



Achat

Capitalisation	13,9	Ticker	ALVAP-FR	Distribution
Objectif de cours	6,9 €	Nb de titres (en millions)	3,03	
Cours au 04/02/2026	4,60 €	Volume moyen 12m (titres)	1 374	Flash valeur
Potentiel	50,0%	Extrêmes 12m (€)	3,90€/7,60€	05/02/2026

## Top line résiliente malgré un environnement contraint

### A retenir

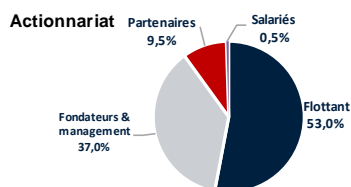
- Le chiffre d'affaires 2025 ressort en baisse de -5,5% à 57,4 M€
- L'activité B2B (87,1% du CA 2025) génère 50,0 M€ de CA traduisant un recul de -2,8% vs 2024
- Le pôle B2C (8,2% du CA 2025) est en baisse de -4% avec un CA 2025 de 4,7 M€

#### Données financières consolidées (en M€)

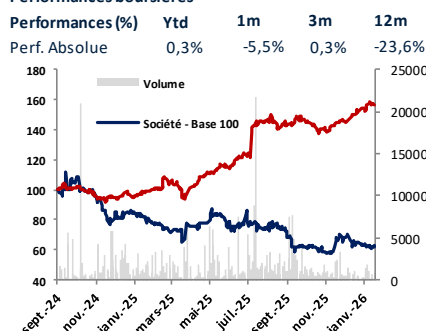
au 31/12	2024	2025e	2026e	2027e
CA	60,7	57,4	58,7	59,8
var %	-3,0%	-5,5%	2,4%	1,8%
EBE	4,1	3,2	3,5	3,7
% CA	6,8%	5,5%	6,0%	6,2%
ROC	3,9	2,7	3,0	3,2
% CA	6,5%	4,7%	5,2%	5,4%
RN	2,6	1,6	2,2	2,3
% CA	4,4%	2,8%	3,7%	3,9%
Bnpa (€)	0,98	0,53	0,72	0,76
ROCE (%)	19,0%	11,6%	12,6%	12,7%
ROE (%)	16,0%	9,2%	11,4%	11,1%
Gearing (%)	-8,7%	-3,9%	-8,0%	-12,3%
Dette nette	-1,4	-0,7	-1,5	-2,6
Dividende n (€)	0,2	0,2	0,2	0,2
Yield (%)	3,7%	3,7%	3,7%	3,7%

#### Multiples de valorisation

	2024	2025e	2026e	2027e
VE/CA (x)	0,2	0,2	0,2	0,2
VE/EBE (x)	3,4	3,6	3,0	2,5
VE/ROC (x)	3,5	4,2	3,4	2,9
PE (x)	5,8	7,5	5,5	5,2



#### Performances boursières



### Publication du CA 2025

Kumulus Vape a publié hier soir son chiffre d'affaires pour le compte de l'exercice 2025. Ce dernier s'est établi en baisse de -5,5% à 57,4 M€. Au niveau des activités, le segment B2B a enregistré une baisse contenue de -2,8% YoY à 50,0 M€. L'activité B2C a quant à elle cédé -4,0% par rapport à 2024 avec des revenus atteignant 4,7 M€. Enfin, le réseau de boutiques physiques a généré 2,6 M€ de chiffre d'affaires (vs 4,3 M€ en 2024).

### Des vents contraires qui se maintiennent

Le repli du chiffre d'affaires observé en 2025 est à nuancer par un environnement macroéconomique toujours adverse. D'une part la consommation demeure atone dans un contexte où les ménages favorisent l'épargne. À cela s'ajoute la poursuite du déclin des prix des dispositifs de vapotages favorisée par l'émergence d'alternatives performantes et bons marchés (puff). Enfin, les inquiétudes liées au projet de sur fiscalisation inscrit dans le PLF 2026 demeurent, bien que celui-ci ait, à ce stade, été abandonné.

### Les segments restent résilients

Dans le détail, Kumulus Vape a réalisé en 2025 un chiffre d'affaires B2B de 50,0 M€, soit 87 % des revenus, en baisse de -2,8% par rapport aux 51,6 M€ de 2024. Un repli que le groupe a attribué à la prudence persistante des détaillants et à une concurrence soutenue, tout en ayant maintenu sa position de distributeur de référence grâce à la profondeur de son catalogue et au renforcement de partenariats directs avec les principaux fabricants internationaux, lesquels ont sécurisé ses approvisionnements stratégiques.

L'activité B2C est ressortie à 4,7 M€, représentant 8% du total, en retrait de -4,0% sur un an, dans un contexte de consommation contrainte, mais a bénéficié de la refonte du site en automne sur les plans technologique et ergonomique, présenté par la direction comme un levier de redynamisation.

Enfin, le réseau de boutiques physiques a généré 2,6 M€, contre 4,3 M€ en 2024, soit un peu moins de 5% de l'activité, un écart principalement expliqué par un effet de base lié aux fermetures intervenues fin 2024 et à la contribution encore limitée des ouvertures de fin 2025, sans occulter toutefois la reprise opérationnelle matérialisée par six inaugurations au quatrième



trimestre et plusieurs implantations programmées au premier semestre 2026, confirmant la poursuite de la stratégie de maillage territorial du groupe.

## Perspectives

Pour 2026, Kumulus Vape a affiché son intention de renouer avec la croissance sans publier de guidance chiffrée, la direction mettant en avant plusieurs leviers opérationnels : le renforcement des partenariats industriels et la montée en puissance du site B2C, l'accélération des ouvertures sous enseigne Cigaverte dès le premier semestre pour soutenir le modèle omnicanal, la poursuite des gains de productivité via l'optimisation logistique, ainsi que la mise en service de Labster (laboratoire d'embouteillage sur les marques propres du groupe) , destinée à accroître la maîtrise des marques propres et la capacité d'innovation du groupe.

Concernant la fin de l'exercice, nous maintenons notre prévision d'EBE 2025e à 3,2 M€ traduisant une marge d'EBE 2025e de 5,5% et un recul de -130 bps vs 2024. Ce dernier représente les vents contraires rencontrés par le groupe en termes d'environnement d'affaires et d'effets prix négatifs.

Pour 2026, nous anticipons une légère reprise de la croissance favorisée par les éléments évoqués ci-dessus. Toutefois le CA devrait rester inférieur à 60 M€ dans un contexte toujours exigeant. Notre prévision de CA 2026e ressort donc à 58,8 M€ soit une hausse de +2,4% vs 2025. Nous tablons aussi sur une amélioration modérée de la rentabilité avec une amélioration de 50 bps de la marge d'EBE à 6,0%. Cette dernière pourrait notamment être favorisée par le lancement de Labster.

## Recommandation

**A la suite de cette publication nous maintenons notre objectif de cours à 6,9€, traduisant un upside de +50%.**



## Présentation de la société

Fondée en 2012 par Rémi Baert, Kumulus Vape est une société de croissance spécialisée dans la vente de produits de vapotage. La société distribue et commercialise des cigarettes électroniques et des produits associés (matériel, e-liquides et accessoires) via ses deux plateformes de vente en ligne. Initialement orientée vers la vente aux particuliers (BtoC), Kumulus Vape a rapidement investi le marché des professionnels (BtoB) avec la création en 2017 de son site [www.kmls.fr](http://www.kmls.fr). Dans un marché atomisé, Kumulus Vape se distingue en proposant l'une des offres les plus riches du marché (7 000 références et 300 marques) avec un mix composé de ventes BtoB (84,7%), BtoC (7,9%) et de réseau de boutiques (7,4%).

## Argumentaire d'investissement

**Un pionnier de la vente en ligne de cigarettes électroniques.** Pure player du e-commerce, Kumulus Vape est spécialisé dans la vente de produits de vapotage. Représentant 90% du chiffre d'affaires 2023, l'activité BtoB affiche une croissance significative tandis que l'activité BtoC affiche des marges plus significative (~50% de TMB vs 15% pour l'activité BtoB). Cette forte dynamique de croissance rentable permet aujourd'hui à Kumulus Vape d'être un acteur majeur sur le marché français de la vape.

**Un véritable outil de lutte contre le tabac.** Entre 2016 et 2018, près d'1,6 millions de personnes ont arrêté de fumer et cette tendance offre une position de force pour les acteurs des produits de substitution au tabac et notamment la cigarette électronique. En effet, cette dernière est considérée comme la première solution de sevrage contre le tabac.

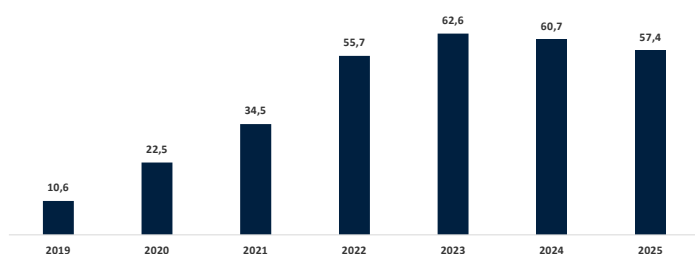
**Un business model taillé pour la croissance et toujours rentable.** Kumulus Vape dispose des capacités nécessaires tant sur le plan commercial que logistique pour accompagner la montée en puissance de son activité. Le Groupe dispose d'une plateforme permettant de traiter jusqu'à 80,0 M€ de commandes par an, de maîtriser sa chaîne logistique et de garantir son agilité.

## Multiples de valorisation des comparables

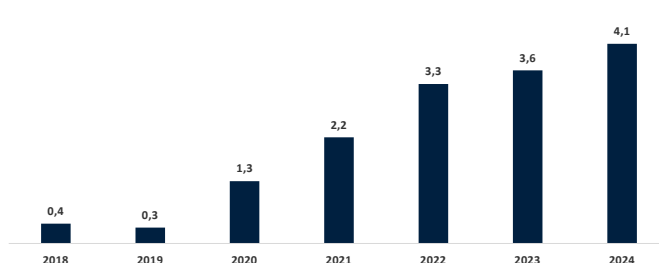
### MULTIPLES DE VALORISATION

Société	Capitalisation	VE / CA			VE / EBITDA			VE / EBIT			P/E		
		2025e	2026e	2027e	2025e	2026e	2027e	2025e	2026e	2027e	2025e	2026e	2027e
SRP Groupe SA	93,3	0,2x	0,2x	0,2x	ns	-5,6x	-8,0x	ns	ns	ns	ns	ns	ns
VENTE-UNIQUE.COM	158,4	0,8x	0,7x	0,7x	8,3x	7,8x	6,8x	13,4x	13,0x	10,6x	19,6x	17,6x	13,2x
Milliboo SA	12,8	0,3x	0,3x	0,3x	23,2x	14,3x	9,9x	ns	29,7x	15,2x	ns	39,9x	19,9x
Groupe LDLC SA	96,0	0,2x	0,2x	ns	4,9x	4,1x	ns	8,0x	5,9x	ns	11,8x	8,8x	7,4x
Verkkokauppa.com Oyj	178,7	0,3x	0,3x	0,3x	8,7x	8,3x	7,6x	12,5x	12,3x	10,8x	16,0x	17,2x	14,9x
<b>Moyenne</b>		<b>0,4x</b>	<b>0,3x</b>	<b>0,4x</b>	<b>11,3x</b>	<b>5,8x</b>	<b>4,0x</b>	<b>11,3x</b>	<b>15,2x</b>	<b>12,2x</b>	<b>15,8x</b>	<b>20,9x</b>	<b>13,9x</b>
<b>Mediane</b>		<b>0,3x</b>	<b>0,3x</b>	<b>0,3x</b>	<b>8,5x</b>	<b>7,8x</b>	<b>7,2x</b>	<b>12,5x</b>	<b>12,6x</b>	<b>10,8x</b>	<b>16,0x</b>	<b>17,4x</b>	<b>14,0x</b>

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



## Evolution de l'EBE (en M€)



Compte de résultat (M€)	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Chiffre d'affaires	34,5	55,7	62,6	60,7	57,4	58,7	59,8
Excédent brut d'exploitation	2,2	3,3	3,6	4,1	3,2	3,5	3,7
Résultat opérationnel courant	2,0	3,1	3,1	3,9	2,7	3,0	3,2
Résultat opérationnel	2,0	3,1	2,9	3,6	2,7	3,0	3,2
Résultat financier	0,0	0,0	-0,2	0,1	-0,1	-0,1	0,0
Impôts	-0,6	-0,8	-0,8	-1,0	-1,0	-0,8	-0,8
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	1,3	2,3	1,9	2,6	1,6	2,2	2,3
Bilan (M€)	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Actifs non courants	0,5	1,4	4,8	4,2	4,7	5,2	5,8
dont goodwill	0,0	0,0	3,4	3,0	3,0	3,0	3,0
BFR	6,3	10,7	7,2	11,0	12,3	12,6	12,8
Disponibilités + VMP	2,8	0,6	7,4	5,6	4,8	5,7	6,7
Capitaux propres	9,3	11,8	14,3	16,5	17,6	19,2	21,1
Emprunts et dettes financières	0,3	0,8	4,9	4,2	4,2	4,2	4,2
Total Bilan	12,4	18,0	25,2	26,9	27,8	29,6	31,5
Tableau de flux (M€)	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Marge Brute d'autofinancement	1,7	2,5	2,4	2,7	2,1	2,7	2,8
Variation de BFR	-4,0	-4,5	4,0	-3,8	-1,3	-0,3	-0,2
Flux net de trésorerie généré par l'activité	-2,4	-2,0	6,3	-1,1	0,8	2,4	2,6
Investissements opérationnels nets	-0,1	-1,0	-0,4	0,5	-1,0	-1,0	-1,0
Investissements financiers nets	0,0	0,0	-1,9	0,0	0,0	0,0	0,0
Flux nets de trésorerie liés aux investissements	-0,1	-1,0	-2,2	0,5	-1,0	-1,0	-1,0
Augmentation de capital	3,4	0,6	0,9	0,0	0,0	0,0	0,0
Variation emprunts	-0,3	0,4	2,6	-0,7	0,0	0,0	0,0
Dividendes versés	0,0	-0,3	-0,3	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5
Autres	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Flux nets de trésorerie liés au financement	3,1	0,7	3,2	-1,2	-0,5	-0,5	-0,5
Variation de l'endettement financier net	0,7	-2,3	7,3	-1,7	-0,7	0,9	1,0
Ratios (%)	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Variation chiffre d'affaires	53,3%	61,5%	12,4%	-3,0%	-5,5%	2,4%	1,8%
Marge EBE	6%	6%	6%	7%	6%	6%	6%
Marge opérationnelle courante	6%	6%	5%	6%	5%	5%	5%
Marge opérationnelle	6%	6%	5%	6%	5%	5%	5%
Marge nette	4%	4%	3%	4%	3%	4%	4%
Investissements opérationnels nets/CA	0%	2%	1%	1%	2%	2%	2%
BFR/CA	18%	19%	11%	18%	21%	21%	21%
ROCE	21%	19%	19%	19%	12%	13%	13%
ROCE hors GW	21%	19%	27%	24%	14%	15%	15%
ROE	14%	19%	13%	16%	9%	11%	11%
Payout	21%	13%	25%	0%	0%	0%	0%
Dividend yield	1%	1%	2%	3%	4%	4%	4%
Ratios d'endettement	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Gearing (%)	-27%	2%	-17%	-9%	-4%	-8%	-12%
Dettes nettes/EBE	-1,2	0,1	-0,7	-0,3	-0,2	-0,4	-0,7
EBE/charges financières	94,0	77,9	16,4	53,0	51,4	58,2	88,7
Valorisation	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Nombre d'actions (en millions)	3,1	3,1	3,1	3,1	3,1	3,1	3,1
Nombre d'actions moyen (en millions)	3,1	3,1	3,1	3,1	3,1	3,1	3,1
Cours (moyenne annuelle en euros)	10,9	10,1	8,7	5,0	4,0	4,0	4,0
(1) Capitalisation boursière moyenne	33,4	30,8	26,7	15,4	12,1	12,1	12,1
(2) Dette nette (+)/trésorerie nette (-)	-2,5	0,2	-2,5	-1,4	-0,7	-1,5	-2,6
(3) Valeur des minoritaires	0,0	0,0	0,0	0,0	1,0	2,0	2,0
(4) Valeur des actifs financiers	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Valeur d'entreprise = (1)+(2)+(3)-(4)	30,9	31,0	24,2	13,9	12,4	12,6	11,5
PER	23,2	13,0	14,2	5,8	7,5	5,5	5,2
VE / EBE	13,0	8,8	6,8	3,4	3,6	3,0	2,5
VE / ROC	14,3	9,4	7,8	3,5	4,2	3,4	2,9
VE / CA	0,8	0,5	0,4	0,2	0,2	0,2	0,2
P/B	3,3	2,5	1,9	0,9	0,7	0,6	0,6
Données par action (€)	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Bnpa	0,47	0,77	0,68	0,98	0,53	0,72	0,76
Book value/action	3,0	3,8	4,7	5,4	5,7	6,3	6,9
Dividende /action	0,10	0,10	0,15	0,17	0,17	0,17	0,17



**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 18/07/2024

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 <sup>®</sup>
Non	Non	Non	Oui	Non	Oui



## “Disclaimer / Avertissement”

La présente étude a été préparée par EuroLand Corporate indépendamment de Kumulus Vape (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

