

Capitalisation	15,0	Ticker	ALBIZ.PA / ALBIZ:FP	Marketing
Objectif de cours	3,7€	Nb de titres (en millions)	5,87	Flash valeur
Cours au 29/06/2026	2,55 €	Volume moyen 12m (titres)	4 297	30/06/2026
Potentiel	45,1%	Extrêmes 12m (€)	2,13€/5,96€	

## L'EBITDA dans le vert

### A retenir

- Les revenus du S1 25-26 atteignent 70,5 M€ en croissance de +9% YoY
- L'EBITDA S1 25-26 atteint 1,3 M€, en nette amélioration vs S1 2024-2025 (+52,4%)
- Le RNpg S1 25-26 reste négatif mais se rapproche fortement du break-even (-0,2 M€ vs -1,6 M€ au S1 2025)

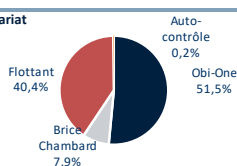
#### Données financières (en M€)

au 31/12	2025e	3T'025-2026	2026e	2027e	2028e
CA	99,7	152,3	161,2	169,9	
var %	ns	ns	5,8%	5,4%	
EBE (EuroLand)	-0,6	3,1	5,8	7,1	
% CA	-0,6%	2,1%	3,6%	4,2%	
ROC	-3,5	0,6	3,1	4,3	
% CA	-3,5%	0,4%	1,9%	2,5%	
RN	-4,2	0,3	2,2	3,0	
% CA	-4,2%	0,2%	1,3%	1,8%	
Bnpa (€)	-0,71	0,05	0,37	0,52	
ROCE (%)	-16,9%	1,9%	10,1%	14,0%	
ROE (%)	-58,6%	4,1%	16,4%	15,1%	
Gearing (%)	271,7%	241,5%	143,1%	57,8%	
Dette nette	19,3	17,9	18,9	11,7	
Dividende n (€)	0,0	0,0	0,0	0,0	
Yield (%)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	

#### Multiples de valorisation

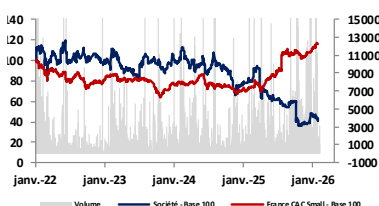
	2025e	3T'025-2026	2026e	2027e	2028e
VE/CA (x)	0,3	0,2	0,2	0,2	
VE/EBE (x)	ns	10,2	5,8	3,7	
VE/ROC (x)	ns	54,7	10,9	6,2	
P/E (x)	ns	ns	7,2	5,1	

#### Actionariat



#### Performances boursières

Performances (%)	Ytd	1m	3m	12m
Perf. Absolue	-16,4%	4,5%	4,9%	-33,2%



### Publication des résultats S1 2026

Obiz a dévoilé hier soir ses résultats pour le compte du premier semestre 2025-2026. Pour rappel, le groupe avait publié plus tôt dans l'année un CA semestriel de 70,4 M€, en hausse de +9% vs 2024-2025. Sur la première moitié de l'exercice, la société a également amélioré sa rentabilité opérationnelle avec un EBITDA S1 25-26 en nette progression à 1,3 M€ (vs 0,9 M€ au S1 24-25). Alors qu'Obiz n'a pas recalculé son REX et son RN 24-25, le premier est revenu en territoire positif en comparaison du S1 2025) passant de -1,3 M€ en 24-25 à 0,3 M€ en 25-26. Enfin, le RN 25-26 s'est rapproché du breakeven à -0,2 M€.

### Commentaire

Obiz a publié un S1 2025/26 en amélioration, avec un chiffre d'affaires consolidé de 70,4 M€, en hausse de 9%. La croissance a été principalement tirée par les Programmes relationnels et affinitaires, en progression de 20% grâce aux nouveaux programmes signés sur la période, tandis que les Boutiques e-commerce ont affiché une dynamique plus modérée, avec un volume d'affaires en hausse de 8%.

La marge brute a progressé de 5% à 9,0 M€, mais le taux de marge a reculé de 60 pb à 12,7%, contre 13,3% un an plus tôt. Le levier opérationnel s'est néanmoins fortement amélioré : l'EBITDA a progressé de 52% à 1,3 M€, porté par les premières mesures du plan Equinoxe 2027, notamment l'intégration des entités, l'adaptation de l'organisation et une meilleure maîtrise des coûts.

Après 1,1 M€ de dotations aux amortissements, le résultat d'exploitation est redevenu positif à 0,3 M€ (0,0% du CA 25-26).

Enfin, le résultat net part du groupe est ressorti proche de l'équilibre à -0,2 M€, contre une perte de -1,6 M€ au 30 juin 2025, la progression opérationnelle ayant presque compensé les charges financières liées à la dette bancaire.



**Bilan**

À l'issue du S1, le bilan demeure un point de vigilance, même si la liquidité s'est améliorée sur le semestre. Au 31 mars 2026, Obiz disposait de 4,9 M€ de trésorerie, en hausse de 36,5% par rapport au 30 septembre 2025. L'endettement restait toutefois élevé, avec une dette brute de 23,5 M€, composée de 19,5 M€ de dettes financières et de 4,0 M€ d'emprunt obligataire remboursable in fine en 2031.

Après prise en compte de la trésorerie, la dette nette ressortait à 18,6 M€, en légère amélioration sur six mois, mais toujours significative au regard des 6,9 M€ de capitaux propres et d'un EBITDA 25-26e que nous attendons proche de 3 M€.

Dans ce contexte, le réaménagement des échéances bancaires et le gel temporaire des intérêts obligataires jusqu'en mars 2027 constituent un élément important pour préserver la liquidité et soutenir l'exécution du plan Equinoxe 2027.

**Perspectives**

Côté perspectives, Obiz a confirmé les ambitions de son plan Equinoxe 2027, avec un objectif d'EBITDA de 7,0 M€ en 2027 et une amélioration structurelle de la génération de cash-flow. Le groupe aborde le second semestre 2025/26 avec confiance, porté par les premiers effets du plan d'actions sur la rentabilité. L'enjeu reste désormais d'accélérer le levier opérationnel tout en maîtrisant l'endettement, encore élevé à ce stade.

De notre côté, nous maintenons nos estimations pour 2025-2026e, avec un objectif de CA 2026e de 152,3 M€ traduisant une croissance de +7,3% et une marge d'EBITDA de 2,1% (3,1 M€).

**Recommandation**

Suite à cette publication, nous réitérons notre recommandation à Achat et maintenons notre objectif de cours à 3,7€ (45% d'upside).



## Présentation de la société

Créé en 2010 par son actuel PDG et actionnaire majoritaire, Obiz est un expert du marketing relationnel et de la fidélisation. Concrètement, la société conçoit, déploie et pilote des programmes affinitaires et des plateformes e-commerce où elle propose des offres promotionnelles à ses clients, désireux de développer la fidélisation de leurs collaborateurs et de leurs propres clients.

Depuis 2021, Obiz est une société à mission, qui met l'éthique au cœur de sa démarche et dont la raison d'être est d'accompagner les entreprises dans leurs enjeux de fidélisation, tout en impactant positivement le pouvoir d'achat, le bien être des salariés et des clients, mais aussi l'économie locale. En 2023, Obiz acquiert SLD, plateforme de e-billetterie dédiée aux Inter CSE. Début 2025, société a dévoilé sa feuille de route Equinoxe 2027 par laquelle elle ambitionne d'atteindre un EBITDA 2027 d'au moins 7 M€.

## Argumentaire d'investissement

Un modèle vertueux. Obiz se place au centre d'un écosystème vertueux au sein duquel les relations entre les parties prenantes (partenaires, clients entreprises, bénéficiaires) sont un jeu à somme positive. Le groupe adresse un des enjeux modernes de notre économie, celui de la préservation du pouvoir d'achat, et le fait en offrant une proposition de valeur forte en matière de fidélisation.

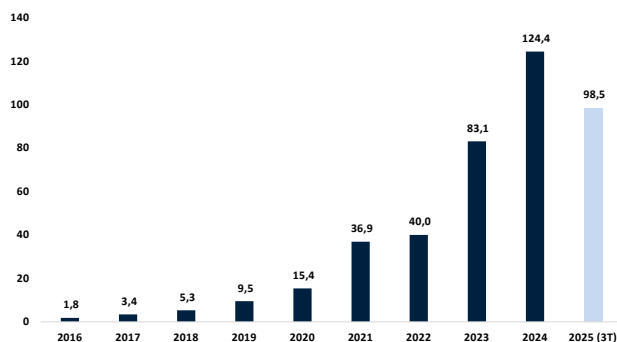
Une offre complémentaire : Le modèle d'affaires d'Obiz repose sur deux activités très complémentaires, qui sont aussi les deux sources de revenus du groupe : d'une part les programmes relationnels et affinitaires, métier historique du groupe et de l'autre, les boutiques e-commerce. Ce double modèle garantit d'un côté une forte récurrence de l'activité (complétée par un taux de churn extrêmement bas) et de l'autre, un effet taille essentiel sur le haut de la top line d'Obiz, ainsi qu'une maîtrise recherchée de la data et de la connaissance clients.

Un positionnement unique sur le marché : Le positionnement d'Obiz, au carrefour de quatre grands marchés de croissance, en fait une force considérable. Son statut de premier entrant est très largement renforcé par l'existence d'une « prime au leader », qui bénéficie au groupe. Obiz continue ainsi de gagner des parts de marchés, sur lequel il a érigé d'importantes barrières à l'entrée (effet réseau et taille, technologie, qualité de l'offre).

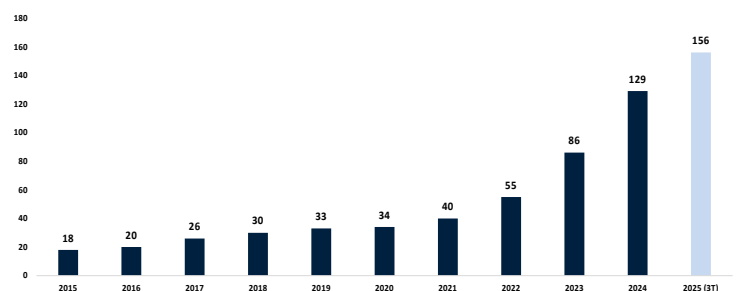
## Multiples de valorisation des comparables

Société	Capitalisation (€M)	Dette nette	VE	EV/sales			EV/EBITDA			EV/EBIT			P/E		
				2025e	2026e	2027e	2025e	2026e	2027e	2025e	2026e	2027e	2025e	2026e	2027e
<b>Peers marketing</b>															
Bilendi SA	76,3	40,9	117,3	1,2x	1,2x	1,1x	5,5x	5,1x	4,6x	14,0x	11,4x	9,0x	23,1x	14,0x	9,4x
HighCo SA	72,9	-24,7	48,2	0,4x	0,4x	0,4x	3,2x	3,0x	2,9x	8,8x	6,0x	6,2x	28,8x	11,2x	11,4x
Hopscotch Groupe SA	62,1	-5,8	56,3	0,2x	0,2x	0,2x	6,0x	4,8x	4,3x	6,6x	5,2x	4,5x	15,1x	10,7x	9,0x
Reworld Media SA	118,1	55,3	173,4	0,3x	0,3x	0,3x	3,0x	2,9x	2,8x	3,6x	3,4x	3,3x	4,5x	4,1x	3,7x

## Évolution du CA (en M€), 2015-2025



## Evolution du nombre de programmes



Compte de résultat (M€)	2023	2024 (old)	2025e 3T	2025-2026e	2026e-2027e	2027e-2028e
Chiffre d'affaires	83,1	125,9	99,7	152,3	161,2	169,9
<b>Excédent brut d'exploitation</b>	<b>2,5</b>	<b>1,9</b>	<b>-0,6</b>	<b>3,1</b>	<b>5,8</b>	<b>7,1</b>
Résultat opérationnel courant	1,0	-0,2	-3,5	0,6	3,1	4,3
Résultat opérationnel	1,0	-0,2	-3,0	0,6	3,1	4,3
Résultat financier	-0,4	-0,9	-0,9	-0,2	-0,2	-0,2
Impôts	0,0	0,0	0,1	-0,1	-0,7	-1,1
Mise en équivalence	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Part des minoritaires	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Résultat net part du groupe</b>	<b>0,1</b>	<b>-2,6</b>	<b>-4,2</b>	<b>0,3</b>	<b>2,2</b>	<b>3,0</b>
Bilan (M€)	2023	2024 (old)	2025e 3T	2025-2026e	2026e-2027e	2027e-2028e
Actifs non courants	23,4	28,1	27,7	27,1	27,3	26,8
BFR	3,2	5,1	-0,2	7,7	8,2	8,7
<b>Disponibilités + VMP</b>	<b>9,7</b>	<b>5,3</b>	<b>3,6</b>	<b>5,0</b>	<b>4,1</b>	<b>11,3</b>
Capitaux propres	14,8	12,0	7,1	7,4	13,2	20,3
Emprunts et dettes financières	18,3	22,6	22,9	22,9	23,0	23,0
<b>Total Bilan</b>	<b>48,6</b>	<b>55,2</b>	<b>49,3</b>	<b>52,0</b>	<b>52,4</b>	<b>60,2</b>
Tableau de flux (M€)	2023	2024 (old)	2025e 3T	2025-2026e	2026e-2027e	2027e-2028e
Marge brute d'autofinancement	1,5	0,2	-2,5	2,9	4,9	5,9
Variation de BFR	0,7	0,9	3,0	0,5	-1,5	-0,5
<b>Flux nets de trésorerie généré par l'activité</b>	<b>2,2</b>	<b>1,0</b>	<b>0,6</b>	<b>3,4</b>	<b>3,3</b>	<b>5,4</b>
CAPEX nets	-1,6	-2,7	-1,7	-2,0	-2,3	-2,3
<b>FCF</b>	<b>0,5</b>	<b>-1,6</b>	<b>-1,2</b>	<b>1,4</b>	<b>1,0</b>	<b>3,2</b>
Augmentation de capital	7,7	0,0	0,0	0,0	0,0	4,0
Variation emprunts	8,9	2,5	-1,0	0,0	0,0	0,0
Dividendes versés	0,0	0,0	-0,2	0,0	0,0	0,0
<b>Flux nets de trésorerie liés au financement</b>	<b>16,3</b>	<b>2,4</b>	<b>-0,4</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>4,0</b>
Variation de trésorerie	6,6	-4,3	-2,1	1,4	1,0	7,2
Ratios (%)	2023	2024 (old)	2025e 3T	2025-2026e	2026e-2027e	2027e-2028e
Variation chiffre d'affaires	107,8%	51,5%	ns	ns	5,8%	5,4%
<b>Marge EBE</b>	<b>3,0%</b>	<b>1,5%</b>	<b>-0,6%</b>	<b>2,1%</b>	<b>3,6%</b>	<b>4,2%</b>
Marge opérationnelle courante	1,2%	-0,2%	-3,5%	0,4%	1,9%	2,5%
Marge opérationnelle	1,2%	-0,2%	-3,0%	0,4%	1,9%	2,5%
Marge nette	0,2%	-2,1%	-4,2%	0,2%	1,3%	1,8%
CAPEX (% CA)	2,0%	2,1%	1,7%	1,3%	1,4%	1,3%
BFR (% CA)	3,8%	4,0%	-0,2%	5,1%	5,1%	5,1%
ROCE	2,8%	-0,5%	-9,6%	1,3%	6,5%	9,1%
<b>ROCE hors GW</b>	<b>4,3%</b>	<b>-0,7%</b>	<b>-16,9%</b>	<b>1,9%</b>	<b>10,1%</b>	<b>14,0%</b>
ROE	0,9%	-21,6%	-58,6%	4,1%	16,4%	15,1%
Payout	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%
Ratios d'endettement	2023	2024 (old)	2025e 3T	2025-2026e	2026e-2027e	2027e-2028e
<b>Gearing (%)</b>	<b>58,6%</b>	<b>144,8%</b>	<b>271,7%</b>	<b>241,5%</b>	<b>143,1%</b>	<b>57,8%</b>
Dettes nettes/EBE	3,5	9,1	-30,4	5,7	3,3	1,6
EBE/charges financières	5,8	2,1	0,7	17,9	33,1	40,8
Valorisation	2023	2024 (old)	2025e 3T	2025-2026e	2026e-2027e	2027e-2028e
Nombre d'actions (en millions)	5,9	5,9	5,9	5,9	5,9	5,9
Nombre d'actions moyen (en millions)	5,9	5,9	5,9	5,9	5,9	5,9
Cours (moyenne annuelle en euros)	6,1	5,8	2,6	2,6	2,6	2,6
(1) Capitalisation boursière moyenne	35,5	34,1	15,0	15,0	15,0	15,0
(2) Dette nette (+)/ trésorerie nette (-)	8,7	17,3	19,3	17,9	18,9	11,7
(3) Valeur des minoritaires	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
(4) Valeur des actifs financiers	-1,1	-0,7	-0,8	-0,8	-0,7	-0,7
Valeur d'entreprise = (1)+(2)+(3)-(4)	43,3	50,7	33,5	32,1	33,8	26,6
VE/CA (x)	0,5	0,4	0,3	0,2	0,2	0,2
<b>VE/EBE (x)</b>	<b>17,7</b>	<b>26,7</b>	<b>ns</b>	<b>10,2</b>	<b>5,8</b>	<b>3,7</b>
VE/ROC (x)	43,3	ns	ns	54,7	10,9	6,2
P/E (x)	281,8	ns	ns	ns	7,2	5,1
P/B (x)	2,4	2,9	2,1	2,0	1,2	0,8
P/CF (x)	16,5	ns	27,0	4,4	4,7	2,7
FCF yield (%)	1,2%	-3,2%	-3,5%	4,4%	3,0%	11,9%
Données par action (€)	2023	2024 (old)	2025e 3T	2025-2026e	2026e-2027e	2027e-2028e
Bnpa	0,0	-0,4	-0,7	0,1	0,4	0,5
<b>Book value/action</b>	<b>2,5</b>	<b>2,0</b>	<b>1,2</b>	<b>1,3</b>	<b>2,2</b>	<b>3,5</b>
Dividende /action	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 11/10/2023

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 <sup>®</sup>
Non	Non	Non	Oui	Non	Oui



## “Disclaimer / Avertissement”

La présente étude a été préparée par EuroLand Corporate indépendamment de Obiz (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

