

Capitalisation	71,3	Ticker	Euronext Paris	E-commerce
Objectif de cours	0,75€ (vs 1,05€)	Nb de titres (en millions)	118,90	Flash valeur
Cours au 30/04/2025	0,60 €	Volume moyen 12m (titres)	26 599	02/05/2025
Potential	24,2%	Extrêmes 12m (€)	0,57€/1,15€	

Un début d'année glacial

A retenir

- La GMV T1 2025 est ressortie en baisse de -14,3% à 211,9 M€
- Le CA T1 2025 a chuté de -16,5% YoY à 127,5 M€
- L'activité est chahutée par des vents contraires importants

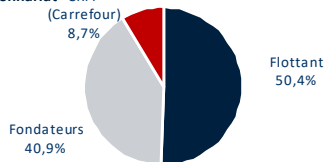
Données financières (en M€)

au 31/12	2024	2025e	2026e	2027e
CA	646,5	544,1	561,3	579,1
var %	-4,5%	-15,8%	3,2%	3,2%
EBE	2,3	-3,1	16,2	16,7
% CA	0,4%	-0,6%	2,9%	2,9%
ROC	-13,9	-14,4	4,5	4,6
% CA	-2,2%	-2,7%	0,8%	0,8%
RN	-39,7	-14,1	1,9	2,0
% CA	-6,1%	-2,6%	0,3%	0,3%
Bnpa (€)	-0,33	-0,12	0,02	0,02
ROCE (%)	-6,5%	-6,5%	2,0%	2,0%
ROE (%)	-24,4%	-9,5%	1,3%	1,3%
Gearing (%)	-13,9%	-5,7%	7,4%	7,1%
Dette nette	-9,3	11,0	10,7	13,9
Dividende n (€)	0,0	0,0	0,0	0,0
Yield (%)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

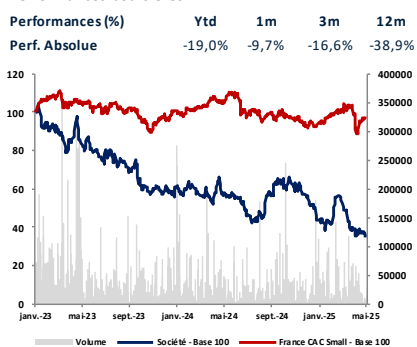
Multiples de valorisation

	2024	2025e	2026e	2027e
VE/CA (x)	0,2	0,2	0,2	0,2
VE/EBE (x)	ns	ns	6,8	6,8
VE/ROC (x)	ns	ns	24,6	24,6
P/E (x)	ns	ns	52,3	49,5

Actionnariat CRFP



Performances boursières



Publication du CA T1 2025

Au terme du premier trimestre 2025, SRP Group publie un chiffre d'affaires en baisse soutenue (-16,5%) à 127,5 M€. La société fait face à des vents contraires persistants, incarnés par une consommation toujours atone et l'intensification des pressions concurrentielles venant des acteurs de la seconde main (Vinted) ainsi que des géants chinois de l'ultra fast fashion (Temu et Shein). Dans ce contexte, le groupe entame une revue stratégique de ses activités afin d'adapter son modèle à des conditions de marchés toujours plus exigeantes.

Fortes pressions sur l'activité historique

Au premier trimestre 2025, SRP enregistre un volume d'affaires (GMV) de 211,9 M€, en recul de -14,3% sur un an. Le chiffre d'affaires ressort à 127,5 M€, en baisse de -16,5% par rapport à la même période de 2024, dans un environnement de consommation toujours contraint. Le segment des ventes événementielles, cœur historique de l'activité, reste pénalisé par une offre restreinte, notamment dans la mode, secteur pour lequel le groupe mène actuellement une réorganisation commerciale. La mise en route de la nouvelle plateforme logistique en janvier a également pesé temporairement, avec un impact estimé à -3,1 points.

Dans ce contexte, les relais de croissance offrent comme souvent une meilleure orientation. La Marketplace continue sa progression avec des ventes en hausse d'environ +36%, soutenue par une stratégie proactive incluant le transfert de marques issues du cœur d'activité et l'amélioration de l'ergonomie du site. Cette dynamique, bien qu'à effet dilutif sur le chiffre d'affaires IFRS, devrait être relative sur la marge. SRP Services repart également à la hausse, porté par la reprise du retail media, favorisée par un renouvellement managérial. The Bradery poursuit sa croissance solide (+17%), tandis que Beauté Privée entame un nouveau cycle sous la direction d'Alexia Marland, récemment nommée DG.

Pendant il est important de noter que certains des relais de croissance habituels du groupe ont connu un ralentissement au T1 2025. À l'international, le chiffre d'affaires fléchit de -16%, en raison d'un effet de base défavorable et d'un ralentissement du e-commerce local. Enfin, après



plusieurs trimestres de forte croissance, l'activité Voyages & Loisirs se contracte de -10%, affectée par le recul de la mode, segment historiquement générateur d'audience.

Perspectives

Face à un démarrage d'exercice en demi-teinte et en l'absence de signes de reprise au 2e trimestre, Showroomprivé reste prudent quant à ses perspectives 2025. La direction entend poursuivre le déploiement du plan ACE, avec en ligne de mire une économie annuelle de 5 M€ grâce à l'optimisation logistique déjà engagée. Dans un contexte de visibilité limitée, le groupe maintient une discipline stricte sur les coûts et la gestion des stocks. Par ailleurs, une revue stratégique des activités est en cours afin d'ajuster le modèle opérationnel aux évolutions du marché et aux nouvelles attentes des consommateurs.

De notre côté, nous abaissons notre objectif de CA 2025e à 544,1 M€ (vs 644,6 M€ auparavant) traduisant une décroissance de -15,8%. En effet, sans redémarrage visible de l'activité et en présence d'un univers concurrentiel accru, nous adoptons l'exercice avec prudence.

D'autre part, nous tablons désormais sur un REX 2025e de -17,9 M€ contre +2,3 M€ auparavant. En effet, et en dépit d'un mix plus favorable sur la rentabilité (montée en puissance de la GMV) ainsi que de la poursuite des efforts de réduction des charges opérationnelles, le contexte reste difficile et nous voyons désormais une rentabilité négative en 2025.

Recommandation

Suite à cette publication, nous réitérons notre recommandation à Achat. Cependant, nous abaissons notre objectif de cours à 0,75€ sur le titre (vs 1,05€ auparavant), objectif qui fait ressortir un potentiel de hausse de +24%.



Présentation de la société

Créé en 2006, SRP est passé de l'un des pionniers de la vente événementielle en ligne à l'un des acteurs majeurs du e-commerce en France et en Europe.

Le début d'année 2022 a été le témoin d'un événement majeur : l'acquisition d'une participation majoritaire dans The Bradery, acteur en très forte croissance de la vente événementielle premium, principalement à destination des millennials. Véritable pépite, cette opération stratégique ouvre de nombreuses synergies commerciales, tant vis-à-vis des marques (premium) que des consommateurs (plus jeunes), et techniques, au travers de la mutualisation de la plateforme logistique notamment.

En outre, cette acquisition permet d'intégrer une nouvelle marque forte à l'écosystème SRP qui s'appuie dorénavant sur 3 piliers avec showroomprivé.com/Saldi Privati pour l'approche généraliste, Beauté Privée pour la beauté et The Bradery pour la mode premium et jeune.

Argumentaire d'investissement

Un modèle vertueux. Véritable force de SRP, le Groupe développe un modèle vertueux reposant sur une dynamique complémentaire : la croissance du nombre de membres entraîne une augmentation des volumes, contribuant ainsi à attirer davantage de marques partenaires. Au fur et à mesure que le catalogue de marques s'élargit et que l'offre se diversifie, de nouveaux membres sont attirés et sont plus facilement convertis en acheteurs.

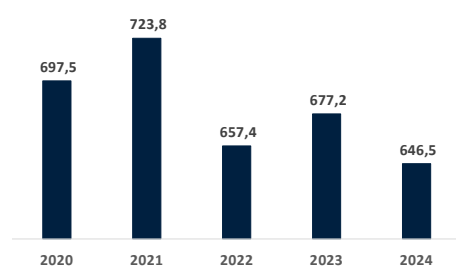
Une recovery largement réussie. Dans le cadre de son plan Performance 2018-2020 et après deux ans passés à se recentrer sur ses deux piliers, les marques et les membres, le Groupe affiche une recovery très largement réussie marquée par une nouvelle dynamique de croissance rentable. Ayant transformé en profondeur l'organisation opérationnelle de la société, SRP voit son EBITDA publié passer de -31,4 M€ en 2019 à un EBITDA de +42,0 M€ en 2020. Dans le même temps, SRP voit son ROC passer de -46,8 M€ en 2019 à +25,4 M€ en 2020. Un écart de près de 73 M€.

Une montée en puissance du Dropshipping. Modèle de vente et de livraison développé depuis 2017, le Dropshipping affiche une véritable montée en puissance. Représentant 8% des ventes en 2018 et 17% en 2019, l'année 2020 a été marquée par une nouvelle forte croissance de ce modèle. Outre l'intérêt d'offrir une livraison plus rapide (départ des entrepôts des marques partenaires, celui-ci permet à SRP d'économiser tant sur le stockage que sur la logistique tout en ayant un accès complet au stock de la marque partenaire apportant une flexibilité supplémentaire dans la gestion des volumes associés aux ventes sur la plateforme. En outre la force de ce modèle est de n'avoir aucun risque sur les stocks tout en permettant de proposer une offre complète aux membres de SRP.

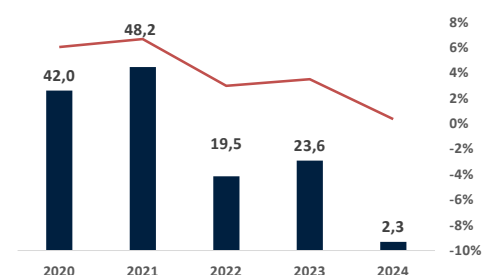
Multiples de valorisation des comparables

Société	Capitalisation (€M Dette nette)			EV/sales			EV/EBITDA			EV/EBIT			P/E		
	2023e	2024e	2025e	2023e	2024e	2025e	2023e	2024e	2025e	2023e	2024e	2025e	2023e	2024e	2025e
Miliboo SA	9,0	-1,3	7,7	0,2x	0,2x	0,2x	14,0x	7,5x	5,5x	ns	21,4x	9,6x	ns	30,8x	12,8x
Groupe LDLC SA	52,5	13,5	66,0	0,1x	0,1x	0,1x	9,4x	6,8x	4,7x	ns	41,6x	10,6x	ns	93,1x	14,5x
ASOS Plc	402,5	520,1	922,6	0,3x	0,3x	0,3x	9,6x	5,6x	4,5x	ns	ns	35,3x	ns	ns	ns
boohoo group Plc	354,6	70,8	425,4	0,3x	0,3x	0,3x	13,8x	9,1x	7,3x	ns	ns	ns	ns	ns	ns
Zalando SE	8 444,0	-1 096,1	7 347,9	0,7x	0,7x	0,6x	9,1x	8,2x	7,2x	18,8x	15,5x	12,6x	29,3x	23,7x	19,0x
Moyenne	1 852,5	-98,6	1 753,9	0,3x	0,3x	0,3x	11,2x	7,4x	5,8x	18,8x	26,2x	17,0x	29,3x	49,2x	15,5x
Médiane	354,6	13,5	425,4	0,3x	0,3x	0,3x	9,6x	7,5x	5,5x	18,8x	21,4x	11,6x	29,3x	30,8x	14,5x

Évolution du chiffre d'affaires 2019-2023 (en M€)



Evolution de l'EBE (en M€), 2019-2023



Compte de résultat (M€)	2020	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Chiffre d'affaires	697,5	723,8	657,4	677,2	646,5	544,1	561,3	579,1
Excédent brut d'exploitation	42,0	48,2	19,5	23,6	2,3	-3,1	16,2	16,7
Résultat opérationnel courant	25,4	32,2	4,2	8,1	-13,9	-14,4	4,5	4,6
Résultat opérationnel	21,7	28,9	1,7	1,2	-36,1	-17,9	3,5	3,6
Résultat financier	-0,9	-1,1	-1,0	-0,2	-1,1	-0,9	-0,9	-0,9
Impôts	-6,9	-0,5	-0,4	-0,5	-2,4	4,7	-0,6	-0,7
Mise en équivalence	0,0	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	0,0
Résultat net part du groupe	13,9	27,3	0,3	0,5	-39,7	-14,1	1,9	2,0
Bilan (M€)	2020	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Actifs non courants	215,1	216,5	223,8	214,5	231,2	236,2	241,3	246,7
dont goodwill	123,7	123,7	129,9	129,9	129,9	129,9	129,9	129,9
BFR	-44,2	-38,8	-43,4	-38,6	-70,2	-69,0	-72,6	-72,7
Disponibilités + VMP	130,8	99,6	83,5	70,6	46,0	25,8	26,1	22,9
Capitaux propres	177,0	205,1	201,5	202,8	162,8	148,7	150,6	152,6
Emprunts et dettes financières	119,9	67,3	58,0	42,3	36,8	36,8	36,8	36,8
Total Bilan	480,8	436,9	448,5	432,9	403,0	371,5	376,9	382,5
Tableau de flux (M€)	2020	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Marge brute d'autofinancement	39,0	46,5	17,4	19,2	-19,6	-2,8	13,6	14,1
Variation de BFR	2,7	-5,1	5,7	-9,4	34,1	-1,1	3,6	0,1
Flux nets de trésorerie généré par l'activité	41,7	41,4	23,1	9,8	14,6	-3,9	17,2	14,2
CAPEX nets	-9,0	-11,7	-15,3	-8,9	-22,9	-16,3	-16,8	-17,4
FCF	32,8	29,7	7,8	0,9	-8,3	-20,3	0,3	-3,2
Augmentation de capital	9,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Variation emprunts	41,0	-54,6	-14,1	-15,4	-15,9	0,0	0,0	0,0
Dividendes versés	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Flux nets de trésorerie liés au financement	50,4	-54,7	-18,2	-15,9	-16,1	0,0	0,0	0,0
Variation de trésorerie	81,8	-31,3	-16,1	-12,9	-24,4	-20,3	0,3	-3,2
Ratios (%)	2020	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Variation chiffre d'affaires	13,3%	3,8%	-9,2%	3,0%	-4,5%	-15,8%	3,2%	3,2%
Marge EBE	6,0%	6,7%	3,0%	3,5%	0,4%	-0,6%	2,9%	2,9%
Marge opérationnelle courante	3,6%	4,4%	0,6%	1,2%	-2,2%	-2,7%	0,8%	0,8%
Marge opérationnelle	3,1%	4,0%	0,3%	0,2%	-5,6%	-3,3%	0,6%	0,6%
Marge nette	2,0%	3,8%	0,0%	0,1%	-6,1%	-2,6%	0,3%	0,3%
CAPEX (% CA)	1,3%	1,6%	2,3%	1,3%	3,5%	3,0%	3,0%	3,0%
BFR (% CA)	-6,3%	-5,4%	-6,6%	-5,7%	-10,9%	-12,7%	-12,9%	-12,6%
ROCE	0,1	0,1	0,0	0,0	-0,1	-0,1	0,0	0,0
ROCE hors GW	35,9%	44,7%	6,3%	13,3%	-33,6%	-29,1%	8,7%	7,9%
ROE	7,9%	13,3%	0,2%	0,2%	-24,4%	-9,5%	1,3%	1,3%
Payout	0,0%	0,0%	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%	0,0%	0,0%
Ratios d'endettement	2020	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Gearing (%)	-6,2%	-15,7%	-12,7%	-13,9%	-5,7%	7,4%	7,1%	9,1%
Dettes nette/EBE	-0,3	-0,7	-1,3	-1,2	-4,1	-3,6	0,7	0,8
EBE/charges financières	46,4	42,8	19,5	12,4	1,1	1,6	8,5	8,8
Valorisation	2020	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Nombre d'actions (en millions)	117,6	118,6	118,9	118,9	118,9	118,9	118,9	118,9
Nombre d'actions moyen (en millions)	117,6	118,6	118,9	118,9	118,9	118,9	118,9	118,9
Cours (moyenne annuelle en euros)	1,1	2,9	1,5	1,3	1,0	0,8	0,8	0,8
(1) Capitalisation boursière moyenne	124,6	345,0	176,0	159,3	116,5	99,9	99,9	99,9
(2) Dette nette (+)/ trésorerie nette (-)	-11,0	-32,3	-25,5	-28,2	-9,3	11,0	10,7	13,9
(3) Valeur des minoritaires	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
(4) Valeur des actifs financiers	-1,2	-2,2	-3,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Valeur d'entreprise = (1)+(2)+(3)-(4)	112,4	310,5	147,4	131,1	107,3	110,9	110,6	113,8
VE/CA	0,2	0,4	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
VE/EBE	2,7	6,4	7,6	5,5	ns	-36,0	6,8	6,8
VE/ROC	4,4	9,6	34,9	16,1	ns	-7,7	24,6	24,6
P/E	9,0	12,6	ns	ns	ns	ns	52,3	49,5
P/B	0,7	1,7	0,9	0,8	0,7	0,7	0,7	0,7
P/CF	3,0	8,3	7,6	16,2	ns	-25,3	5,8	7,0
FCF yield (%)	29,1%	9,6%	5,3%	0,7%	-7,7%	-18,3%	0,3%	-2,8%
Données par action (€)	2020	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Bnpa	0,1	0,2	0,0	0,0	-0,3	-0,1	0,0	0,0
Book value/action	1,5	1,7	1,7	1,7	1,4	1,3	1,3	1,3
Dividende /action	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0



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 20/06/2022

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 SRP Groupe (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

