



**REWORLD
MEDIA**

Achat

Capitalisation	105,7	Ticker	ALREW.PA / ALREW:FP	Média
Objectif de cours	5,60 €	Nb de titres (en millions)	60,04	Flash valeur
Cours au 24/09/2025	1,76 €	Volume moyen 12m (titres)	81 563	24/09/2025
Potentiel	218%	Extrêmes 12m (€)	1,67€/3,89€	

Rentabilité en hausse grâce au BtoB

A retenir

- Le CA S1 2025 ressort en léger recul à 257,1 M€ (-2,7% YoY)
- L'EBITDA BtoB réalise une progression sensible de +16,5% à 15,7 M€
- Le RNPG bondit de +44,4% à 8,1 M€

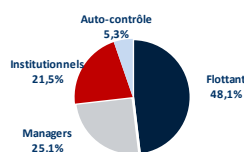
Données financières (en M€)

au 31/12	2024	2025e	2026e	2027e
CA	534,7	528,8	535,1	542,1
var %	-2,7%	-1,1%	1,2%	1,3%
EBE - hors AGA	53,8	55,2	60,3	61,5
% CA	10,1%	10,4%	11,3%	11,3%
REX	47,3	45,7	50,7	51,7
% CA	8,8%	8,6%	9,5%	9,5%
RNpg	23,3	25,7	32,9	34,4
% CA	4,4%	4,9%	6,1%	6,3%
Bnpa (€)	0,41	0,43	0,55	0,57
ROCE (%)	10,1%	8,8%	9,0%	8,8%
ROE (%)	10,0%	9,9%	11,1%	10,3%
Gearing (%)	43,5%	42,3%	36,4%	28,6%
Dettes nettes	101,4	110,5	108,0	95,3
Dividende n (€)	0,0	0,0	0,0	0,0
Yield (%)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

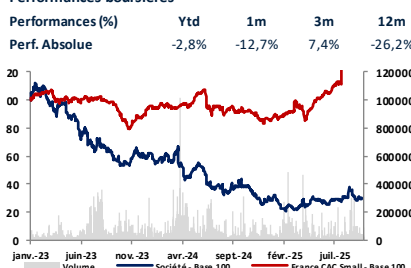
Multiples de valorisation

	2024	2025e	2026e	2027e
VE/CA (x)	0,5	0,4	0,4	0,4
VE/EBE (x)	4,8	4,1	3,8	3,6
VE/ROC (x)	5,4	5,0	4,5	4,2
P/E (x)	6,1	4,0	3,2	3,1

Actionariat



Performances boursières



Publication des résultats S1 2025

Reworld Media a publié hier soir ses résultats pour le compte du premier semestre 2025. Dans un contexte macroéconomique morose, les revenus du groupe sont ressortis en légère baisse de -2,7% à 257,1 M€. Malgré le recul soutenu des activités BtoC (-7,4% YoY au S1) le BtoB a démontré une certaine résilience (+1,0%). Cette dernière a bénéficié à la rentabilité du groupe avec un EBITDA en hausse de +3,3% à 23,6 M€, traduisant une marge d'EBITDA de 9,2% (+60bps vs S1 2024). L'EBIT a également progressé de +3,5% à 19,7 M€ contre 19 M€ au terme du premier semestre 2024. Enfin, le RNpg S1 2025 a connu une très forte progression pour atteindre 8,1 M€ (+44% YoY).

Le BtoB a repris des couleurs...

Le premier semestre 2025 a confirmé la solidité du pôle BtoB, qui a enregistré un chiffre d'affaires de 151,4 M€, en légère hausse de +1% (+1,4 M€), soutenu par une progression marquée de +6,6% au deuxième trimestre (le segment avait connu un recul de -4,8% au terme du T1 2025). Le pôle, qui représente désormais 59% du mix (contre 56,8% un an plus tôt), a tiré parti d'un marché de la communication d'entreprise en faible croissance (+0,6% selon BUMP), mais qui a résisté grâce à la dynamique du digital (+8,7%). La performance du segment s'est expliquée par l'essor continu des activités numériques, représentant 84% du chiffre d'affaires du pôle. Elle a été portée par la montée en puissance du social (+19% avec notamment Metapic) et des offres à la performance (+8%), ce qui a conforté la position du groupe comme deuxième réseau d'affiliation en Europe.

À l'inverse, le pôle BtoC a affiché un chiffre d'affaires de 105,7 M€, en retrait de -7,4%, conséquence d'une contraction des ventes à l'acte. Néanmoins, la progression du panier moyen par abonnement (+4,3% à 5,64 €) a illustré l'impact positif des ajustements tarifaires ciblés. Enfin, le développement éditorial, notamment autour des marques premium comme Grazia et Icon, ainsi que l'engagement renforcé des titres phares tels que Science&Vie, ont traduit la volonté du groupe de consolider sa présence et son influence, en France comme à l'international.



... et préserve les marges

Au terme du S1, Reworld a généré un EBITDA de 23,6 M€, en hausse de +3,3%, traduisant une amélioration de sa rentabilité avec une marge portée à 9,2% contre 8,6% au premier semestre 2024. Cette progression a été favorisée par une réduction de -3,2% des charges opérationnelles, résultat d'une politique constante d'optimisation des coûts et de maîtrise des dépenses ainsi que par l'effet mix favorable lié au BtoB.

Le pôle BtoB a enregistré une croissance solide de son EBITDA, en hausse de +16,5% à 15,7 M€, avec une marge en rebond de +104bps à 10,4% (Marge d'EBITDA S1 2024 : 9,0%). Cette performance a reflété l'évolution du mix en faveur des activités digitales (performance et social media), tout en intégrant une diminution des charges d'exploitation d'environ 1 M€. Le pôle a ainsi contribué à hauteur de 67% à l'EBITDA consolidé du groupe, contre 59% un an plus tôt.

Le pôle BtoC, pour sa part, a affiché un EBITDA de 7,8 M€, en retrait limité de -1,5 M€ (-15,9%). Malgré une réduction de ses charges d'exploitation de -7 M€ (-6,6%), notamment via des optimisations industrielles et de distribution, la marge d'EBITDA de 7,4% s'est éloignée du niveau observé au premier semestre 2024 (8,1%). Enfin, le résultat d'exploitation (EBIT) du groupe a progressé de +3,5% pour atteindre 19,7 M€, soit une marge de 7,7% contre 7,2% un an auparavant.

Enfin, le résultat financier du groupe s'est amélioré à -4,6 M€, contre -7,3 M€ au S1 2024, une évolution qui s'explique principalement par la dépréciation des actions propres intervenue l'an dernier. Après prise en compte d'un résultat exceptionnel de -4,5 M€ (S1-2024 : -3,2 M€) et d'une charge d'impôts réduite à -1,3 M€ (contre -2,4 M€ un an plus tôt), le résultat net consolidé a progressé de plus de +50% pour atteindre 9,3 M€, contre 6,2 M€ au premier semestre 2024. Le résultat net part du groupe a, quant à lui, enregistré une hausse de 44,4%, soit +2,5 M€, pour ressortir à 8,1 M€ contre 5,6 M€ un an auparavant.

Poursuite du désendettement

Au niveau de la génération de cash, Reworld a publié des flux de trésorerie d'exploitation de 13,4 M€, en baisse de -24,7% (principalement affectés par un effet négatif du BFR). Alors que le groupe n'a pas dévoilé le reste de ses flux de trésorerie, la trésorerie brute du groupe s'est établie à 67,9 M€. D'autre part, la société a poursuivi ses efforts de désendettement avec une dette financière brute en recul de -13,2 M€ à 175,2 M€. Dans l'ensemble, la dette nette est ressortie à 107,3 M€ (vs 101,7 M€ au terme de l'exercice 2024) traduisant une variation de cash de -18,8 M€ sur le semestre et un ratio de 2,0 dette nette/EBITDA.

Perspectives

Au terme des six premiers mois de 2025, Reworld continue de naviguer dans un environnement exigeant, en particulier sur le segment BtoC. Le semestre écoulé a cependant permis au groupe d'afficher la résilience de ses offres BtoB qui continuent de constituer des leviers de croissance importants pour le groupe (Social, performance...). En parallèle, Reworld met à son tour le cap sur les offres liées à l'IA et vise le nouveau marché du GEO (équivalent du SEO mais auprès des LLM comme ChatGPT). Enfin, le deuxième semestre devrait comme souvent profiter d'un effet de saisonnalité positif avec un Q4 dynamique.

Après cette publication globalement en ligne avec nos attentes, nous maintenons nos estimations et visons toujours un CA 2025e de 529 M€ (-1,1% vs 2024) et un EBITDA 2025e de 55,2 M€, traduisant une marge d'EBITDA de 10,4% du CA 2025e.



Recommandation

Suite à cette publication, nous réitérons notre recommandation à Achat et notre objectif de cours à 5,6€ sur le titre. Ce dernier fait ressortir un potentiel de hausse supérieur à +218%. Au cours actuel, la valeur se traite à 4,0x P/E 2025e (selon notre prévision de RN 2025e) contre une moyenne de 8,9x P/E 2025e pour ses comparables, soit une décote moyenne de près de -55%.



Présentation de la société

Groupe Fondé en 2012, Reworld Media est le leader de la presse payante thématique en France et l'un des principaux groupes media digitaux de l'hexagone. D'un éditeur de presse papier, les fondateurs de Reworld ont su progressivement transformer la société en un groupe agile, digital et qui offre aujourd'hui une pleine complémentarité entre ses deux métiers, le BtoC (offre physique et digitale de contenus à travers plus de 60 marques propriétaires) et le BtoB (solutions de communication, principalement digitale, des entreprises).

Fort de c534,7 M€ de CA en 2024, largement rentable, la société s'est principalement construite par croissance externe et est devenue experte dans le redressement et l'intégration de ses acquisitions. Les relais de croissance du marché sont bien identifiés et Reworld, qui vise un milliard de CA à terme, a amplement les moyens de les capter.

Argumentaire d'investissement

Un modèle dans l'air du temps. Reworld a su capitaliser sur son héritage historique (la presse papier) pour transformer le groupe et en faire un acteur agile, présent sur tous les canaux. Avec plus de 30m de visiteurs uniques par mois, c'est près de 6 français sur 10 qui sont touchés par les marques détenues par Reworld, que ce soit à travers les magazines ou ses marques 100% digitales. Les passerelles entre le BtoC et le BtoB sont nombreuses, et Reworld sait parfaitement en extraire leur valeur en monétisant son audience.

Un acquéreur en série. Dirigée d'une main de maître, Reworld s'est faite la spécialiste de la reprise d'actifs à la casse et de leur redressement. Que ce soit avec Mondadori, plus récemment dans le jeu vidéo avec Meltygroup ou encore sur le segment féminin (groupe psychologies), Reworld est très actif sur sa politique de build-up. Annoncée au Q2 2022, la reprise d'Unify (aufeminin, marmiton, Doctissimo) marque une nouvelle étape dans le développement de Reworld et devrait faire rentrer la société dans une nouvelle dimension.

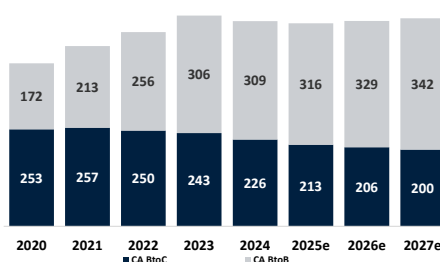
Des relais de croissance clairs. Si le segment BtoC devrait connaître quelques turbulences du fait du déclin structurel de la presse papier, le groupe dispose tout de même de catalyseurs forts (pricing power conséquent, développement de nouveaux formats digitaux). Sur le BtoB, les relais sont multiples (content commerce, social media, live shopping, évènementiel). A plus long terme, l'expansion à l'international devrait également largement bénéficier au groupe.

Une valorisation largement injustifiée. A 0,3x EV/sales 2025e et 3,3x EV/EBITDA 2025e, la valeur se traite avec une décote de près de 50% par rapport à ses pairs. Injustifiée d'après nous, au regard du potentiel de croissance, de l'histoire du groupe et de la rentabilité du modèle.

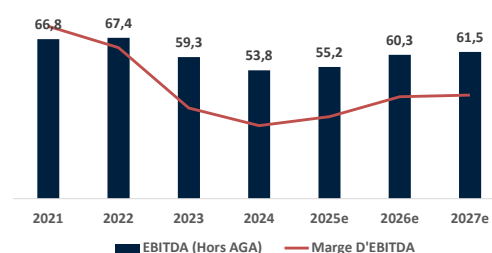
Multiples de valorisation des comparables

Société	Capitalisation	Dettes nettes	VE	EV/sales			EW/EBITDA			EW/EBIT			P/E		
				2025e	2026e	2027e	2025e	2026e	2027e	2025e	2026e	2027e	2025e	2026e	2027e
HighCo SA	79,8	-34,7	45,1	0,4x	0,4x	0,4x	3,3x	2,6x	2,5x	7,6x	6,5x	5,6x	16,4x	16,4x	13,2x
Arnoldo Mondadori Editore S.p.A.	555,6	138,0	693,6	0,7x	0,7x	0,7x	4,4x	4,3x	4,2x	7,4x	7,2x	7,0x	9,1x	8,7x	8,5x
Bilendi SA	88,1	42,8	130,9	1,4x	1,3x	1,2x	6,2x	5,6x	4,9x	10,5x	9,2x	8,2x	13,3x	10,9x	8,4x
Criteo SA Sponsored ADR	1008,7	-198,6	810,0	0,8x	0,8x	0,8x	2,4x	2,4x	2,2x	5,0x	4,9x	4,5x	5,1x	5,0x	4,9x
Future plc	777,4	255,1	1032,5	1,2x	1,2x	1,2x	4,0x	4,0x	3,9x	4,4x	4,3x	4,2x	5,0x	4,9x	4,6x
Qv amplify SA	12,7	-5,6	7,1	0,2x	0,3x	ns	3,1x	3,1x	ns	4,0x	3,8x	ns	10,6x	9,1x	ns
Moyenne	420,4	32,8	453,2	0,8x	0,8x	0,8x	3,9x	3,7x	3,6x	6,5x	6,0x	5,9x	9,9x	9,2x	7,9x
Médiane	321,8	18,6	412,2	0,8x	0,8x	0,8x	3,6x	3,5x	3,9x	6,2x	5,7x	5,6x	9,8x	8,9x	8,4x

Evolution du CA (en M€)



Evolution de l'EBITDA hors AGA (en M€)



Compte de résultat (M€)	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Chiffre d'affaires	469,8	505,8	549,3	534,7	528,8	535,1	542,1
EBE - hors AGA	66,8	67,4	59,3	53,8	55,2	60,3	61,5
Résultat d'exploitation	59,0	61,9	49,2	47,3	45,7	50,7	51,7
Résultat financier	-4,5	-6,3	-9,5	-8,8	-5,2	-2,1	-1,0
Impôts	-11,1	-8,1	-5,2	-5,3	-4,7	-6,1	-6,6
Mise en équivalence	8,0	9,0	10,0	11,0	12,0	13,0	13,0
Part des minoritaires	3,4	1,7	2,8	1,8	2,0	2,6	2,7
Résultat net part du groupe	38,7	43,0	24,2	23,3	25,7	32,9	34,4
Bilan (M€)	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Actifs non courants	248,9	356,9	376,9	382,9	404,2	425,4	446,6
<i>dont goodwill</i>	45,3	49,5	63,4	70,5	70,5	70,5	70,5
BFR	-52,9	-43,3	-31,4	-30,0	-14,5	-3,7	-3,5
Disponibilités + VMP	122,9	118,3	97,7	87,0	54,7	34,0	23,5
Capitaux propres	149,4	190,6	218,9	233,2	260,9	296,4	333,5
Emprunts et dettes financières	151,5	216,5	205,8	188,4	165,2	142,0	118,8
Total Bilan	510,0	652,1	664,2	638,5	654,7	669,1	685,3
Tableau de flux (M€)	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Marge Brute d'autofinancement	44,7	44,2	39,1	40,5	37,3	45,1	46,9
Variation de BFR	-9,5	-14,3	-17,5	-1,7	-15,5	-10,8	-0,2
Flux net de trésorerie généré par l'activité	35,3	29,9	21,6	38,8	21,8	34,3	46,6
CAPEX nets	-6,8	-5,3	-10,2	-8,6	-5,8	-5,9	-6,0
Free cash flow	28,5	24,6	11,4	30,3	15,9	28,5	40,7
Augmentation de capital	-5,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Variation emprunts	19,1	62,7	-11,4	-17,8	-23,2	-23,2	-23,2
Dividendes versés	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Flux de trésorerie liés au financement	10,0	55,9	-22,1	-25,3	-23,2	-23,2	-25,2
Variation de l'endettement financier net	18,7	-4,6	-20,5	-10,7	-32,3	-20,7	-10,5
Ratios (%)	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Variation chiffre d'affaires	10,6%	7,7%	8,6%	-2,7%	-1,1%	1,2%	1,3%
Marge EBE	14,2%	13,3%	10,8%	10,1%	10,4%	11,3%	11,3%
Marge d'exploitation (%)	12,6%	12,2%	9,0%	8,8%	8,6%	9,5%	9,5%
Marge nette (%)	8,2%	8,5%	4,4%	4,4%	4,9%	6,1%	6,3%
Capex (% CA)	1,4%	1,0%	1,9%	1,6%	1,1%	1,1%	1,1%
BFR (% CA)	-11,3%	-8,6%	-5,7%	-5,6%	-2,7%	-0,7%	-0,6%
ROCE	20,1%	14,8%	10,7%	10,1%	8,8%	9,0%	8,8%
ROCE hors GW	26,1%	17,6%	13,1%	12,6%	10,7%	10,8%	10,4%
ROE	25,9%	22,6%	11,1%	10,0%	9,9%	11,1%	10,3%
FCF (% CA)	6,1%	4,9%	2,1%	5,7%	3,0%	5,3%	7,5%
FCF yield (%)	10,0%	5,5%	3,2%	11,8%	7,0%	12,4%	18,5%
Ratios d'endettement	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Gearing (%)	19,1%	51,5%	49,4%	43,5%	42,3%	36,4%	28,6%
Dettes nettes/EBE	0,4	1,5	1,8	1,9	2,0	1,8	1,6
EBE/charges financières	14,9	10,7	6,2	6,1	10,7	28,8	60,1
Valorisation	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Nombre d'actions (en millions)	55,5	56,5	56,6	56,9	60,0	60,0	60,0
Nombre d'actions moyen (en millions)	54,9	56,5	56,6	56,8	58,5	60,0	60,0
Cours (moyenne annuelle en euros)	4,7	6,2	4,5	2,5	1,8	1,8	1,8
(1) Capitalisation boursière moyenne	257,6	349,9	251,7	143,0	102,9	105,7	105,7
(2) Dette nette (+)/ trésorerie nette (-)	28,6	98,2	108,1	101,4	110,5	108,0	95,3
(3) Valeur des minoritaires	14,3	14,3	17,2	20,4	22,4	25,0	27,7
(4) Valeur des actifs financiers	-14,4	-14,3	-16,9	-9,3	-9,3	-9,3	-9,3
Valeur d'entreprise = (1)+(2)+(3)-(4)	286,1	448,0	360,2	255,6	226,5	229,4	219,4
VE/CA	0,6	0,9	0,7	0,5	0,4	0,4	0,4
VE/EBE	4,3	6,6	6,1	4,8	4,1	3,8	3,6
VE/ROC	4,9	7,2	7,3	5,4	5,0	4,5	4,2
P/E	6,7	8,1	10,4	6,1	4,0	3,2	3,1
P/B	1,7	1,8	1,1	0,6	0,4	0,4	0,3
Données par action (€)	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Bnpa	0,7	0,8	0,4	0,4	0,4	0,5	0,6
Book value/action	2,7	3,4	3,9	4,1	4,3	4,9	5,6
Dividende /action	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00



Système de recommandations :

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

- Achat** : Potentiel de hausse du titre supérieur à 15% en absolu par rapport au cours actuel, assorti d'une qualité des fondamentaux.
- Accumuler** : Potentiel de hausse du titre compris entre 0% et 15% en absolu par rapport au cours actuel.
- Neutre** : Potentiel du titre compris entre -5% et +5% en absolu par rapport au cours actuel.
- Alléger** : Potentiel de baisse du titre compris entre 0% et 15% en absolu par rapport au cours actuel.
- Vente** : Potentiel de baisse du titre supérieur à 15% en absolu par rapport au cours actuel, valorisation excessive.
- Sous revue** : La recommandation est sous revue en raison d'une opération capitalistique (OPA / OPE / Augmentation de capital...), d'un changement d'analyste ou d'une situation de conflit d'intérêt temporaire entre EuroLand Corporate et l'émetteur.

Historique de recommandations :

Achat : Depuis le 06/07/2020

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	Oui	Non	Oui



“Disclaimer / Avertissement”

La présente étude a été préparée par EuroLand Corporate indépendamment de Reworld Media (la « Société ») et est diffusée à titre purement informatif.

Cette étude ne constitue ni ne fait partie d'aucune offre de cession ou de souscription de titres ni d'aucune invitation à une offre d'achat ou de souscription de titres. Ni la présente étude, ni une quelconque partie de cette étude, ne constitue le fondement d'un quelconque contrat ou engagement, et ne doit être utilisé à l'appui d'un tel contrat ou engagement ou constituer une incitation pour conclure un tel contrat ou engagement.

Toutes opinions, prévisions, projections et/ou estimations éventuellement formulées dans ce document sont entièrement celles d'EuroLand Corporate et sont données dans le cadre de ses activités usuelles de recherche et ne doivent pas être considérées comme ayant été autorisées ou approuvées par toute autre personne.

Toutes opinions, prévisions, projections et/ou estimations éventuellement contenues dans cette étude reflètent le jugement d'EuroLand Corporate à la date à laquelle elle est publiée, et il ne peut être garanti que les résultats ou événements futurs soient en ligne avec ces opinions, prévisions, projections et/ou estimations. Ces opinions, prévisions, projections et/ou estimations peuvent faire l'objet de modifications par la suite sans préavis ni notification, leur exactitude n'est pas garantie et elles peuvent être incomplètes ou synthétisées. Ce document peut donc ne pas contenir toutes les informations relatives à la Société.

EuroLand Corporate attire l'attention du lecteur sur le fait que dans le respect de la réglementation en vigueur, il peut arriver que ses dirigeants ou salariés possèdent à titre personnel des valeurs mobilières ou des instruments financiers susceptibles de donner accès aux valeurs mobilières émises par la Société, sans que ce fait soit de nature à remettre en cause l'indépendance d'EuroLand Corporate dans le cadre de l'établissement de cette étude.

Tout investisseur doit se faire son propre jugement quant à la pertinence d'un investissement dans une quelconque valeur mobilière émise par la Société, en tenant compte des mérites et des risques qui y sont associés, de sa propre stratégie d'investissement et de sa situation légale, fiscale et financière.

EuroLand Corporate n'a pas vérifié de manière indépendante les informations fournies dans cette étude. A ce titre, aucune déclaration ou garantie, implicite ou explicite, n'est donnée quant à la sincérité, l'exactitude, l'exhaustivité ou la véracité des informations, opinions, prévisions, projections et/ou estimations contenues dans la présente étude. EuroLand Corporate, ni aucun de ses membres, dirigeants, employés ou conseillers, ni toute autre personne n'accepte d'être tenu d'une quelconque responsabilité (en raison d'une négligence ou autrement) pour tout préjudice de quelque nature que ce soit qui résulterait de l'utilisation de la présente étude, de son contenu, de son exactitude, de toute omission dans la présente étude, ou encore lié d'une quelconque manière à la présente étude.

La présente étude ne peut être reproduite, communiquée ou diffusée, directement ou indirectement, dans son intégralité ou en partie, de quelque façon que ce soit sans l'accord d'EuroLand Corporate

Ce document ne peut être diffusé auprès de personnes soumises à certaines restrictions. Ainsi, en particulier, au Royaume-Uni, ce document s'adresse uniquement aux personnes qui (i) sont des professionnels en matière d'investissements au sens de l'article 19(5) du Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotion) Order 2005 (tel qu'actuellement en vigueur, ci-après le « Financial Promotion Order »), (ii) sont visées à l'article 49(2) (a) à (d) (« high net worth companies, unincorporated associations etc. ») du Financial Promotion Order, (iii) sont en dehors du Royaume-Uni, ou (iv) sont des personnes à qui une invitation ou une incitation à s'engager dans des activités d'investissement (au sens de la section 21 du Financial Services and Markets Act 2000) dans le cadre de l'émission ou de la cession de toutes valeurs mobilières peut être légalement communiquée, directement ou indirectement (toutes ces personnes étant dénommées ensemble, les « Personnes Habilitées »). Ce document s'adresse uniquement aux Personnes Habilitées et ne peut être utilisé par aucune personne autre qu'une Personne Habilitée. Toute personne autre qu'une Personne Habilitée doit s'abstenir d'utiliser ou de se fonder sur le présent document et les informations qu'il contient. Ni ce document ni aucune copie de celui-ci ne peut être transmis ou distribué aux Etats-Unis d'Amérique, ou être distribués, directement ou indirectement, aux Etats-Unis d'Amérique. Tout manquement à cette restriction peut constituer une violation de la réglementation boursière des Etats-Unis d'Amérique.

Ni le présent document ni aucune copie de celui-ci ne peut être transmis ou distribué au Canada, en Australie, ou au Japon. La distribution du présent document dans d'autres juridictions peut constituer une violation des dispositions légales et réglementaires en vigueur. Les personnes entrant en possession de ce document doivent s'informer et se conformer à ces lois et règlements. En acceptant de recevoir cette note de recherche, vous acceptez d'être lié par les restrictions visées ci-dessus."

EuroLand Corporate
17 avenue George V
75008 Paris
01 44 70 20 80

