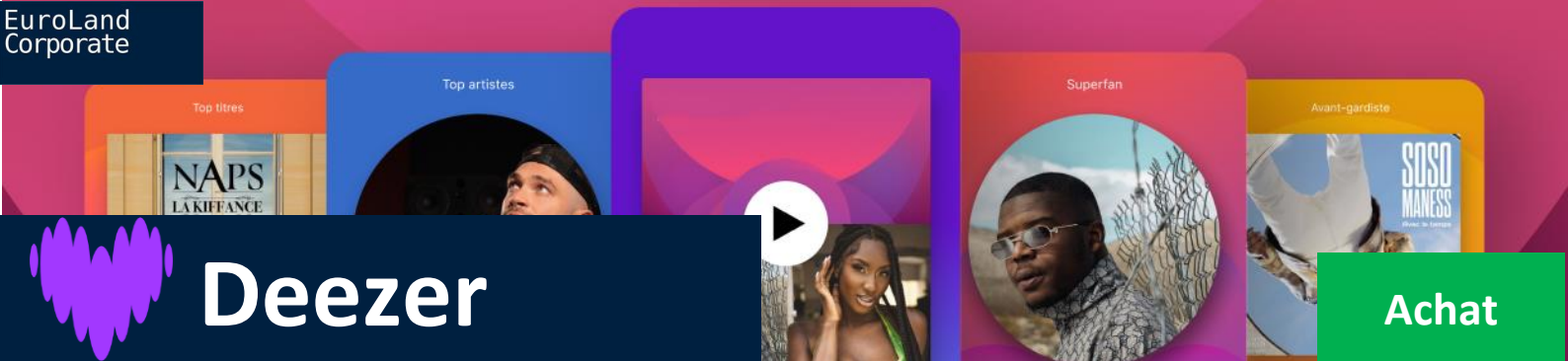




Capitalisation	154,6	Ticker	DEEZR-FR	Digital
Objectif de cours	3,00 €	Nb de titres (en millions)	119,39	Flash valeur
Cours au 27/10/2026	1,30 €	Volume moyen 12m (titres)	14 047	28/10/2026
Potentiel	131,7%	Extrêmes 12m (€)	0,90€/1,50€	

Volume d'abonnés direct toujours en hausse

A retenir

- Chiffre d'affaires T3 2026 de 133,8 M€ (+1,8 %, +1,0 % à change constant), deuxième trimestre consécutif de croissance
- Direct en hausse de +7,0 % à 94,1 M€, avec 5,8 millions d'abonnés (+5,7 %)
- Guidance 2026 relevée : chiffre d'affaires en légère croissance et EBITDA ajusté supérieur à 10 M€

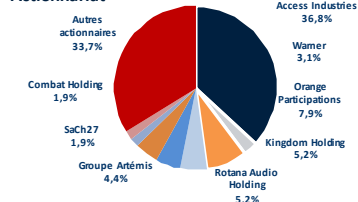
Données financières (en M€)

au 31/12	2025	2026e	2027e	2028e
CA	533,9	546,3	571,6	599,2
var %	-1,4%	2,3%	4,6%	4,8%
EBE (ajusté)	9,7	13,2	19,6	26,6
% CA	1,8%	2,4%	3,4%	4,4%
ROC	9,3	9,6	10,3	17,4
% CA	1,7%	1,8%	1,8%	2,9%
RN	8,4	13,6	14,8	17,6
% CA	1,6%	2,5%	2,6%	2,9%
Bnpa (€)	ns	ns	ns	0,15
ROCE (%)	ns	ns	ns	ns
ROE (%)	ns	ns	ns	ns
Gearing (%)	ns	ns	ns	ns
Dette nette	-57,4	-73,5	-106,5	-143,0
Dividende n (€)	0,0	0,0	0,0	0,0
Yield (%)	0,0%	0,0%	0,0%	11,4%

Multiples de valorisation

	2025	2026e	2027e	2028e
VE/CA (x)	0,2	0,1	0,1	0,0
VE/EBE (x)	9,6	5,8	2,2	0,3
VE/ROC (x)	ns	ns	ns	ns
P/E (x)	18,3	11,3	10,5	8,8

Actionnariat



Performances boursières



Publication du T3 2026

Le chiffre d'affaires trimestriel s'établit à 133,8 M€ contre 131,4 M€ un an plus tôt, en hausse de +1,8 % à change constant et de +1,0 % à change constant. Sur neuf mois, il ressort à 402,0 M€, en progression de +0,9 %. Le groupe relève sa guidance annuelle sur ses deux premières composantes : le chiffre d'affaires est désormais attendu en légère croissance, contre une stabilité annoncée jusqu'ici, et l'EBITDA ajusté est attendu au-dessus de 10 M€, contre un objectif qui se limitait à une rentabilité positive. Le free cash-flow est confirmé positif pour la troisième année consécutive.

Le Direct porte (toujours) la croissance

Le segment Direct progresse de +7,0 % à 94,1 M€ (+6,4 % à change constant) et reste le seul moteur du groupe. La base d'abonnés atteint 5,8 millions, en hausse de +5,7 %, avec 3,9 millions en France (+6,5 %), toujours tirée par les offres Famille, et 1,9 million à l'international (+4,0 %), où l'amélioration de la rétention compense une base de comparaison exigeante. La croissance reste toutefois entièrement portée par le volume : l'ARPU Direct est stable à 5,4 € sur le trimestre et recule de -1,4 % sur neuf mois.

La recomposition des Partenariats se confirme

Le segment recule de -6,2 % à 33,4 M€ (-7,5 % à change constant), une décreue nettement moins marquée qu'il y a un an (-14,2 % au T3 2025). La base d'abonnés diminue de -17,1 % à 2,9 millions quand l'ARPU progresse de +16,7 % à 3,7 €. La logique reste la même qu'au premier semestre : le groupe sort progressivement des offres groupées subventionnées par les distributeurs, qui apportaient du volume peu rémunérateur, au profit de contrats en marque blanche où le partenaire facture l'utilisateur final et assume le marketing, Deezer apportant le catalogue et la technologie. Moins d'abonnés, mais des abonnés mieux valorisés. Deux illustrations ce trimestre, avec SACEM Play, solution destinée aux commerces et dont le déploiement est prévu d'ici début 2027, et la montée en charge de l'accord Winamp, dont les 40 millions d'utilisateurs constituent une optionnalité non valorisée dans nos estimations.



Les autres revenus purgent leur base de comparaison

Le poste Autres recule de -19,5 % à 6,4 M€, toujours sous l'effet de l'expiration d'un contrat de licence au T4 2025. Le quatrième trimestre sera le dernier affecté par cet écart, ce qui soutient mécaniquement la croissance publiée à partir de 2027. Sur la détection des contenus générés par IA, le groupe a confirmé le lancement avant la fin de l'année d'une fonction permettant aux utilisateurs de les exclure de leurs recherches. Cette technologie, adoptée de manière pionnière chez Deezer constitue selon nous un des éléments qui permet de véritablement différencier l'offre de la plateforme par rapport à celle de ses concurrents et ainsi renforcer le sentiment d'appartenance de sa base utilisateur. Sa monétisation est à ce stade embryonnaire mais pourrait représenter un levier à plus long terme.

Perspectives et estimations

Nous ramenons notre estimation de chiffre d'affaires 2026 à 546,3 M€, contre 552,6 M€ précédemment, ce qui reste compatible avec la légère croissance désormais visée par le groupe. Cette trajectoire suppose une accélération au quatrième trimestre, que trois éléments rendent selon nous atteignable : la fin de l'effet de base lié au contrat de licence échu au T4 2025, la montée en charge de l'accord Winamp depuis juillet et un effet devise moins pénalisant au Brésil. Nous abaissons notre EBITDA ajusté 2026 à 13,2 M€ (vs 23,3 M€), sur la base d'hypothèses de frais généraux plus prudentes. Ce niveau reste supérieur à l'objectif du management fixé au-delà de 10 M€.

Au-delà de 2026, le levier principal nous semble être le prix. Les grandes plateformes ont relevé leurs tarifs à plusieurs reprises cette année, quand l'ARPU Direct de Deezer reste stable à 5,4 € : le groupe privilégie pour l'instant le recrutement et ne capte encore aucun effet prix. Une revalorisation tarifaire, même modeste, constituerait selon nous le principal relais de croissance en 2027. Deezer dispose par ailleurs de 95,0 M€ de trésorerie nette au 30 juin, soit environ 70 % de sa capitalisation boursière de 133,7 M€, et se traite à 5,8x notre estimation d'EBITDA ajusté 2026, contre une médiane de 10,9x pour son échantillon de comparables : une large décote pour une plateforme rentable.

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 mûr où les positions installées et la différenciation comptent plus que la croissance. Le streaming musical progresse désormais à un rythme normalisé. La valeur se déplace donc de la conquête vers la rétention, et peu d'acteurs disposent réellement d'une base installée et fidèle : Deezer en fait partie avec 9 millions d'abonnés, une position de numéro deux en France et de numéro trois au Brésil. Face à des concurrents aux moyens marketing sans commune mesure, le groupe assume un positionnement différenciant centré sur la transparence et l'équité envers les artistes, avec un modèle de monétisation qui rémunère davantage les créateurs, le marquage des contenus générés par IA dont il a été pionnier, et des formats d'engagement inédits comme Remix Lab. Ce positionnement nourrit la croissance du Direct, en hausse de +6,7 % à 185,2 M€ pour 5,8 millions d'abonnés (+8,7 %).

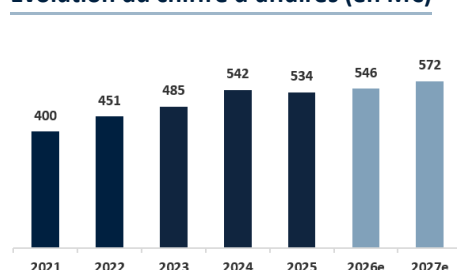
Une thèse de génération de cash plutôt que de croissance. L'enjeu n'est plus l'accélération des volumes mais la confirmation de la rentabilité du modèle. Le groupe a enregistré son premier résultat net annuel positif en 2025, puis un EBITDA ajusté de 8,5 M€ et un résultat net de 6,7 M€ au S1 2026, avec une guidance confirmée sur ses trois composantes. La structure de coûts y contribue: les dépenses d'investissement sont quasi nulles à 0,4 M€ par semestre, l'effort de développement produit étant intégralement passé en charges, ce qui rend une très bonne conversion de l'EBITDA en cash. Avec 95,0 M€ de trésorerie nette au 30 juin, le groupe dispose de la flexibilité nécessaire pour financer ses prochaines initiatives.

Des relais de niche et une valorisation qui laisse peu de risque. Au-delà du B2C, Deezer dispose de positions à monétiser là où les grands acteurs ne vont pas. La marque blanche d'abord, avec Sonos, RTL+ en Allemagne et désormais Winamp et ses 40 millions d'utilisateurs, qui permet d'adresser des géographies comme les États-Unis ou l'Allemagne sans y engager de coût d'acquisition. La licence de la technologie de détection de contenus générés par IA ensuite. Le titre se traite à 6x notre estimation d'EBITDA ajusté 2026, un niveau qui nous semble raisonnable pour une plateforme désormais rentable, disposant de 95,0 M€ de trésorerie nette et d'une base d'abonnés directs en croissance.

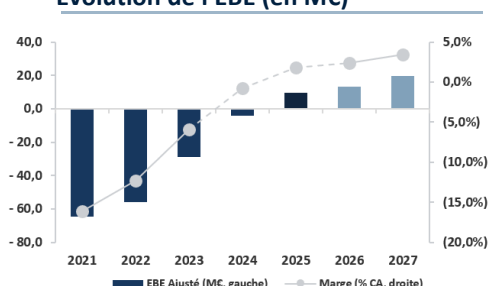
Multiples de valorisation des comparables

Société	Capitalisation	VE / CA			VE / EBITDA			VE / EBIT			P/E		
		FY1	FY2	FY3	FY1	FY2	FY3	FY1	FY2	FY3	FY1	FY2	FY3
Netflix, Inc.	230 362,5	6,1x	5,2x	4,7x	15,6x	13,4x	11,6x	16,4x	14,0x	12,2x	16,9x	16,6x	14,4x
SiriusXM Holdings Inc.	8 241,8	2,5x	2,4x	2,3x	7,7x	7,7x	7,6x	11,0x	10,9x	10,7x	9,0x	8,4x	8,1x
Spotify Technology SA	102 613,3	5,7x	5,0x	4,4x	32,4x	24,7x	19,6x	34,2x	26,3x	20,8x	41,3x	32,4x	25,8x
Storytel AB Class B	817,2	2,2x	2,0x	1,9x	10,1x	8,7x	7,8x	15,9x	12,8x	11,1x	18,9x	15,2x	13,2x
Universal Music Group N.	30 243,8	2,6x	2,4x	2,3x	11,7x	10,7x	10,0x	14,7x	13,2x	12,2x	22,4x	17,6x	16,2x
Warner Music Group Cor	4 017,8	1,2x	1,1x	1,0x	4,6x	4,2x	3,8x	6,9x	5,7x	5,0x	6,0x	4,8x	4,1x
Moyenne		3,4x	3,0x	2,8x	13,7x	11,6x	10,1x	16,5x	13,8x	12,0x	19,1x	15,8x	13,6x
Mediane		2,5x	2,4x	2,3x	10,9x	9,7x	8,9x	15,3x	13,0x	11,6x	17,9x	15,9x	13,8x

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	546,3	571,6	599,2
EBITDA ajusté	-55,7	-28,8	-4,1	9,7	13,2	19,6	26,6
Résultat opérationnel courant	-166,7	-64,4	-27,5	9,3	9,6	10,3	17,4
Résultat opérationnel	-166,7	-64,4	-27,5	9,3	9,6	10,3	17,4
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	-2,4
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	13,6	14,8	17,6
Bilan (M€)	2022	2023	2024e	2025	2026e	2027e	2028e
Actifs non courants	49,7	35,3	33,1	36,5	29,8	23,3	17,1
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	-286,2	-298,0	-310,8
Disponibilités + VMP	113,6	63,6	62,1	65,4	81,5	114,5	151,0
Capitaux propres	-181,8	-226,0	-241,5	-232,3	-218,7	-203,9	-186,3
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	187,7	217,8	252,0
Tableau de flux (M€)	2022	2023	2024e	2025	2026e	2027e	2028e
Marge Brute d'autofinancement	-73,2	-30,5	-8,8	16,0	22,1	23,0	25,6
Variation de BFR	24,4	-8,1	23,8	2,5	-3,6	11,8	12,8
Flux net de trésorerie généré par l'activité	-48,8	-40,0	14,6	16,5	18,5	34,8	38,4
Investissements opérationnels nets	-3,0	-2,0	-1,6	-3,0	-1,6	-1,7	-1,8
Free Cash Flow	-51,8	-42,0	13,0	13,5	16,9	33,1	36,6
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	-1,6	-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	16,9	33,1	36,6
Ratios (%)	2022	2023	2024e	2025	2026e	2027e	2028e
Variation chiffre d'affaires	12,8%	7,4%	11,8%	-1,4%	2,3%	4,6%	4,8%
Marge EBE	ns	ns	ns	1,8%	2,4%	3,4%	4,4%
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%	11%
Ratios d'endettement	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e
Gearing (%)	47%	19%	20%	25%	34%	52%	77%
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	1,3	1,3	1,3	1,3
(1) Capitalisation boursière moyenne	256,7	268,6	168,3	154,6	154,6	154,6	154,6
(2) Dette nette (+)/ trésorerie nette (-)	-85,3	-42,6	-47,3	-57,4	-73,5	-106,5	-143,0
(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	92,0	75,9	42,9	6,4
PER	ns	ns	ns	18,3	11,3	10,5	8,8
VE / EBE	ns	ns	ns	9,6	5,8	2,2	0,3
VE / ROC	ns	ns	ns	ns	ns	ns	ns
VE / CA	0,4	0,5	0,2	0,2	0,1	0,1	0,0
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	0,15
Book value/action	ns	ns	ns	ns	ns	ns	ns
Dividende /action	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,15



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

