deux sociétés en discussion depuis plusieurs années. Le management d'Osmozis nous a expliqué connaître et sincèrement apprécier celui de la cible depuis plus de quatre ans. Bien que non quantifiable, cet élément est essentiel pour nous car il est garant d'une intégration rapide et réussie et d'un fort alignement d'intérêts économiques mais aussi de valeurs humaines.

### Modalités financières de l'opération

Osmozis devrait déboursier 2,2 M€ pour 100% des titres de Camping Connect (dont la dette nette est proche de zéro), faisant ressortir une valorisation de 1,1x VE/CA 2023 et 0,9x VE/CA 2024e (nous attendons une croissance annuelle de chiffre d'affaires de l'ordre de +20-25% sur l'entité). Le paiement se fera à 70% en cash suite à l'augmentation de capital réalisée il y a quelques mois et à 30% en titres Osmozis, valorisés 10,25€/action. Des earn-outs d'environ 1 M€ (50% cash, 50% titres) ont également été négociés. Ces derniers dépendront principalement d'objectifs de performances liés à la croissance de la top line sur les trois prochaines années.

### Intégration comptable et révision de nos estimations

Suite à cette publication et à l'annonce de l'opération, nous avons intégré les nouveaux éléments dont nous disposons et revoyons en conséquence nos estimations. Sur 2023e, l'impact du one-off de -0,5 M€ devrait se retrouver pleinement dans la marge (les frais des contrats résiliés ont été reconnus pour un chiffre d'affaires inexistant en face). Nous attendons désormais un EBE de 4,3 M€ (contre 4,9 M€ précédemment), pour une marge de 33,5% (+70 bps YoY) et un RN de 1,0 M€. Cette prévision est cohérente avec l'attente du management, qui espère atteindre un EBE 2023 record, à la fois en absolu et en matière de marge.

Pour 2024e, suite à l'intégration de l'acquisition dans nos estimations et à quelques ajustements, nous tablons désormais sur l'attente d'un CA de 16,7 M€ (+30,7% YoY), dont environ +15% de croissance organique et le reste provenant de l'intégration de Camping Connect (à taux de change constant et pour 10,5 mois de périmètre suite au recalage fiscal de la société sur l'exercice d'Osmozis), soit environ 2 M€. Sur la rentabilité, nous modélisons dans un premier temps environ +0,2 M€ de synergies suite aux éléments évoqués plus haut et prévoyons désormais un EBE de 6,2 M (contre 5,9 M€ précédemment), faisant ressortir une marge de 36,9% et un RN de 1,9 M€. A plus long terme, nous pensons qu'Osmozis devrait rapidement tangenter les 20 M€ de chiffre d'affaires pour des niveaux de marge d'EBE supérieurs dans la fourchette 35-40% (MOC 15-20%).

### Estimations Euroland, 2023e-2025e

	2023E			2024E			2025E		
	Avant	Après	Var (%)	Avant	Après	Var (%)	Avant	Après	Var (%)
M€									
CA	13,3	12,8	-3,8%	15,3	16,7	9,2%	17,6	19,5	10,8%
Croissance (%)	15,0%	10,0%		15,0%	30,5%		15,0%	16,8%	
EBE	4,9	4,3	-12,2%	5,9	6,2	5,1%	6,9	7,3	5,8%
Marge (%)	36,8%	33,6%	-324,8	38,6%	37,1%	-143,6	39,2%	37,4%	-176,9
ROC	2,1	1,6	-23,8%	2,6	2,7	3,8%	3,1	3,3	6,5%
Marge (%)	15,8%	12,5%	-328,9	17,0%	16,2%	-82,6	17,6%	16,9%	-69,1
RN	1,2	1,0	-16,7%	1,6	1,9	18,8%	2,0	2,3	15,0%
Marge (%)	9,0%	7,8%	-121,0	10,5%	11,4%	92,0	11,4%	11,8%	43,1
BPA	0,4	0,4	-12,5%	0,5	0,7	30,0%	0,7	0,8	14,3%

### Recommandation

Suite à ces annonces, que nous accueillons positivement, nous revoyons notre OC à 14€ (vs 13€) et maintenons notre recommandation à Achat. L'acquisition devrait donner un nouvel élan à l'equity story du groupe et ouvrir de belles perspectives au titre.



**Analyste**  
Pierre LAURENT  
01 44 70 20 78  
pl Laurent@elcorp.com



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

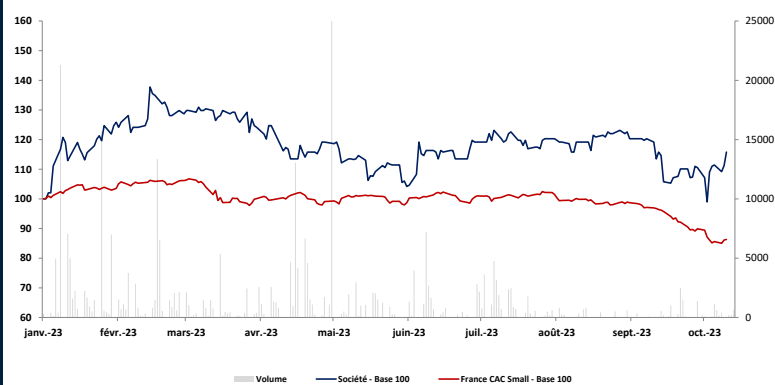
## Présentation de la société

Spécialiste de la transformation numérique des campings et résidences de vacances en Europe, Osmozis propose à ses clients des solutions complètes d'optimisation et de gestion dématérialisée de leurs centres de vacances. En 15 ans, le groupe a construit, acquis un parc installé, et possède près de 30 000 équipements WiFi/LoRaWan sur plus de 2 100 sites en Europe.

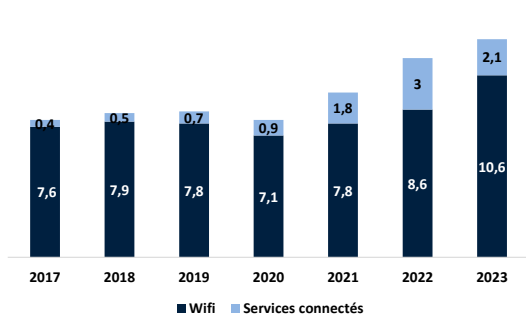
L'offre Osmozis est une solution complète de services connectés pour les espaces de vacances (accès Internet Haut Débit pour les vacanciers et services connectés professionnels pour aider les exploitants) construite sur la base de technologies innovantes dans l'Internet des Objets embarquant des technologies d'architectures brevetées en Europe.

Le groupe a réalisé un chiffre d'affaires consolidé de 11,6 M€ lors de l'exercice clos le 31 août 2022.

## Evolution du cours (base 100)



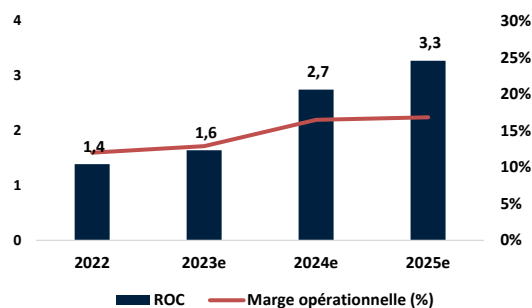
## Evolution du chiffre d'affaires (en M€)



## Argumentaire d'investissement

- Un modèle complémentaire...** L'offre d'Osmozis s'articule autour de deux principales activités : la première, c'est la vente de bornes wifi aux exploitants de sites de plein air. Fort d'une technologie brevetée et d'une vraie capacité d'innovation, Osmozis maîtrise l'ensemble de la chaîne de valeur de son produit, de sa conception à son installation. La seconde s'élabore autour du développement d'une large gamme de services connectés, fortement margés, essentiels au bon fonctionnement des résidences et offrant une proposition de valeur pertinente.
- ... Et pérenne.** Auparavant corrélé à la fréquentation des établissements, Osmozis a su faire évoluer son chiffre d'affaires vers un mix offrant une protection contre les aléas externes pouvant perturber l'activité, ainsi qu'une plus grande récurrence à travers le développement d'un Wifi premium, dont les revenus sont directement facturés aux exploitants. La société dispose ainsi d'une visibilité accrue sur son niveau d'activité, d'autant plus qu'avec un taux de churn inférieur à 2%, elle a démontré sa capacité à garder ses clients sur le long terme.
- Des fondamentaux qui se solidifient.** Les fondamentaux d'Osmozis sont sains et devraient continuer à se renforcer dans le futur, notamment à travers le fort levier opérationnel inhérent au modèle, la croissance en valeur et en volume du CA et l'évolution du mix. On estime que la marge opérationnelle du groupe va doubler en trois ans, la rentabilité des capitaux investis et la génération de FCF sensiblement s'améliorer et enfin que le désendettement devrait se poursuivre.

## Evolution du ROC (en M€)



Compte de résultat (M€)	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Chiffre d'affaires	8,0	9,6	11,6	12,8	16,7	19,5
Excédent brut d'exploitation	0,4	3,1	3,8	4,3	6,2	7,3
<b>Résultat opérationnel courant</b>	<b>-1,5</b>	<b>1,0</b>	<b>1,4</b>	<b>1,6</b>	<b>2,7</b>	<b>3,3</b>
Résultat opérationnel	-1,5	1,0	1,4	1,6	2,7	3,3
Résultat financier	-0,9	-0,2	-0,2	-0,4	-0,4	-0,4
Impôts	-0,6	-0,2	0,2	0,3	0,5	0,6
Mise en équivalence	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
<b>Résultat net part du groupe</b>	<b>-2,0</b>	<b>1,0</b>	<b>1,0</b>	<b>1,0</b>	<b>1,9</b>	<b>2,3</b>
Bilan (M€)	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Actifs non courants	12,6	14,7	16,2	17,4	19,7	20,6
<i>dont goodwill</i>	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5
BFR	1,2	2,6	2,8	3,1	3,5	4,4
<b>Disponibilités + VMP</b>	<b>5,1</b>	<b>4,5</b>	<b>4,8</b>	<b>12,7</b>	<b>12,0</b>	<b>12,6</b>
Capitaux propres	6,1	7,0	8,1	16,1	18,0	20,3
Emprunts et dettes financières	12,8	14,9	15,9	17,3	17,3	17,3
<b>Total Bilan</b>	<b>22,8</b>	<b>25,5</b>	<b>26,6</b>	<b>38,0</b>	<b>41,4</b>	<b>44,7</b>
Tableau de flux (M€)	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Marge Brute d'autofinancement	-0,6	2,9	3,5	3,6	5,3	6,3
Variation de BFR	2,1	-1,3	0,6	-0,4	-0,4	-0,9
<b>Flux net de trésorerie généré par l'activité</b>	<b>1,5</b>	<b>1,7</b>	<b>4,1</b>	<b>3,3</b>	<b>5,0</b>	<b>5,5</b>
Investissements opérationnels nets	-2,2	-4,3	-4,0	-3,8	-4,2	-4,9
Investissements financiers nets	0,0	0,0	0,0	0,0	-1,5	0,0
<b>Flux nets de trésorerie liés aux investissements</b>	<b>-2,2</b>	<b>-4,3</b>	<b>-4,0</b>	<b>-3,8</b>	<b>-5,7</b>	<b>-4,9</b>
Augmentation de capital	0,0	0,0	0,0	7,0	0,0	0,0
Variation emprunts	3,0	2,1	0,2	1,4	0,0	0,0
Dividendes versés	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Flux nets de trésorerie liés au financement</b>	<b>3,0</b>	<b>2,1</b>	<b>0,2</b>	<b>8,4</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>
Variation de l'endettement financier net	2,3	-0,6	0,3	7,9	-0,7	0,6
Ratios (%)	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
<b>Variation chiffre d'affaires</b>	<b>-6,7%</b>	<b>20,0%</b>	<b>20,8%</b>	<b>10,0%</b>	<b>30,7%</b>	<b>16,8%</b>
Marge EBE	5,0%	32,8%	32,4%	33,3%	36,9%	37,3%
<b>Marge opérationnelle courante</b>	<b>-18,3%</b>	<b>10,0%</b>	<b>12,0%</b>	<b>12,9%</b>	<b>16,5%</b>	<b>16,8%</b>
Marge opérationnelle	-18,3%	10,0%	12,0%	12,9%	16,5%	16,8%
Marge nette	-24,6%	10,0%	8,4%	8,1%	11,5%	12,0%
CAPEX (% CA)	27,5%	45,2%	34,8%	30,0%	25,0%	25,0%
BFR (% CA)	15,0%	27,4%	24,1%	24,7%	21,0%	22,4%
<b>ROCE</b>	<b>-7,1%</b>	<b>3,7%</b>	<b>5,5%</b>	<b>6,0%</b>	<b>8,9%</b>	<b>9,9%</b>
ROCE hors GW	-8,6%	4,3%	6,3%	6,8%	9,9%	10,9%
ROE	-32,5%	13,7%	12,1%	6,4%	10,6%	11,5%
Payout	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%
Ratios d'endettement	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
<b>Gearing (%)</b>	<b>127,0%</b>	<b>147,6%</b>	<b>137,1%</b>	<b>28,6%</b>	<b>29,4%</b>	<b>23,1%</b>
Dettes nettes/EBE	19,2	3,3	2,9	1,1	0,9	0,6
EBE/charges financières	1,5	29,7	ns	11,9	17,3	20,3
Valorisation	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Nombre d'actions (en millions)	2,9	2,9	2,9	2,9	2,9	2,9
Nombre d'actions moyen (en millions)	2,9	2,9	2,9	2,9	2,9	2,9
Cours (moyenne annuelle en euros)	7,7	6,3	7,5	10,2	10,2	10,2
(1) Capitalisation boursière moyenne	22,1	18,1	21,6	29,2	29,2	29,2
(2) Dette nette (+)/ trésorerie nette (-)	7,7	10,3	11,1	4,6	5,3	4,7
(3) Valeur des minoritaires	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
(4) Valeur des actifs financiers	1,1	1,1	0,8	0,8	0,8	0,8
Valeur d'entreprise = (1)+(2)+(3)-(4)	28,7	27,3	31,9	33,1	33,8	33,2
<b>VE / CA</b>	<b>2,9</b>	<b>2,4</b>	<b>2,5</b>	<b>2,6</b>	<b>2,0</b>	<b>1,7</b>
VE / EBE	57,7	7,2	7,6	7,8	5,5	4,6
<b>VE / ROC</b>	<b>ns</b>	<b>23,7</b>	<b>20,5</b>	<b>20,1</b>	<b>12,3</b>	<b>10,1</b>
P/E	ns	14,0	18,6	28,4	15,3	12,5
P/B	2,7	1,9	2,3	1,8	1,6	1,4
Données par action (€)	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
<b>Bnpa</b>	<b>-0,9</b>	<b>0,4</b>	<b>0,5</b>	<b>0,4</b>	<b>0,7</b>	<b>0,8</b>
Book value/action	2,1	2,4	2,8	5,6	6,3	7,1
Dividende /action	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00

## Analyste

Pierre LAURENT

01 44 70 20 78

plaurant@elcorp.com



**Système de recommandations :**

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

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

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

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

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

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

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

**Historique de recommandations:**

**Achat**: Depuis le 20/01/2021

**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 Osmozis (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."