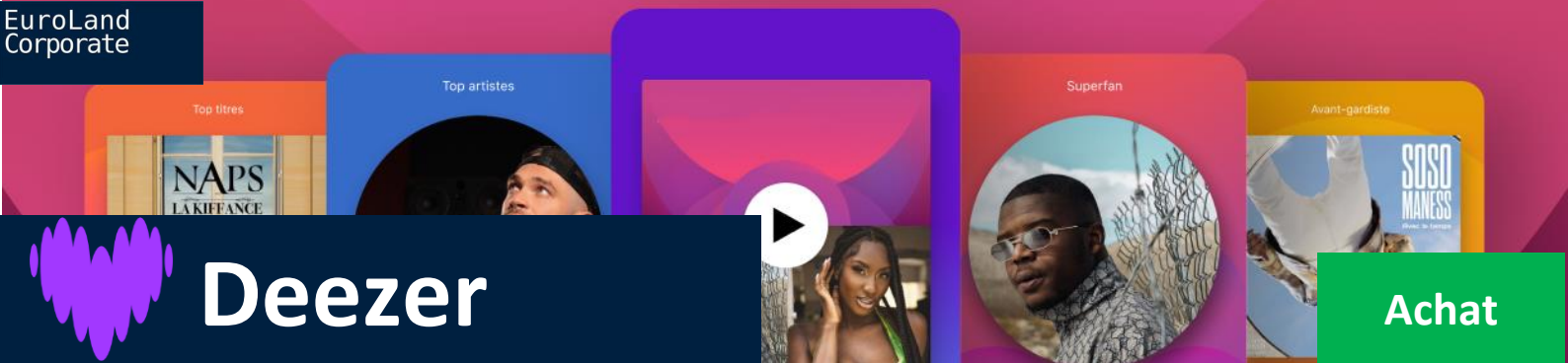




Deezer

Capitalisation	133,7	Ticker	DEEZR-FR	Digital
Objectif de cours	3,00 €	Nb de titres (en millions)	119,39	Flash valeur
Cours au 28/07/2026	1,12 €	Volume moyen 12m (titres)	14 047	29/07/2026
Potentiel	167,9%	Extrêmes 12m (€)	0,90€/1,50€	

Rentabilité désormais installée

A retenir

- Chiffre d'affaires S1 2026 de 268,2 M€ (+0,4 %), conforme aux attentes
- EBITDA ajusté de 8,5 M€ vs 2,1 M€ au S1 2025, résultat net de 6,7 M€ vs -7,6 M€
- Guidance 2026 confirmée : chiffre d'affaires stable, EBITDA ajusté positif, FCF positif

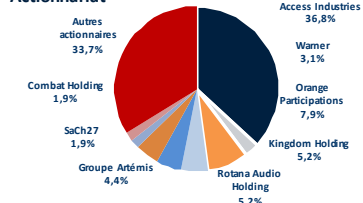
Données financières (en M€)

au 31/12	2025	2026e	2027e	2028e
CA	533,9	552,6	578,2	606,0
var %	-1,4%	3,5%	4,6%	4,8%
EBE (ajusté)	9,7	23,3	29,8	36,8
% CA	1,8%	4,2%	5,2%	6,1%
ROC	9,3	11,2	17,9	25,2
% CA	1,7%	2,0%	3,1%	4,2%
RN	8,4	15,2	22,4	24,3
% CA	1,6%	2,8%	3,9%	4,0%
Bnpa (€)	ns	ns	ns	0,20
ROCE (%)	ns	ns	ns	ns
ROE (%)	ns	ns	ns	ns
Gearing (%)	ns	ns	ns	ns
Dette nette	-57,4	-78,0	-118,8	-162,2
Dividende n (€)	0,0	0,0	0,0	0,0
Yield (%)	0,0%	0,0%	0,0%	18,2%

Multiples de valorisation

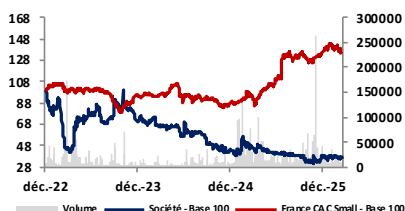
	2025	2026e	2027e	2028e
VE/CA (x)	0,1	0,1	0,0	ns
VE/EBE (x)	7,4	2,2	0,4	ns
VE/ROC (x)	ns	ns	ns	4,3
P/E (x)	15,9	8,8	6,0	5,5

Actionariat



Performances boursières

	Ytd	1m	3m	12m
Performances (%)	-3,9%	-18,6%	-1,4%	-21,8%



Publication du S1 2026

Le chiffre d'affaires s'établit à 268,2 M€ contre 267,1 M€ au S1 2025, en hausse de +0,4 % à taux courant comme à taux constant. La marge brute ajustée atteint 65,8 M€ (+0,4 %), soit un taux stable à 24,5 %. L'EBITDA ajusté ressort à 8,5 M€ contre 2,1 M€, en amélioration de +6,3 M€. Le résultat opérationnel s'élève à 6,5 M€ contre une perte de -7,0 M€, et le résultat net à 6,7 M€ contre une perte de -7,6 M€. La trésorerie nette atteint 95,0 M€ au 30 juin, contre 57,4 M€ à fin 2025. La guidance 2026 est confirmée dans ses trois composantes.

L'effet Mercado Libre bientôt absorbé

L'activité Direct progresse de +6,7 % à 185,2 M€, portée par une hausse de +8,7 % du nombre d'abonnés, à 5,8 millions. La dynamique reste solide en France (+8,4 %) comme à l'international (+9,2 %). L'ARPU recule toutefois de -2,1 % à 5,4 €, sous l'effet, selon nous, d'une pression promotionnelle persistante et d'un mix géographique moins favorable.

Le segment Partenariats recule de -7,6 % à 70,7 M€, toujours pénalisé par l'extinction progressive du contrat Mercado Libre avec une base d'abonnés qui diminue de -20,2 % à 3,1 millions. Cependant, la tendance s'améliore nettement au T2, avec un chiffre d'affaires de 37,1 M€ contre 37,2 M€ un an plus tôt, soit une quasi-stabilité après -14,5% au T1.

La qualité des revenus continue par ailleurs de s'améliorer, avec un ARPU en hausse de +19,1 % à 3,7 € et une marge brute ajustée portée de 19,8 % à 22,6 %. L'effet négatif de Mercado Libre devrait donc progressivement s'estomper au cours des prochains trimestres.

Le segment Autres masque la progression des marges

Le taux de marge brute ajustée progresse dans les deux segments opérationnels, à 26,7 % en Direct (+1,2 pt) et 22,6 % en Partenariats (+2,8 pt). L'effet neutralisant vient du segment Autres, dont le chiffre d'affaires recule de 27,5 % à 12,3 M€ et le profit brut ajusté de 6,2 à 0,4 M€, après l'expiration d'un contrat de licence très margé au T4 2025. Hors Autres, le profit brut ajusté des



activités cœur progresse ainsi d'environ 10 % à 65,4 M€, quand le taux de marge brute ajustée du groupe ressort stable à 24,5 %. Nous relevons par ailleurs que le résultat opérationnel intègre un produit non récurrent d'environ 6,0 M€, neutralisé dans l'EBITDA ajusté mais logé en frais généraux, ces derniers tombant de 26,2 à 14,1 M€: le résultat net sous-jacent est donc proche de l'équilibre.

Génération de cash flatteuse à ce stade

Le FCF ressort à 37,4 M€ au S1 2026 contre 1,0 M€ un an plus tôt, mais 31,1 M€ de l'écart proviennent de la variation du besoin en fonds de roulement, que le groupe attribue principalement au versement exceptionnel d'une avance dans le cadre d'un accord de partenariat, non reconductible par nature, et dont la contrepartie se lit au bilan dans la contraction des créances clients de 110,1 à 58,4 M€. Retraité de cet effet, le FCF sous-jacent s'établit autour de 7 M€, en ligne avec un EBITDA ajusté de 8,5 M€ et des dépenses d'investissement faibles à 0,4 M€, l'intégralité de l'effort de développement produit étant comptabilisée en charges pour 14,7 M€.

L'offre MaaS comme levier de croissance attendu

Nous laissons nos estimations 2026 inchangées (552,6 M€ de chiffre d'affaires, 23,3 M€ d'EBITDA ajusté, 15,2 M€ de résultat net), cohérentes avec la guidance confirmée. Deux réserves sur la lecture du semestre : la saisonnalité des frais généraux et commerciaux, combinée à l'accélération annoncée des investissements ciblés au S2, flatte partiellement la marge opérationnelle de 2,4 %, qui ne doit pas être annualisée ; et la variation de BFR devrait se normaliser progressivement, ramenant la génération de cash vers un niveau proche de l'EBITDA ajusté.

Un élément clef du dossier se déplace vers la recomposition du segment Partenariats. Le modèle historique reposait sur des bundles subventionnés par les distributeurs, apportant du volume à marge faible. Le nouveau modèle veut se reposer sur des contrats en marque blanche (Music as a Service) où l'utilisateur final paie le prix et où le partenaire assume marketing, churn et facturation, Deezer apportant catalogue et technologie sans coût d'acquisition. La marge brute reste dilutive face au Direct, à 22,6 % contre 26,7 %, mais l'écart se resserre de 5,7 à 4,1 points en un an, et l'absence de coût d'acquisition rendrait la marge de contribution supérieure à celle du Direct.

Deux points de suivi : la montée en charge de l'accord Winamp signé le 1er juillet, dont la conversion sur une base de 40 millions d'utilisateurs constitue une optionnalité gratuite, et l'élargissement de la monétisation de la détection d'IA, licenciée à EJI et BumaStemra, seule activité du groupe sans reversement aux ayants droit. Le risque de fond demeure la substituabilité du fournisseur, dont le précédent Napster chez Sonos rappelle qu'elle est réelle.

Recommandation

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



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 9,1 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

Un marché porteur. La croissance du streaming musical mondial se normalise après le pic post-Covid, avec une hausse d'environ +8,8 % des revenus du streaming par abonnement en 2025 selon l'IFPI. Le marché compte désormais 837 millions de comptes d'abonnements payants. À moyen terme, la croissance devrait se maintenir autour de 6-8 % par an, soutenue principalement par les marchés émergents et la hausse du nombre d'utilisateurs.

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, à l'image de Flow Tuner et de Remix Lab lancés au S1 2026. Fort de 8,9 millions d'abonnés au 30 juin 2026, dont 5,8 millions en Direct, le Groupe dispose d'une vraie vision produit visant à favoriser les opportunités de monétisation supplémentaires, et ce au bénéfice de l'ensemble de l'industrie.

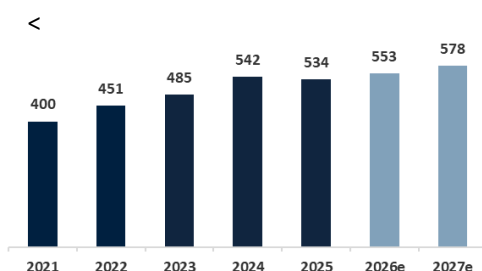
Un modèle hybride B2C et B2B. Deezer commercialise ses offres via un modèle hybride B2C, avec une souscription directement par les utilisateurs finaux, et B2B, via un réseau de partenaires (opérateurs, médias ou fabricants de hardware) avec une souscription de l'abonné directement auprès du partenaire. Ces partenariats, désormais regroupés au sein de l'offre Deezer for Business lancée en mars 2026, permettent au Groupe de toucher rapidement des bases importantes d'abonnés potentiels, facilitant son accélération commerciale.

Focus sur l'ARPU. Nous estimons que la croissance de l'ARPU est l'un des facteurs déterminants de la réussite du groupe. La 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), l'ARPU Direct ressortant à 5,4 € au S1 2026, 2/ sur le B2B à la montée en puissance des nouveaux contrats de partenariats et en marque blanche, avec un ARPU Partenariats déjà en hausse de +19,1 % à 3,7 €.

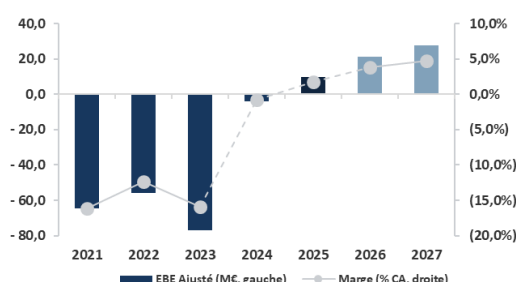
Multiples de valorisation des comparables

Société	Capitalisation	VE / CA			VE / EBITDA			VE / EBIT			P/E		
		FY1	FY2	FY3	FY1	FY2	FY3	FY1	FY2	FY3	FY1	FY2	FY3
Netflix, Inc.	347 308,3	9,2x	7,9x	7,1x	23,8x	20,1x	17,3x	25,0x	21,1x	18,2x	26,1x	25,0x	21,5x
SiriusXM Holdings Inc.	6 537,0	2,3x	2,2x	2,2x	7,1x	7,1x	7,1x	10,2x	10,0x	10,0x	7,0x	6,6x	6,5x
Spotify Technology SA	92 407,0	5,1x	4,5x	3,9x	28,8x	22,3x	18,0x	30,4x	23,5x	18,8x	34,6x	27,7x	22,5x
Storytel AB Class B	567,5	1,5x	1,5x	1,3x	7,1x	6,2x	5,6x	11,2x	9,3x	8,0x	13,5x	11,4x	9,7x
Universal Music Group N.	30 548,3	2,6x	2,4x	2,2x	11,4x	10,3x	9,4x	13,9x	12,4x	11,3x	18,5x	16,3x	14,5x
Warner Music Group Cor	3 140,4	1,1x	1,0x	0,9x	4,2x	3,7x	3,4x	6,3x	5,2x	4,5x	4,9x	3,8x	3,4x
Moyenne		3,6x	3,2x	2,9x	13,7x	11,6x	10,1x	16,2x	13,6x	11,8x	17,4x	15,2x	13,0x
Mediane		2,4x	2,3x	2,2x	9,3x	8,7x	8,3x	12,6x	11,2x	10,6x	16,0x	13,8x	12,1x

Evolution du chiffre d'affaires (en M€)



Evolution de l'EBE (en M€)



Compte de résultat (M€)	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e
Chiffre d'affaires	451,2	484,6	541,7	533,9	552,6	578,2	606,0
EBITDA ajusté	-55,7	-28,8	-4,1	9,7	23,3	29,8	36,8
Résultat opérationnel courant	-166,7	-64,4	-27,5	9,3	11,2	17,9	25,2
Résultat opérationnel	-166,7	-64,4	-27,5	9,3	11,2	17,9	25,2
Résultat financier	0,6	5,7	0,8	1,0	3,1	2,6	2,6
Impôts	-1,0	-0,9	0,6	-1,8	1,0	2,0	-3,3
Mise en équivalence	-1,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Part des minoritaires	-0,8	-2,0	-0,1	0,0	0,1	0,1	0,1
Résultat net part du groupe	-167,7	-57,7	-25,9	8,4	15,2	22,4	24,3
Bilan (M€)	2022	2023	2024e	2025	2026e	2027e	2028e
Actifs non courants	49,7	35,3	33,1	36,5	29,7	23,2	16,9
dont goodwill	15,1	7,5	7,5	7,5	7,5	7,5	7,5
BFR	-277,0	-269,7	-287,3	-289,8	-289,1	-300,9	-313,8
Disponibilités + VMP	113,6	63,6	62,1	65,4	86,0	126,8	170,2
Capitaux propres	-181,8	-226,0	-241,5	-232,3	-217,1	-194,7	-170,4
Emprunts et dettes financières	28,3	21,0	14,7	8,0	8,0	8,0	8,0
Total Bilan	234,1	195,0	184,1	234,6	193,0	230,9	271,9
Tableau de flux (M€)	2022	2023	2024e	2025	2026e	2027e	2028e
Marge Brute d'autofinancement	-73,2	-30,5	-8,8	16,0	23,8	30,8	32,5
Variation de BFR	24,4	-8,1	23,8	2,5	-0,7	11,9	12,9
Flux net de trésorerie généré par l'activité	-48,8	-40,0	14,6	16,5	23,0	42,7	45,4
Investissements opérationnels nets	-3,0	-2,0	-1,6	-3,0	-1,7	-1,7	-1,8
Free Cash Flow	-51,8	-42,0	13,0	13,5	21,4	40,9	43,6
Investissements financiers nets	282,1	0,0	-2,0	0,4	0,0	0,0	0,0
Flux nets de trésorerie liés aux investissements	279,1	-2,0	-3,6	-2,6	-1,7	-1,7	-1,8
Augmentation de capital	105,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Variation emprunts	-252,8	-3,1	-5,4	-5,9	0,0	0,0	0,0
Dividendes versés	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Autres	-4,9	-5,2	-5,2	-5,0	0,0	0,0	0,0
Flux nets de trésorerie liés au financement	-152,5	-8,3	-10,6	-10,9	0,0	0,0	0,0
Variation de trésorerie	78,5	-49,9	-1,5	3,1	21,4	40,9	43,6
Ratios (%)	2022	2023	2024e	2025	2026e	2027e	2028e
Variation chiffre d'affaires	12,8%	7,4%	11,8%	-1,4%	3,5%	4,6%	4,8%
Marge EBE	ns	ns	ns	1,8%	4,2%	5,2%	6,1%
Marge opérationnelle courante	ns	ns	ns	ns	ns	ns	ns
Marge opérationnelle	ns	ns	ns	ns	ns	ns	ns
Marge nette	ns	ns	ns	ns	ns	ns	ns
Investissements opérationnels nets/CA	1%	0%	0%	1%	0%	0%	0%
BFR/CA	-61%	-56%	-53%	-54%	-52%	-52%	-52%
ROCE	ns	ns	ns	ns	ns	ns	ns
ROCE hors GW	ns	ns	ns	ns	ns	ns	ns
ROE	ns	ns	ns	ns	ns	ns	ns
Payout	0%	0%	0%	0%	0%	0%	100%
Dividend yield	0%	0%	0%	0%	0%	0%	18%
Ratios d'endettement	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e
Gearing (%)	47%	19%	20%	25%	36%	61%	95%
Dettes nette/EBE	ns	ns	ns	ns	ns	ns	ns
EBE/charges financières	ns	ns	ns	ns	ns	ns	ns
Valorisation	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e
Nombre d'actions (en millions)	119,4	119,4	119,4	119,4	119,4	119,4	119,4
Nombre d'actions moyen (en millions)	119,4	119,4	119,4	119,4	119,4	119,4	119,4
Cours (moyenne annuelle en euros)	2,2	2,3	1,4	1,1	1,1	1,1	1,1
(1) Capitalisation boursière moyenne	256,7	268,6	168,3	133,7	133,7	133,7	133,7
(2) Dette nette (+)/ trésorerie nette (-)	-85,3	-42,6	-47,3	-57,4	-78,0	-118,8	-162,2
(3) Valeur des minoritaires	2,9	0,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
(4) Valeur des actifs financiers	5,4	5,3	5,5	5,2	5,2	5,2	5,2
Valeur d'entreprise = (1)+(2)+(3)- (4)	168,8	221,7	115,6	71,1	50,5	9,7	-33,7
PER	ns	ns	ns	15,9	8,8	6,0	5,5
VE / EBE	ns	ns	ns	7,4	2,2	0,4	ns
VE / ROC	ns	ns	ns	ns	ns	ns	4,3
VE / CA	0,4	0,5	0,2	0,1	0,1	0,0	ns
P/B	ns	ns	ns	ns	ns	ns	ns
Données par action (€)	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e
Bnpa	ns	ns	ns	ns	ns	ns	0,20
Book value/action	ns	ns	ns	ns	ns	ns	ns
Dividende /action	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,20



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 +5% 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 -5% 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'analyse 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 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

