

Capitalisation	9,6	Ticker	ALVAP-FR	Distribution
Objectif de cours	5,0€ (vs 6,9€)	Nb de titres (en millions)	3,03	Flash valeur
Cours au 09/04/2026	3,16 €	Volume moyen 12m (titres)	1 253	10/04/2026
Potentiel	58,2%	Extrêmes 12m (€)	3,14€/5,80€	

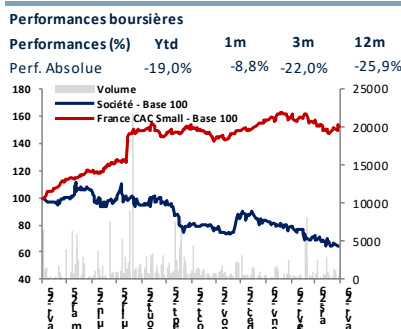
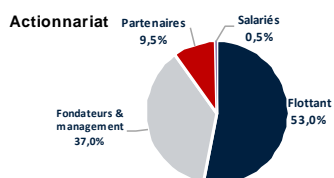
Kumulus confirme sa résilience en bas de cycle

A retenir

- L'EBE recule significativement à 2,5 M€ (-38,1% vs 2024), traduisant une marge d'EBITDA 2025 de 4,4%
- Le ROC 2025 chute quant à lui de -45,3% pour atteindre 2,0 M€
- Malgré les difficultés le groupe conserve un RN largement positif (1,0 M€, en baisse de -62,3% YoY)

Données financières consolidées (en M€)				
au 31/12	2025e	2026e	2027e	2028e
CA	57,5	58,7	59,5	60,1
var %	-5,2%	2,1%	1,3%	1,1%
EBE	2,5	2,4	2,6	2,9
% CA	4,4%	4,1%	4,4%	4,8%
ROC	1,6	1,8	2,0	2,3
% CA	2,9%	3,1%	3,4%	3,8%
RN	1,0	1,3	1,5	1,7
% CA	1,7%	2,2%	2,5%	2,7%
Bnpa (€)	0,32	0,44	0,48	0,55
ROCE (%)	7,1%	7,6%	8,2%	8,9%
ROE (%)	5,9%	7,3%	7,6%	8,1%
Gearing (%)	-10,0%	-2,5%	-5,3%	-8,7%
Dette nette	-1,7	-0,5	-1,0	-1,8
Dividende n (€)	0,1	0,1	0,1	0,1
Yield (%)	3,1%	3,1%	3,1%	3,1%

Multiples de valorisation				
	2025e	2026e	2027e	2028e
VE/CA (x)	0,2	0,2	0,1	0,1
VE/EBE (x)	4,9	3,8	3,3	2,7
VE/ROC (x)	7,6	5,0	4,2	3,4
PE (x)	14,3	7,3	6,6	5,8



Publication du RN 2025

Après avoir publié en février un chiffre d'affaires 2025 de 57,5 M€, en baisse de -5,2% YoY, Kumulus Vape fait état d'une contraction marquée de sa rentabilité avec un EBE de 2,5 M€ (-38,1%), soit une marge de 4,4% (vs 6,8% en 2024). Le résultat d'exploitation s'établit à 2,0 M€ (-45,3% YoY), pénalisé par un effet volume et un mix moins favorable. Enfin, le résultat net ressort à 1,0 M€, en fort recul de -62,3% YoY, mais toujours en territoire positif.

Des vents contraires qui se maintiennent

Pour rappel, la publication du chiffre d'affaires 2025 faisait déjà état d'un environnement de marché particulièrement exigeant, marqué par une consommation atone, des pressions concurrentielles accrues et un effet prix défavorable sur les dispositifs de vapotage. Dans ce contexte, l'activité B2B, cœur du modèle (87,3% du CA), enregistre un repli limité de -3,0% à 50,2 M€, témoignant d'une certaine résilience liée à la profondeur de l'offre et au renforcement des partenariats fournisseurs.

L'activité B2C recule plus modérément (-3,6% à 4,7 M€), pénalisée par la faiblesse de la demande des ménages, mais pourrait bénéficier à terme de la refonte du site e-commerce intervenue à l'automne. Enfin, le réseau de boutiques physiques affiche une baisse plus marquée (2,6 M€, -35,7%), principalement liée à un effet de base défavorable consécutif aux passages en franchise de points de vente en 2024, sans remettre en cause la dynamique de déploiement du réseau, comme en témoignent les ouvertures réalisées en fin d'exercice et celles attendues en 2026.

Des marges en contraction

L'exercice 2025 est marqué par un recul significatif de la rentabilité après un point haut en 2024. La marge commerciale s'établit à 12,5 M€, soit 21,7% du chiffre d'affaires, en recul de -190 bps, reflétant un effet mix défavorable ainsi qu'une pression accrue sur les prix dans un marché toujours plus concurrentiel.

Dans ce contexte, l'EBE ressort à 2,5 M€ (4,4% du CA), en retrait significatif par rapport aux 6,8% enregistrés en 2024, traduisant une moindre absorption des coûts fixes dans un environnement de baisse d'activité. Le résultat d'exploitation chute de -45,3% à 2,0 M€ (3,4% du CA), tandis que



le résultat courant s'établit à 1,6 M€ (-52,3% vs 2024), pénalisé notamment par des effets de change défavorables.

Au final, le résultat net ressort à 1,0 M€ (1,7% du CA), intégrant des éléments exceptionnels, notamment liés à la fermeture du siège historique de Cigaverte à Saint-Étienne. Malgré cette forte contraction, le groupe conserve une structure bénéficiaire, ce qui illustre une certaine robustesse du modèle dans un cycle bas.

Mais un bilan qui reste sain

Le bilan ressort globalement solide à l'issue de l'exercice. La trésorerie s'élève à 5,2 M€, en amélioration, tandis que la dette financière brute est réduite à 3,5 M€, contre 4,1 M€ un an plus tôt, traduisant la poursuite des efforts de désendettement et une position de trésorerie nette (ex IFRS 16) de 1,7 M€.

Par ailleurs, la baisse significative des stocks (8,6 M€ vs 10,6 M€ fin 2024) souligne une meilleure maîtrise du BFR et une optimisation des flux logistiques. Dans ce contexte, le groupe conserve une flexibilité financière appréciable, lui permettant de poursuivre ses investissements tout en maintenant une politique de distribution (dividende proposé de 0,10€ par action soit un rendement de 3,1% par rapport au cours d'hier soir).

Perspectives

À l'aube de l'exercice 2026, le groupe évolue dans un environnement qui demeure exigeant mais identifie plusieurs relais susceptibles de soutenir une reprise progressive de l'activité. Le développement des marques propres via Labster constitue le principal levier de la stratégie, avec un potentiel d'amélioration du mix produit et de la rentabilité à moyen terme. Le renforcement des partenariats industriels ainsi que la poursuite du déploiement du réseau Cigaverte devraient également soutenir la croissance.

En parallèle, les initiatives d'optimisation logistique et de gestion du besoin en fonds de roulement devraient contribuer à un redressement progressif des marges.

Dans ce contexte, malgré une visibilité encore limitée à court terme, nous considérons que le groupe dispose des fondamentaux nécessaires pour traverser le cycle actuel et renouer progressivement avec une trajectoire de croissance rentable.

À l'issue de la publication, nous maintenons notre estimation de chiffre d'affaires à 58,7 M€. Cela traduit une légère reprise de +2,1% par rapport à 2025. Toutefois, étant donné l'environnement fortement adverse sur les marges et en particulier la marge brute, nous abaissons fortement notre objectif de ROC 2026e.

Ce dernier est abaissé à 1,8 M€, représentant une MOC 2026e : 3,1%. Pour rappel, notre dernière estimation prévoyait un ROC de 3,0 M€ et une MOC de 5,2% proche des standards historiques de rentabilité du groupe. Selon nous, le contexte et le cycle du marché restent adverses et devraient endiguer la progression des marges à moyen terme malgré les bonnes initiatives de Kumulus à l'image de Labster.

Recommandation

A la suite de cette publication nous abaissons notre objectif de cours à 5,0€ (vs 6,9€), traduisant un upside de +58,2%. Notre recommandation reste à Achat.



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. Dans un marché atomisé, Kumulus Vape se distingue en proposant l'une des offres les plus riches du marché (10 000 références et 200 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.

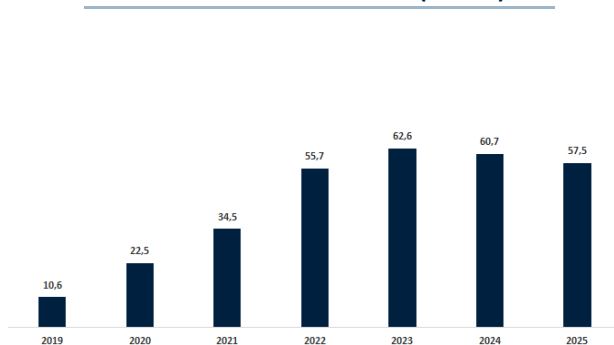
Un business model taillé pour la croissance et toujours rentable. Kumulus Vape dispose des capacités nécessaires tant sur le plan commercial que logistique pour accompagner la montée en puissance de son activité. Le Groupe dispose d'une plateforme permettant de traiter jusqu'à 80,0 M€ de commandes par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

Multiples de valorisation des comparables

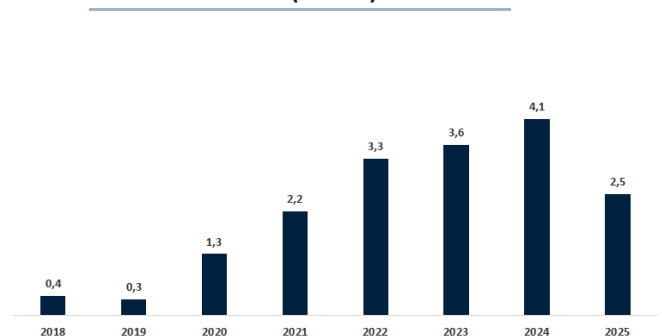
MULTIPLES DE VALORISATION

Société	Capitalisation	VE / CA			VE / EBITDA			VE / EBIT			P/E		
		2026e	2027e	2028e	2026e	2027e	2028e	2026e	2027e	2028e	2026e	2027e	2028e
SRP Groupe SA	81,2	0,2x	0,2x		-4,8x	-7,0x		-2,7x	-3,3x		-3,6x	-4,4x	
VENTE-UNIQUE.COM	135,9	0,6x	0,6x	0,6x	6,6x	5,9x	5,1x	13,5x	13,3x	9,9x	18,4x	16,2x	11,2x
Miliboo SA	11,5	0,3x	0,3x		9,6x	7,1x		15,5x	9,8x		21,7x	13,2x	
Groupe LDLC SA	73,1	0,1x	0,1x		3,1x	2,7x		4,5x	3,8x		6,7x	5,6x	
Verkkokauppa.com Oyj	155,3	0,3x	0,3x	0,3x	6,7x	6,1x	5,6x	9,4x	8,4x	7,5x	13,1x	11,5x	10,1x
Moyenne		0,3x	0,3x	0,4x	4,2x	3,0x	5,4x	8,0x	6,4x	8,7x	11,3x	8,4x	10,7x
Mediane		0,3x	0,3x	0,4x	6,6x	5,9x	5,4x	9,4x	8,4x	8,7x	13,1x	11,5x	10,7x

Evolution du chiffre d'affaires (en M€)



Evolution de l'EBE (en M€)



Compte de résultat (M€)	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e	2028e
Chiffre d'affaires	55,7	62,6	60,7	57,5	58,7	59,5	60,1
Excédent brut d'exploitation	3,3	3,6	4,1	2,5	2,4	2,6	2,9
Résultat opérationnel courant	3,1	3,1	3,9	1,6	1,8	2,0	2,3
Résultat opérationnel	3,1	2,9	3,6	1,6	1,8	2,0	2,3
Résultat financier	0,0	-0,2	0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0
Impôts	-0,8	-0,8	-1,0	-1,0	-0,5	-0,5	-0,6
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	2,3	1,9	2,6	1,0	1,3	1,5	1,7
Bilan (M€)	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e	2028e
Actifs non courants	1,4	4,8	4,2	4,7	5,1	5,6	6,0
<i>dont goodwill</i>	<i>0,0</i>	<i>3,4</i>	<i>3,0</i>	<i>3,0</i>	<i>3,0</i>	<i>3,0</i>	<i>3,0</i>
BFR	10,7	7,2	11,0	12,3	12,5	12,7	12,8
Disponibilités + VMP	0,6	7,4	5,6	5,2	4,0	4,5	5,3
Capitaux propres	11,8	14,3	16,5	17,0	18,0	19,1	20,5
Emprunts et dettes financières	0,8	4,9	4,2	3,5	3,5	3,5	3,5
Total Bilan	18,0	25,2	26,9	26,5	27,8	29,0	30,4
Tableau de flux (M€)	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e	2028e
Marge Brute d'autofinancement	2,5	2,4	2,7	1,5	1,9	2,1	2,3
Variation de BFR	-4,5	4,0	-3,8	-1,4	-0,2	-0,2	-0,2
Flux net de trésorerie généré par l'activité	-2,0	6,3	-1,1	0,1	1,7	1,9	2,1
Investissements opérationnels nets	-1,0	-0,4	0,5	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0
Investissements financiers nets	0,0	-1,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Flux nets de trésorerie liés aux investissements	-1,0	-2,2	0,5	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0
Augmentation de capital	0,6	0,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Variation emprunts	0,4	2,6	-0,7	0,0	0,0	0,0	0,0
Dividendes versés	-0,3	-0,3	-0,5	-0,5	-0,3	-0,3	-0,3
Autres	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Flux nets de trésorerie liés au financement	0,7	3,2	-1,2	-0,5	-0,3	-0,3	-0,3
Variation de l'endettement financier net	-2,3	7,3	-1,7	-1,4	0,4	0,6	0,8
Ratios (%)	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e	2028e
Variation chiffre d'affaires	61,5%	12,4%	-3,0%	-5,2%	2,1%	1,3%	1,1%
Marge EBE	6%	6%	7%	4%	4%	4%	5%
Marge opérationnelle courante	6%	5%	6%	3%	3%	3%	4%
Marge opérationnelle	6%	5%	6%	3%	3%	3%	4%
Marge nette	4%	3%	4%	2%	2%	2%	3%
Investissements opérationnels nets/CA	2%	1%	1%	2%	2%	2%	2%
BFR/CA	19%	11%	18%	21%	21%	21%	21%
ROCE	19%	19%	19%	7%	8%	8%	9%
ROCE hors GW	19%	27%	24%	9%	9%	10%	11%
ROE	19%	13%	16%	6%	7%	8%	8%
Payout	13%	25%	0%	0%	0%	0%	0%
Dividend yield	1%	2%	3%	2%	3%	3%	3%
Ratios d'endettement	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e	2028e
Gearing (%)	2%	-17%	-9%	-10%	-3%	-5%	-9%
Dettes nettes/EBE	0,1	-0,7	-0,3	-0,7	-0,2	-0,4	-0,6
EBE/charges financières	77,9	16,4	53,0	47,9	60,5	65,6	72,2
Valorisation	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e	2028e
Nombre d'actions (en millions)	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0
Nombre d'actions moyen (en millions)	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0
Cours (moyenne annuelle en euros)	10,1	8,7	5,0	4,7	3,2	3,2	3,2
(1) Capitalisation boursière moyenne	30,4	26,3	15,2	14,1	9,6	9,6	9,6
(2) Dette nette (+) / trésorerie nette (-)	0,2	-2,5	-1,4	-1,7	-0,5	-1,0	-1,8
(3) Valeur des minoritaires	0,0	0,0	0,0	1,0	2,0	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)	30,6	23,8	13,7	13,4	11,1	10,6	9,8
PER	13,0	14,2	5,8	14,3	7,3	6,5	5,8
VE / EBE	8,8	6,8	3,4	4,9	3,7	3,2	2,7
VE / ROC	9,4	7,8	3,5	7,6	4,9	4,2	3,4
VE / CA	0,5	0,4	0,2	0,2	0,2	0,1	0,1
P/B	2,5	1,9	0,9	0,8	0,5	0,5	0,5
Données par action (€)	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e	2028e
Bnpa	0,77	0,68	0,98	0,32	0,44	0,48	0,55
Book value/action	3,9	4,7	5,4	5,6	5,9	6,3	6,8
Dividende /action	0,10	0,15	0,17	0,10	0,10	0,10	0,10



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 [®]
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

