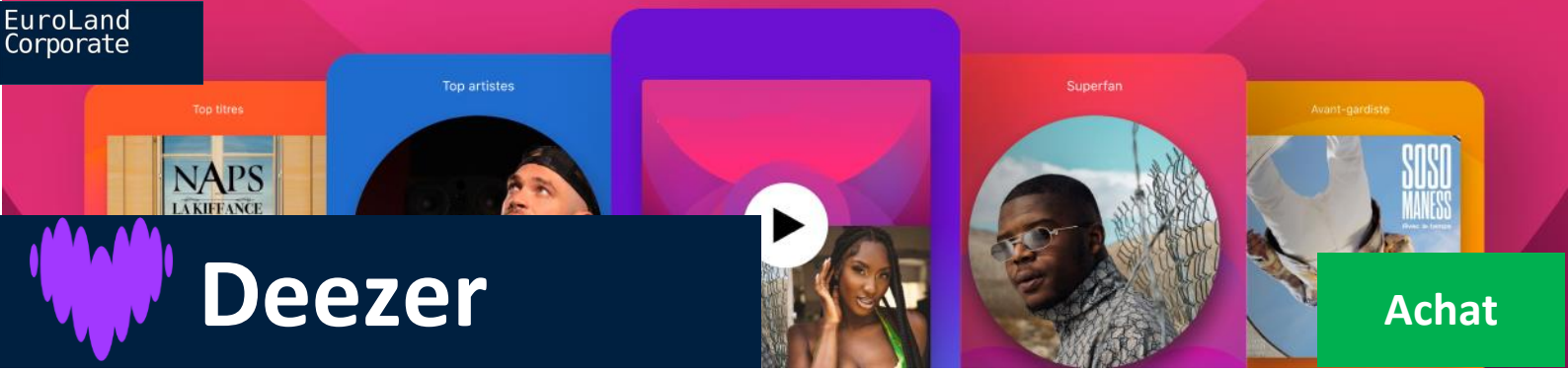
EuroLand Corporate



Deezer

Achat

Capitalisation	148,4	Ticker	DEEZR-FR		Digital
Objectif de cours	3,00 €	Nb de titres (en millions)	117,79		Flash valeur
Cours au 30/07/2025	1,26 €	Volume moyen 12m (titres)	12 006		31/07/2025
Potentiel	*138,1%*	Extrêmes 12m (€)	1,15€/2,16€		

Branché sur la bonne fréquence

A retenir

- CA S1 en progression de +1,3% à tcc à 267,1 M€
- Ebitda Ajusté positif à 2,1 M€ (vs -5,0 M€ l'année précédente)
- Guidance réitérée

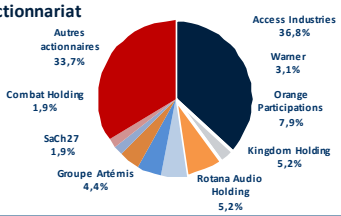
Données financières (en M€)

au 31/03	2024	2025e	2026e	2027e
CA	541,7	546,1	593,0	632,0
var %	*11,8%*	*0,8%*	*8,6%*	*6,6%*
EBE	-4,0	3,7	16,7	26,5
% CA	*-0,7%*	*0,7%*	*2,8%*	*4,2%*
ROC	-27,5	-19,3	-6,5	3,3
% CA	*-5,1%*	*-3,5%*	*-1,1%*	*0,5%*
RN	-25,9	-20,7	-8,5	2,3
% CA	*-4,8%*	*-3,8%*	*-1,4%*	*0,4%*
Bnpa (€)	ns	ns	ns	ns
ROCE (%)	ns	ns	ns	ns
ROE (%)	ns	ns	ns	ns
Gearing (%)	ns	ns	ns	ns
Dette nette	-47,3	-48,2	-66,6	-94,1
Dividende n (€)	0,0	0,0	0,0	0,0
Yield (%)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Multiples de valorisation

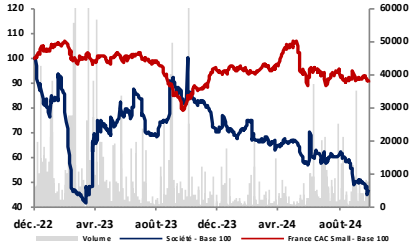
	2024	2025e	2026e	2027e
VE/CA (x)	0,2	0,2	0,1	0,1
VE/EBE (x)	ns	25,8	4,6	1,9
VE/ROC (x)	ns	ns	ns	ns
P/E (x)	ns	ns	ns	65,5

Actionnariat



Performances boursières

	Ytd	1m	3m	12m
Performances (%)	6,7%	4,0%	7,5%	-24,6%



Publication des résultats S1 2025

Après un bon début d'exercice marqué par un chiffre d'affaires T1 en progression (+1,1% y/y), Deezer a publié des résultats semestriels solides, illustrant la montée en puissance de sa stratégie de recentrage. Sur le S1 2025, le chiffre d'affaires s'établit à 267,1 M€, en légère baisse de -0,3% en publié, mais en progression de +1,3% à tcc. La rentabilité s'améliore nettement, avec un EBITDA ajusté positif de 2,1 M€, contre une perte de -5,0 M€ un an plus tôt. Le résultat net reste négatif à -7,6 M€, mais témoigne d'une nette amélioration par rapport à -19,4 M€ au S1 2024.

Le mix géographique reste centré sur la France, qui représente 60 % du chiffre d'affaires et enregistre une croissance annuelle de +4,0 %, confirmant la dynamique observée au T1.

Fort de ces performances, le groupe réitère ses objectifs annuels 2025 à savoir un chiffre d'affaires stable ou en légère baisse, un EBITDA ajusté positif, et un fcf positif.

Bonne tenue du segment Direct et forte dynamique des revenus publicitaires

Deezer dévoile un chiffre d'affaires de 134,0 M€, en hausse de +1,1% (+2,5% à tcc) sur le T1 2025. Cette croissance est portée par le segment Direct, cœur stratégique du groupe, dont les revenus progressent de +1,0% à 86,6 M€, grâce à un recentrage réussi sur les marchés les plus rentables. Dans le même temps, les revenus publicitaires s'inscrivent en forte hausse, témoignant de l'efficacité croissante des offres monétisées.

Sur le semestre, le nombre d'abonnés Direct progresse de +5,5% à 5,3 M, tiré par la France (+8,2% à 3,6 M), tandis que le reste du monde reste stable à 1,8 M. L'ARPU (revenu moyen par utilisateur) du segment reste quasi stable à 5,5 €, contre 5,6 € au S1 2024.

Du côté des Partenariats, comme attendu l'activité recule de -11,9% (après un T1 en décroissance de -9,4 %) et -8,4% à tcc, soit 76,5 M€, une nouvelle fois pénalisée par la conversion anticipée des offres promotionnelles MeLi+ en abonnements Premium. Cette baisse (-21,1% du nombre

Renan Kerourio - Analyste - 01 44 70 20 96 - rkerourio@elcorp.com

d'abonnés à 3,9 M) est toutefois partiellement atténuée par la montée en puissance du partenariat avec RTL+ et par une amélioration de l'ARPU, en hausse de +3,7 % sur un an.

Dans la continuité observée du T1, les autres revenus progressent très fortement à 17,0 M€ (vs 9,6 M€). Ces revenus mieux margés, sont tirés par la montée en puissance des solutions en marque blanche auprès de partenaires hardware et médias.

Rentabilité et profitabilité en ligne avec la guidance

Le taux de marge brute du groupe a progressé sur le début d'année à 24,5% (vs 24,1% soit +40 bps). La marge brute atterrit à 65,5 M€ (vs 64,5 M€ l'année précédente). Désormais positif, Deezer a enregistré un EBITDA ajusté de 2,1 M€, contre une perte de -5 M€ l'année précédente. Cette amélioration résulte principalement d'une maîtrise accrue des OPEX, complétée par une légère amélioration de la marge brute.. Par ailleurs, porté par une variation moins importante que l'année précédente de son BFR (qui s'était élevé +21,8 M€) le FCF enregistré par Deezer au S1 s'est élevé à 1,0 M€ (vs 7,3 M€ l'année précédente).

Perspectives positives et estimations réhaussées

Deezer aborde l'année 2025 sur des bases solides, porté par la croissance de ses activités en France et par une dynamique d'innovation produit soutenue. Si le recul du nombre total d'abonnés, lié au repli du segment Partenariats, pèse sur les volumes, l'amélioration du mix, marquée par une progression de l'ARPU et un redressement de la rentabilité, ainsi que la reconduction des objectifs annuels constituent des signaux encourageants. Le management réaffirme sa guidance prévoyant 1/ un EBITDA ajusté positif et 2/ un fcf également positif, pour la seconde année consécutive. En revanche, la dynamique de chiffre d'affaires devrait marquer le pas, pénalisée par un effet de base défavorable, avec des revenus attendus stables ou en légère baisse par rapport à 2024

Suite à ce communiqué, nous réitérons nos estimations 2025 de CA à 546,1 M€ (+0,8% y/y), et d'EBITDA à 3,7 M€, soit une marge de 0,7%. Nous sommes également en ligne avec la guidance de fcf, et attendons 0,8 M€ sur l'exercice. La dette nette du groupe devrait atterrir à -48,2 M€ à la fin de l'année.

Recommandation

Suite à cette publication, nous réitérons notre recommandation à Achat et notre objectif de cours de 3,0€ sur le titre.

Renan Kerourio - Analyste - 01 44 70 20 96 - rkerourio@elcorp.com

Présentation de la société

Fondée en 2007, Deezer est l'une des plateformes pionnières du streaming musical. Deuxième plateforme indépendante dans le monde avec des positions fortes en France (#2) et au Brésil (#3), le Groupe dispose aujourd'hui d'une place centrale sur son marché, jouant le rôle d'interface unique entre les labels, les artistes et les fans.

Deezer propose via sa plateforme, un catalogue de plus de 90 millions de titres ainsi que des stations de radio en direct et des podcasts. Capitalisant sur plus de 10,5 millions d'abonnés dans plus de 180 pays, le Groupe s'est construit ces dernières années selon deux canaux, le B2C tout d'abord, en commercialisant son offre directement auprès de l'utilisateur, le B2B ensuite, avec une commercialisation indirecte via des partenaires de premier plan.

Argumentaire d'investissement

Une croissance mondiale à deux chiffres. La progression du streaming au niveau mondial est en baisse comparée à 2021 (11,5% vs de 23,9%). Selon nos estimations basées sur l'évolution du nombre d'utilisateurs et des abonnés streaming musical, les revenus issus du streaming musical devraient suivre une progression moyenne de 11,8% entre 2022 et 2027.

Une plateforme centrée sur la musique et l'utilisateur. Afin de créer une offre adaptée à chacun de ses marchés et différenciée par rapport à celle de ses concurrents, Deezer propose régulièrement de nouvelles fonctionnalités et expériences innovantes à ses utilisateurs. Fort de plus de 9,7 millions d'abonnés, le Groupe dispose d'une vraie vision produite visant à favoriser les opportunités de monétisation supplémentaires, et ce au bénéfice de l'ensemble de l'industrie.

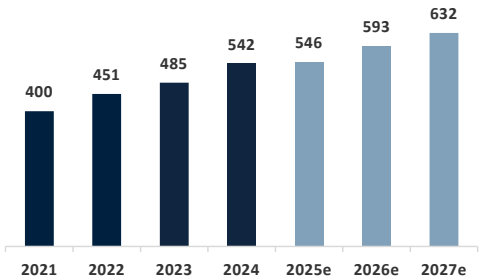
Un modèle hybride B2C et B2B. Deezer commercialise ses offres via un modèle hybride B2C, avec une souscription directement par les utilisateurs finaux, et B2B, via un réseau de partenaires (opérateurs, médias ou fabricants de hardware) avec une souscription de l'abonné directement auprès du partenaire. Ces partenariats permettent au Groupe de toucher rapidement des bases importantes d'abonnés potentiels, notamment à l'international, facilitant son accélération commerciale.

Focus sur l'ARPU. Nous estimons que la croissance de l'ARPU est l'un des facteurs déterminant de la réussite du groupe. L modification à la hausse de cet indice de performance devrait être liée 1/ sur le B2C à la contribution en année pleine des différentes hausses de tarifs pratiquées sur les marchés du Groupe (mouvement initié en 2022 et qui va se poursuivre) et 2/ sur le B2B à la montée en puissance des nouveaux contrats de partenariats et à l'effet des hausses de tarifs, 3/ l'intégration de nouvelles fonctionnalités innovantes monétisables permettant ainsi d'accroitre la valeur perçue.

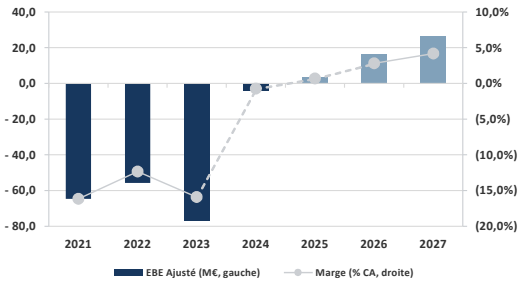
Multiples de valorisation des comparables

		VE / CA			VE / EBITDA			VE / EBIT			P/E		
Société	**Capitalisation**	**2024**	**2025**	**2026**	**2024**	**2025**	**2026**	**2024**	**2025**	**2026**	**2024**	**2025**	**2026**
Believe SA	1 509,3	*1,3x*	*1,1x*	*0,9x*	21,2x	15,2x	11,5x	167,6x	47,1x	24,1x	207,2x	67,8x	38,5x
Netflix, Inc.	296 582,4	*7,5x*	*6,8x*	*6,2x*	25,3x	21,5x	18,6x	26,6x	22,5x	19,5x	31,4x	26,6x	22,9x
SiriusXM Holdings Inc.	8 550,5	*2,1x*	*2,1x*	*2,1x*	6,9x	6,7x	6,4x	9,7x	9,4x	9,2x	8,0x	7,5x	6,7x
Spotify Technology SA	72 197,1	*3,7x*	*3,3x*	*3,0x*	30,3x	24,4x	22,4x	34,5x	26,7x	22,7x	42,2x	34,0x	30,2x
Storytel AB Class B	457,2	*1,4x*	*1,3x*	*1,2x*	10,5x	7,8x	6,4x	20,3x	12,6x	9,3x	40,0x	16,4x	11,7x
Universal Music Group N	42 823,4	*3,8x*	*3,6x*	*3,4x*	17,7x	15,9x	14,4x	22,2x	19,0x	17,0x	27,5x	25,6x	22,3x
Warner Music Group Cor	4 167,2	*1,2x*	*1,1x*	*1,0x*	5,1x	4,6x	4,3x	6,6x	5,9x	5,7x	6,2x	5,3x	5,2x
Moyenne		***3,0x***	***2,8x***	***2,5x***	***16,7x***	***13,7x***	***12,0x***	***41,1x***	***20,5x***	***15,4x***	***51,8x***	***26,2x***	***19,6x***
Mediane		***2,1x***	***2,1x***	***2,1x***	***17,7x***	***15,2x***	***11,5x***	***22,2x***	***19,0x***	***17,0x***	***31,4x***	***25,6x***	***22,3x***

Evolution du chiffre d'affaires (en M€)



Evolution de l'EBE (en M€)



Compte de résultat (M€)	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Chiffre d'affaires	451,2	484,6	541,7	546,1	593,0	632,0
EBITDA ajusté	-55,7	-77,0	-4,0	3,7	16,7	26,5
Résultat opérationnel courant	**-166,7**	**-112,7**	**-27,5**	**-19,3**	**-6,5**	**3,3**
Résultat opérationnel	-166,7	-112,7	-27,5	-19,3	-6,5	3,3
Résultat financier	0,6	5,7	0,8	-2,1	-2,6	-1,6
Impôts	-1,0	-0,9	0,6	0,6	0,6	0,6
Mise en équivalence	-1,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Part des minoritaires	-0,8	-3,6	-0,1	-0,1	0,0	0,0
Résultat net part du groupe	**-167,7**	**-104,3**	**-25,9**	**-20,7**	**-8,5**	**2,3**
Bilan (M€)	**2022**	**2023**	**2024e**	**2025e**	**2026e**	**2027e**
Actifs non courants	49,7	35,3	33,1	25,8	18,5	11,4
dont goodwill	*15,1*	*7,5*	*7,5*	*7,5*	*7,5*	*7,5*
BFR	-277,0	-269,7	-287,3	-301,6	-321,2	-339,3
Disponibilités + VMP	**113,6**	**63,6**	**62,1**	**62,9**	**81,3**	**108,8**
Capitaux propres	-181,8	-226,0	-241,5	-262,2	-270,7	-268,4
Emprunts et dettes financières	28,3	21,0	14,7	14,7	14,7	14,7
Total Bilan	**234,1**	**195,0**	**184,1**	**165,2**	**182,9**	**208,6**
Tableau de flux (M€)	**2022**	**2023**	**2024e**	**2025e**	**2026e**	**2027e**
Marge Brute d'autofinancement	-73,2	-78,8	-8,8	-11,9	0,5	11,3
Variation de BFR	24,4	-8,1	23,8	14,4	19,6	18,1
Flux net de trésorerie généré par l'activité	**-48,8**	**-88,3**	**14,6**	**2,4**	**20,1**	**29,4**
Investissements opérationnels nets	-3,0	-2,0	-1,6	-1,6	-1,8	-1,9
Free Cash Flow	-51,8	-90,3	13,0	0,8	18,4	27,5
Investissements financiers nets	282,1	0,0	-2,0	0,0	0,0	0,0
Flux nets de trésorerie liés aux investissements	**279,1**	**-2,0**	**-3,6**	**-1,6**	**-1,8**	**-1,9**
Augmentation de capital	105,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Variation emprunts	-252,8	-3,1	-5,4	0,0	0,0	0,0
Dividendes versés	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Autres	-4,9	-5,2	-5,2	0,0	0,0	0,0
Flux nets de trésorerie liés au financement	**-152,5**	**-8,3**	**-10,6**	**0,0**	**0,0**	**0,0**
Variation de trésorerie	78,5	-98,2	0,4	0,8	18,4	27,5
Ratios (%)	**2022**	**2023**	**2024e**	**2025e**	**2026e**	**2027e**
Variation chiffre d'affaires	**12,8%**	**7,4%**	**11,8%**	**0,8%**	**8,6%**	**6,6%**
Marge EBE	ns	ns	ns	0,7%	2,8%	4,2%
Marge opérationnelle courante	**ns**	**ns**	**ns**	**ns**	**ns**	**ns**
Marge opérationnelle	ns	ns	ns	ns	ns	ns
Marge nette	ns	ns	ns	ns	ns	ns
Investissements opérationnels nets/CA	1%	0%	0%	0%	0%	0%
BFR/CA	-61%	-56%	-53%	-55%	-54%	-54%
ROCE	ns	ns	ns	ns	ns	ns
ROCE hors GW	ns	ns	ns	ns	ns	ns
ROE	ns	ns	ns	ns	ns	ns
Payout	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Dividend yield	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Ratios d'endettement	**2022**	**2023**	**2024e**	**2025e**	**2026e**	**2027e**
Gearing (%)	**47%**	**19%**	**20%**	**18%**	**25%**	**35%**
Dette nette/EBE	ns	ns	ns	ns	ns	ns
EBE/charges financières	ns	ns	ns	ns	ns	ns
Valorisation	**2022**	**2023**	**2024e**	**2025e**	**2026e**	**2027e**
Nombre d'actions (en millions)	117,8	117,8	117,8	117,8	117,8	117,8
Nombre d'actions moyen (en millions)	117,8	117,8	117,8	117,8	117,8	117,8
Cours (moyenne annuelle en euros)	2,2	2,3	1,4	1,3	1,3	1,3
(1) Capitalisation boursière moyenne	253,2	265,0	166,1	148,4	148,4	148,4
(2) Dette nette (+)/ trésorerie nette (-)	-85,3	-42,6	-47,3	-48,2	-66,6	-94,1
(3) Valeur des minoritaires	2,9	0,9	0,0	0,0	0,0	0,0
(4) Valeur des actifs financiers	5,4	5,3	5,5	5,5	5,5	5,5
Valeur d'entreprise = (1)+(2)+(3)-(4)	165,3	218,1	113,3	94,7	76,3	48,9
PER	**ns**	**ns**	**ns**	**ns**	**ns**	**65,5**
VE / EBE	ns	ns	ns	25,8	4,6	1,9
VE / ROC	**ns**	**ns**	**ns**	**ns**	**ns**	**ns**
VE /CA	0,4	0,5	0,2	0,2	0,1	0,1
P/B	ns	ns	ns	ns	ns	ns
Données par action (€)	**2022**	**2023**	**2024**	**2025**	**2026**	**2027**
Bnpa	**ns**	**ns**	**ns**	**ns**	**ns**	**ns**
Book value/action	ns	ns	ns	ns	ns	ns
Dividende /action	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00

Renan Kerourio - Analyste - 01 44 70 20 96 - rkerourio@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 31/07/2024
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 Deezer (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 évènements 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 règlementation 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 règlementaires 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