

Capitalisation	100,8	Ticker	DKUPL-FR	Marketing digital
Objectif de cours	29,8€ (vs 38,5€)	Nb de titres (en millions)	4,2	
Cours au 30/09/2025	24,20 €	Volume moyen 12m (titres)	672	Flash valeur
Potentiel	23,1%	Extrêmes 12m (€)	26,40€/42,50€	01/10/2025

Baisse de la rentabilité au S1

A retenir

- Les revenus S1 2025 ont augmenté de +12,3% à 117 M€
- L'EBITDA retraité a baissé de -14,1% à 10,6 M€ (vs 12,4 M€ au S1 2024)
- Le RNpg est ressorti en baisse de -31,0% à 3,8 M€ (4,3% du revenu net)

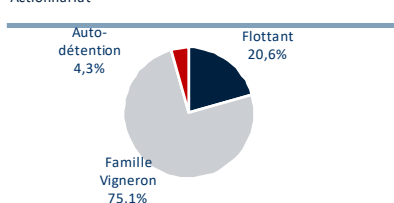
Données financières (en M€)

au 31/12	2024	2025e	2026e	2027e
CA	217,8	240,0	264,2	284,5
var %	9,1%	10,2%	10,1%	7,7%
EBE	23,9	22,6	31,6	34,4
% CA	11,0%	9,4%	11,9%	12,1%
ROC	16,4	14,7	22,1	24,1
% CA	7,5%	6,1%	8,3%	8,5%
RN	10,1	7,3	14,3	15,5
% CA	4,6%	3,0%	5,4%	5,4%
Bnpa (€)	2,53	1,75	3,44	3,72
ROCE (%)	15,3%	12,3%	19,9%	23,5%
ROE (%)	34,6%	23,2%	32,9%	28,3%
Gearing (%)	39,7%	47,2%	11,8%	-11,5%
Dette nette	-3,0	2,2	-16,6	-34,0
Dividende n (€)	0,8	0,5	1,0	1,1
Yield (%)	2,2%	2,2%	4,3%	4,6%

Multiples de valorisation

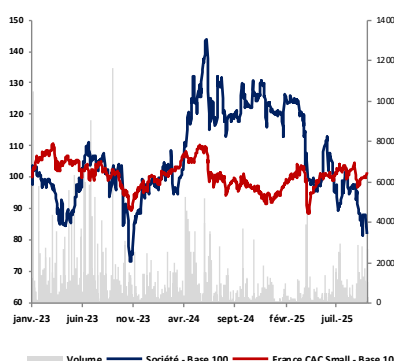
	2024	2025e	2026e	2027e
VE/CA (x)	0,8	0,6	0,5	0,4
VE/EBE (x)	7,7	6,7	4,2	3,4
VE/ROC (x)	11,2	10,4	6,1	4,8
P/E (x)	13,7	13,9	7,0	6,5

Actionnariat



Performances boursières

Performances (%)	Ytd	1m	3m	12m
Perf. Absolue	-31,7%	-11,3%	-14,4%	-34,1%



Publication du RN S1 2025

Au terme du premier semestre, Dékuple a publié un chiffre d'affaires en hausse de +12,3% à 117,4 M€. Le revenu net (anciennement appelé marge brute) a quant à lui connu une progression de +5,88% à 88,3 M€. L'EBITDA est ainsi ressorti en baisse de -14,1% à 10,6 M€ et le ROC a diminué de -22,4% à 6,5 M€. En bas de P&L, le RNpg s'est établi à 3,8 M€, -31,0% sous le niveau enregistré à la clôture du S1 2024.

Les acquisitions dopent la top line

Comme expliqué dans notre flash du 02/09/2025, le segment *Marketing Digital* est le principal contributeur de la croissance du groupe au S1 2025. L'activité a vu ses revenus nets croître de +16,1% à la faveur des différentes opérations de croissance externe (Ereferer, Coup de Poing, DOT Control, Selmore, After) effectuées par le groupe au cours des derniers mois. En termes organiques, le revenu net du groupe s'est toutefois inscrit en recul de -3,6% par rapport au S1 2024. Converteo et les agences & Solutions ont effectivement enregistré des taux de croissance proche de -3,5% de leurs revenus nets sur la période dans un contexte exigeant marqué par des investissements marketing toujours limités.

Enfin, dans les activités à portefeuille, les *Magazines* ont limité leur recul à -6,9% grâce à un ciblage renforcé et à de nouveaux partenariats, tandis que les *Assurance* sont restées quasi stable, soutenues par des campagnes enrichies par l'IA, notamment en santé.

Recul sensible des marges

Concernant la rentabilité, l'EBITDA retraité (des AGA et de l'IFRS16) de Dékuple s'est établi à 10,6 M€, en baisse de -14,1% et représentant 12% du revenu net. Le résultat opérationnel courant a reculé de -22,4%, à 6,5 M€, et le résultat opérationnel de -15,4%, à 6,4 M€ traduisant une marge de 7,3% du revenu net (-184 bps vs S1 2024).

Cette dégradation s'est expliquée par les frais de structuration liés aux réductions des effectifs dans le groupe pour adapter les coûts à la conjoncture ainsi que par le poids des investissements à l'international. Ces différents éléments se sont notamment matérialisés par une hausse soutenue des charges externes à 42,3 M€ contre 35,7 M€ auparavant (+18,5%).



Enfin, le résultat net part du Groupe s'est replié à 3,8 M€, en baisse de -31 % sur un an.

La trésorerie également impactée

À l'issue du premier semestre, Dékuple a enregistré un flux de trésorerie opérationnel de 4,2 M€, en baisse soutenue de -44,8% YoY. Cette diminution significative du CFO est attribuable à la diminution du RN (-32,1%) mais également à un effet défavorable du BFR avec une baisse de -3,8 M€ des dettes fournisseurs. Dans le même temps, les investissements conséquents réalisés par le groupe se sont matérialisés dans les flux de trésorerie d'investissement en hausse de +140,7% à -8,5 M€ vs -3,2 M€ au S1 2024. Cette hausse est bien évidemment liée aux différentes opérations de croissance externe réalisées au cours du premier semestre (-6,7 M€). Au passage, les FCF générés par le groupe se sont établis à 2,4 M€, traduisant une diminution sensible (-60,6%) par rapport aux 6,0 M€ de FCF enregistrés au S1 2024.

Au cours du semestre, Dékuple a également vu ses flux de financement s'établir à -8,3 M€ (proche des -8,7 M€ du S1 2024) avec notamment 3,0 M€ de dividendes et 3,2 M€ de remboursement d'emprunt. Au total, la variation de trésorerie nette a été de -12,6 M€, amenant la trésorerie brute du groupe à 45,8 M€. Avec 53,6 M€ de dettes financières, la dette nette ex-IFRS 16 du groupe passe en territoire positif à 7,8 M€.

Perspectives

Le management de Dékuple continue de dépeindre un contexte macroéconomique incertain et pesant sur les différentes activités du groupe. 2025 devrait être un exercice de transition, marquant la fin du plan Ambition 2025 et amorçant le nouveau plan stratégique quinquennal Horizon 2030 qui sera présenté en fin d'année. Par ailleurs, la société a guidé sur un chiffre d'affaires supérieur à 240 M€ (qui correspond par ailleurs à notre prévision de CA 2025 initiale).

Alors que nous maintenons notre objectif de chiffre d'affaires, nous ajustons à la baisse notre prévision d'EBITDA 2025e afin de refléter l'impact des investissements réalisés au S1 2025. Cette dernière est abaissée de -19,3% à 22,6 M€ (vs 28,0M€ auparavant) et traduit désormais une marge d'EBITDA sur le revenu net de 12,1% vs 15,1% auparavant. Toutefois, la direction a rappelé que le développement des synergies entre les différentes entités du groupe devrait progressivement contribuer à alléger la base de coûts et à soutenir un redressement de la rentabilité au-delà de 2025.

Recommandation

Suite à cette publication, nous réitérons notre recommandation à Achat. Après mise à jour de notre modèle de valorisation, nous abaissons cependant notre objectif de cours de -22,6% à 29,8€ (vs 38,5€ précédemment) traduisant un upside de +23,1%.



Compte de résultat (M€)	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Chiffre d'affaires	164,3	181,3	199,7	217,8	240,0	264,2	284,5
Excédent brut d'exploitation	19,9	22,1	24,6	23,9	22,6	31,6	34,4
Résultat opérationnel courant	14,9	17,0	17,5	16,4	14,7	22,1	24,1
Résultat opérationnel	14,5	16,4	17,5	14,1	12,4	21,1	23,0
Résultat financier	0,2	-0,3	0,4	0,8	-0,3	-0,1	0,0
Impôts	-5,5	-3,8	-4,5	-4,6	-4,0	-6,1	-7,0
Mise en équivalence	-0,1	-1,0	-0,6	0,0	-0,5	-0,4	-0,3
Part des minoritaires	0,6	0,5	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3
Résultat net part du groupe	8,5	10,9	12,4	10,1	7,3	14,3	15,5
Bilan (M€)	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Actifs non courants	50,0	62,6	71,7	98,9	101,8	97,3	92,4
dont goodwill	21,9	31,0	39,3	57,2	57,2	57,2	57,2
BFR	-20,7	-16,8	-18,6	-18,4	-12,1	-14,2	-15,6
Disponibilités + VMP	39,4	60,6	63,6	58,0	44,8	55,6	65,0
Capitaux propres	30,8	37,3	51,1	54,8	57,0	69,2	80,4
Emprunts et dettes financières	35,4	66,6	61,6	79,7	71,7	63,7	55,7
Total Bilan	149,8	183,6	197,6	234,4	227,8	239,5	250,6
Tableau de flux (M€)	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Marge brute d'autofinancement	19,9	23,4	26,4	24,6	15,4	24,1	26,0
Variation de BFR	-8,5	-4,8	0,7	0,0	-6,3	2,1	1,4
Flux nets de trésorerie généré par l'activité	11,4	18,6	27,1	24,6	9,2	26,2	27,4
CAPEX nets	-2,1	-2,8	-2,8	-4,9	-4,8	-5,3	-5,7
FCF	9,3	15,8	24,3	19,7	4,4	20,9	21,7
Augmentation de capital	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Variation emprunts	-2,4	18,9	-7,4	-9,4	-8,0	-8,0	-8,0
Dividendes versés	-3,2	-3,5	-3,5	-4,1	-3,0	-2,2	-4,3
Flux nets de trésorerie liés au financement	-5,7	14,6	-12,5	-13,1	-11,0	-10,2	-12,3
Variation de trésorerie	-3,3	19,7	4,9	-5,6	-13,1	10,7	9,4
Ratios (%)	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Variation chiffre d'affaires	17,9%	10,3%	10,2%	9,1%	10,2%	10,1%	7,7%
Marge EBE	12,1%	12,2%	12,3%	11,0%	9,4%	11,9%	12,1%
Marge opérationnelle courante	9,1%	9,4%	8,8%	7,5%	6,1%	8,3%	8,5%
Marge opérationnelle	8,8%	9,1%	8,8%	6,5%	5,2%	8,0%	8,1%
Marge nette	5,2%	6,0%	6,2%	4,6%	3,0%	5,4%	5,4%
CAPEX (% CA)	1,3%	1,5%	1,4%	2,2%	2,0%	2,0%	2,0%
BFR (% CA)	-12,6%	-9,2%	-9,3%	-8,4%	-5,0%	-5,4%	-5,5%
ROCE	38,0%	27,9%	24,7%	15,3%	12,3%	19,9%	23,5%
ROE	40,9%	45,5%	36,6%	34,6%	23,2%	32,9%	28,3%
Payout	41,1%	32,2%	33,3%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%
Dividend yield	4,0%	2,9%	3,5%	2,2%	2,2%	4,3%	4,6%
Ratios d'endettement	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Gearing (%)	-13,1%	16,1%	-3,9%	39,7%	47,2%	11,8%	-11,5%
Dette nette/EBE	-0,2	0,3	-0,1	0,9	1,2	0,3	-0,3
EBE/charges financières	107,6	73,6	54,0	29,4	65,8	300,0	1 018,3
Valorisation	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Nombre d'actions (en millions)	4,0	4,0	4,0	4,0	4,2	4,2	4,2
Nombre d'actions moyen (en millions)	4,0	4,0	4,0	4,0	4,2	4,2	4,2
Cours (moyenne annuelle en euros)	22,1	30,0	29,5	34,8	24,2	24,2	24,2
(1) Capitalisation boursière moyenne	88	120	118	138	101	101	101
(2) Dette nette (+)/ trésorerie nette (-)	-4	6	-2	22	27	8	-9
(3) Valeur des minoritaires	10	13	17	26	26	26	26
(4) Valeur des actifs financiers	-2	-2	-2	-2	-2	-1	-1
Valeur d'entreprise = (1)+(2)+(3)-(4)	92	137	131	183	152	133	116
VE/CA	0,6	0,8	0,7	0,8	0,6	0,5	0,4
VE/EBE	4,6	6,2	5,3	7,7	6,7	4,2	3,4
VE/ROC	6,2	8,0	7,5	11,2	10,4	6,1	4,8
P/E	10,3	11,0	9,4	13,7	13,9	7,0	6,5
P/B	2,8	3,2	2,3	2,5	1,8	1,5	1,3
P/CF	7,7	6,4	4,3	5,6	11,0	3,8	3,7
FCF yield (%)	10,1%	11,5%	18,6%	10,8%	2,9%	15,7%	18,6%
Données par action (€)	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e
Bnpa	2,1	2,7	3,1	2,5	1,7	3,4	3,7
Book value/action	7,8	9,4	12,8	13,8	13,7	16,6	19,3
Dividende /action	0,9	0,9	1,0	0,8	0,5	1,0	1,1



Présentation de la société

Acteur historiquement positionné sur la presse magazine, Dékuple est récemment entré dans une nouvelle phase ambitieuse de son développement. Portée par une croissance externe réussie et sous l'impulsion du PDG Bertrand Laurioz, le groupe opère une stratégie d'acquisitions et d'intégrations dans le marketing digital. La société s'appuie également sur ses segments d'activité historiques générateurs de cash avec d'une part la presse magazine (36% du CA 2023), et d'autre part les assurances, bien que ce dernier soit minoritaire (4% du CA 2023). Dékuple fait état d'un bilan solide capable de financer les prochaines acquisitions et affiche une dette nette négative (-19,2 M€ en 2023, ex IFRS 16).

Argumentaire d'investissement

Un virage vers le marketing digital réussi. Dékuple a su capitaliser sur son héritage historique (marketing par abonnement presse) pour se transformer et devenir un acteur agile, présent sur différents segments d'activité (marketing digital, conseil, assurances). Avant d'entamer sa transition vers le marketing digital, le groupe affichait une croissance molle (TCAM 2014-2020 +2,8%). La croissance s'est ensuite nettement accélérée entre 2020 et 2023 avec un TCAM de +12,7% sur la période (CA 2023 proche de 200 M€). Nous estimons que Dékuple pourrait atteindre un niveau de chiffre d'affaires proche des 240 M€ à horizon 2025.

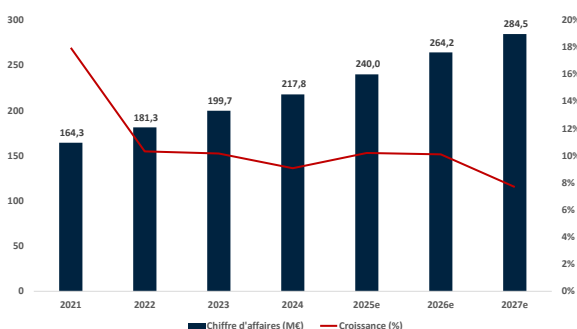
Une politique de croissance externe judicieuse. La croissance externe joue un rôle important dans le développement de Dékuple. Avec des acquisitions telles que Converteo (cabinet de conseil en transformation digitale), l'actuel fer de lance de la croissance du groupe, Brainsonic (marketing d'engagement), Reech (marketing d'influence) ou encore GUD.berlin plus récemment, Dékuple a su diversifier son offre et étoffer son expertise technologique (notamment en termes d'IA et d'analyse de données). Avec 3,0 M€ de trésorerie nette (ex IFRS 16) au terme de l'exercice 2024, Dékuple continue de disposer d'une puissance de feu conséquente pour financer ses prochaines acquisitions.

Une valorisation toujours abordable. Actuellement valorisé 9,7x PER 2025e, le titre affiche un niveau de valorisation toujours accessible qui laisse selon nous de l'upside au titre.

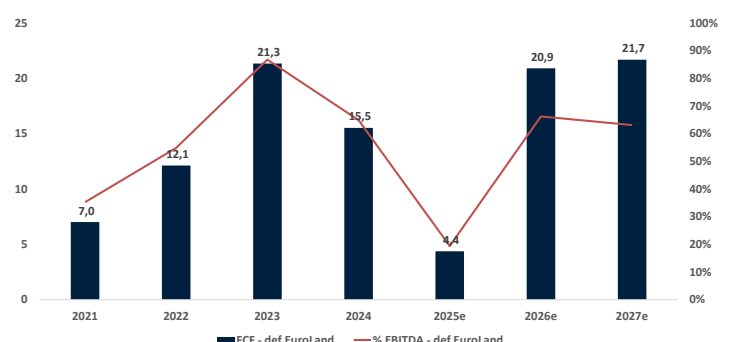
Multiples de valorisation des comparables

Société	Capitalisation	Dette nette	EV	EV/Sales			EV/EBITDA			EV/EBIT			P/E		
				2025e	2026e	2027e	2025e	2026e	2027e	2025e	2026e	2027e	2025e	2026e	2027e
HighCo SA	74	-25	49	0,5x	0,5x	0,5x	4,1x	4,2x	5,1x	7,3x	7,6x	8,2x	15,3x	14,7x	16,5x
Criteo SA Sponsored ADR I	1314	-211	1104	1,1x	1,1x	1,0x	3,3x	3,2x	2,9x	6,4x	6,3x	6,2x	5,8x	5,7x	5,0x
Obiz SA	24	16	39	0,3x	0,3x	0,2x	12,0x	9,0x	ns	24,1x	16,0x	ns	35,0x	15,7x	7,9x
Bilendi SA	106	43	149	1,6x	1,5x	1,3x	7,1x	6,4x	5,6x	12,0x	10,5x	9,3x	16,1x	13,2x	10,1x
Reeworld Media SA	98	78	176	0,3x	0,3x	ns	3,3x	3,1x	ns	3,7x	3,5x	ns	3,8x	3,3x	ns
Future plc	842	279	1122	1,2x	1,2x	1,2x	4,1x	4,0x	3,7x	4,5x	4,3x	4,0x	5,1x	4,8x	4,5x
Moyenne	409,77	30,12	439,89	0,9x	0,8x	0,8x	5,7x	5,0x	4,3x	9,8x	8,0x	6,9x	13,5x	9,6x	8,8x
Médiane	465,73	39,26	504,99	0,9x	0,9x	0,9x	5,9x	5,1x	4,2x	10,1x	8,1x	6,6x	13,2x	8,7x	7,3x

Evolution CA 2021-2027e (M€, %)



Evolution des FCF 2021 – 2027e (M€)



Système de recommandations :

Les recommandations d'EuroLand Corporate portent sur les douze prochains mois et sont définies comme suit :

- Achat** : Potentiel de hausse du titre supérieur à 15% en absolu par rapport au cours actuel, assorti d'une qualité des fondamentaux.
Accumuler : Potentiel de hausse du titre compris entre 0% et 15% en absolu par rapport au cours actuel.
Neutre : Potentiel du titre compris entre -5% et +5% en absolu par rapport au cours actuel.
Alléger : Potentiel de baisse du titre compris entre 0% et 15% en absolu par rapport au cours actuel.
Vente : Potentiel de baisse du titre supérieur à 15% en absolu par rapport au cours actuel, valorisation excessive.
Sous revue : La recommandation est sous revue en raison d'une opération capitalistique (OPA / OPE / Augmentation de capital...), d'un changement d'analyste ou d'une situation de conflit d'intérêt temporaire entre EuroLand Corporate et l'émetteur.

Historique de recommandations :

Achat : Depuis le 20/06/2022

Accumuler : (-)

Neutre : (-)

Alléger : (-)

Vente : (-)

Sous revue : (-)

Méthodes d'évaluation :

Ce document peut évoquer des méthodes d'évaluation dont les définitions résumées sont les suivantes :

1/ Méthode des comparaisons boursières : les multiples de valorisation de la société évaluée sont comparés à ceux d'un échantillon de sociétés du même secteur d'activité, ou d'un profil financier similaire. La moyenne de l'échantillon établit une référence de valorisation, à laquelle l'analyste ajoute le cas échéant des décotes ou des primes résultant de sa perception des caractéristiques spécifiques de la société évaluée (statut juridique, perspectives de croissance, niveau de rentabilité...).

2/ Méthode de l'ANR : l'Actif Net Réévalué est une évaluation de la valeur de marché des actifs au bilan d'une société par la méthode qui apparaît la plus pertinente à l'analyste.

3/ Méthode de la somme des parties : la somme des parties consiste à valoriser séparément les activités d'une société sur la base de méthodes appropriées à chacune de ces activités puis à les additionner.

4/ Méthode des DCF : la méthode des cash-flows actualisés consiste à déterminer la valeur actuelle des liquidités qu'une société dégagera dans le futur. Les projections de cash flows sont établies par l'analyste en fonction de ses hypothèses et de sa modélisation. Le taux d'actualisation utilisé est le coût moyen pondéré du capital, qui représente le coût de la dette de l'entreprise et le coût théorique des capitaux propres estimés par l'analyste, pondérés par le poids de chacune de ces deux composantes dans le financement de la société.

5/ Méthode des multiples de transactions : la méthode consiste à appliquer à la société évaluée les multiples observés dans des transactions déjà réalisées sur des sociétés comparables.

6/ Méthode de l'actualisation des dividendes : la méthode consiste à établir la valeur actualisée des dividendes qui seront perçus par l'actionnaire d'une société, à partir d'une projection des dividendes réalisée par l'analyste et d'un taux d'actualisation jugé pertinent (généralement le coût théorique des fonds propres).

7/ Méthode de l'EVA : la méthode "Economic Value Added" consiste à déterminer le surcroît annuel de rentabilité dégagé par une société sur ses actifs par rapport à son coût du capital (écart également appelé "création de valeur"). Ce surcroît de rentabilité est ensuite actualisé pour les années à venir avec un taux correspondant au coût moyen pondéré du capital, et le résultat obtenu est ajouté à l'actif net comptable.

DETECTION DE CONFLITS D'INTERETS POTENTIELS

Corporate Finance	Intérêt personnel de l'analyste	Détention d'actifs de l'émetteur	Communication préalable à l'émetteur	Contrat de liquidité	Contrat Eurovalue [®]
Non	Non	Non	Oui	Non	Oui



“Disclaimer / Avertissement”

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

