



Achat

Capitalisation	109,1	Ticker	DKUPL-FR	Marketing digital
Objectif de cours	30,5€ (vs 29,8€)	Nb de titres (en millions)	4,2	
Cours au 09/12/2025	26,20 €	Volume moyen 12m (titres)	610	Flash valeur
Potentiel	16,4%	Extrêmes 12m (€)	19,30€/38,10€	10/12/2025

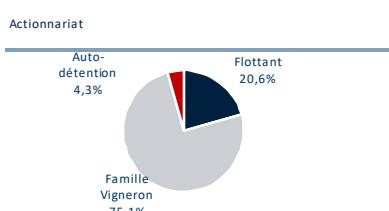
Nouveau plan quinquennal dévoilé

A retenir

- Le groupe vise plus de 400 M€ de revenus d'ici 2030 avec un revenu net de 320 M€
- Le plan prévoit également le maintien de la marge d'EBITDA ajustée entre 13% et 15% du revenu net
- 150 M€ d'investissements annoncés pour renforcer les actifs technologiques et financer les futures acquisitions

Données financières (en M€)				
	2024	2025e	2026e	2027e
CA	217,8	240,0	264,2	290,4
var %	9,1%	10,2%	10,1%	9,9%
EBE	23,9	22,6	30,2	33,4
% CA	11,0%	9,4%	11,4%	11,5%
EBE	23,9	22,6	30,2	33,4
% Revenu net	14,2%	12,1%	14,8%	14,9%
ROC	16,4	14,7	20,7	22,9
% CA	7,5%	6,1%	7,8%	7,9%
RN	10,1	7,3	13,4	14,7
% CA	4,6%	3,0%	5,1%	5,0%
Bnpa (€)	2,53	1,75	3,21	3,52
ROCE (%)	15,3%	12,3%	17,6%	19,8%
ROE (%)	34,6%	23,2%	32,4%	28,6%
Gearing (%)	39,7%	47,2%	23,5%	5,5%
Dette nette	-3,0	2,2	-9,0	-20,5
Dividende n (€)	0,8	0,5	1,1	1,2
Yield (%)	2,2%	2,0%	4,3%	4,7%

Multiples de valorisation				
	2024	2025e	2026e	2027e
VE/CA (x)	0,8	0,7	0,6	0,5
VE/EBE (x)	7,7	7,1	4,9	4,1
VE/ROC (x)	11,2	10,9	7,2	6,0
P/E (x)	13,7	15,0	8,2	7,4



Performances boursières				
Performances (%)	Ytd	1m	3m	12m
Perf. Absolue	-26,6%	21,9%	2,3%	-28,2%



Annonce d'un nouveau plan stratégique

Hier matin, Déküple a dévoilé les détails de son nouveau plan quinquennal, Ambition 2030. Ce nouveau plan succède à Ambition 2025 et prévoit la poursuite de la transformation stratégique du groupe en un leader du data marketing sur le plan européen. Avec Ambition 2030, Déküple ambitionne désormais de franchir le cap de 400 M€ de chiffre d'affaires au terme du plan tout en garantissant le maintien de l'EBITDA entre 13% et 15% du revenu net sur la période. Le groupe prévoit également de poursuivre sa dynamique d'expansion internationale et s'est fixé pour objectif de réaliser 30% de ses revenus à l'étranger en 2030.

Bilan du plan Ambition 2025

Ambition 2030 succède au plan quinquennal Ambition 2025, dont l'exécution entre 2020 et 2025 a été déterminante pour la transformation de Déküple. Cette période a vu le groupe se recentrer sur les solutions data-driven et digitales, appuyé par un rebranding en 2021 et plusieurs acquisitions ciblées (Referer, GUD.Berlin, Le Nouveau bélier, Brainsonic etc...). Ce repositionnement s'est traduit par une croissance annuelle moyenne de +12% du chiffre d'affaires et de +9% du revenu net entre 2020 et 2024, un doublement des effectifs et une montée en puissance du digital, passé de 37% à 66% du mix d'activité. Fin 2024, Déküple déclarait 1 200 collaborateurs, 218 M€ de chiffre d'affaires (nous anticipons 240 M€ en 2025, en ligne avec le groupe) et une marge opérationnelle courante de 9,7%. Ce socle solide constitue le point d'appui du nouveau plan.

De nouvelles ambitions stratégiques

Dékupl ouvre ainsi un nouveau cycle stratégique dont la finalité est d'achever le pivot digital engagé depuis cinq ans et de hisser le groupe parmi les références européennes du marketing numérique.

Cette trajectoire repose sur quatre priorités clairement définies. La première consiste à mieux articuler la donnée, la technologie et la création, afin que ces trois dimensions travaillent ensemble au service de la performance des marques. La seconde vise à structurer le marketing de performance autour de la Déküple Platform, déployée en 2025, appelée à devenir un outil central pour les clients et à renforcer la part de revenus récurrents. Le troisième axe porte sur l'accélération dans les secteurs où la demande est la plus soutenue, notamment le retail,



Raphaël GÉNIN - Analyste - 01 44 70 20 70 - rgenin@elcorp.com



l'assurance et les industries à forte intensité marketing. Enfin, le groupe entend ouvrir une nouvelle étape de son développement international, en consolidant ses positions en Europe et en explorant des marchés complémentaires, tout en accompagnant ses grands clients sur les zones les plus dynamiques. Par ailleurs, les activités à portefeuille (assurances et magazines) devraient continueront d'occuper un rôle stratégique notamment en termes d'autofinancement de la stratégie même si leur importance dans le mix devrait continuer à diminuer.

Et financières

Sur le plan financier, Déküple vise pour 2030 un changement d'échelle marqué : plus de 400 M€ de chiffre d'affaires (impliquant un TCAM 2025e-2030e de +10,8%), dont 85% issus du digital, un revenu net de 320 M€, une part internationale portée à 30 % et une marge d'EBITDA retraitée (excluant les AGA et IFRS 16) située entre 13% et 15% du revenu net. En effet, malgré une hausse de la croissance, la marge devrait se stabiliser en raison de la marge plus faible des activités en marketing digital par rapport aux activités à portefeuille. Pour soutenir cette trajectoire, le groupe prévoit 150 M€ d'investissements sur 2025-2030, dont un tiers destiné au développement de ses actifs technologiques et deux tiers consacrés aux acquisitions et rachats de minoritaires. Ce plan sera financé par la génération de cash-flow, la trésorerie disponible et un crédit syndiqué de 70 M€ obtenu en 2025, auquel s'ajoute une ligne non confirmée de 40 M€. Ce soutien bancaire illustre la solidité du groupe et sécurise la poursuite de sa stratégie de croissance externe, tout en maintenant une politique de distribution active.

Estimations

De notre côté, nous accueillons positivement ce nouveau plan et réhaussons le TCAM 2025e-2030e à 8,0% (vs 7,1% auparavant). Selon nous, la plus grande exposition du groupe aux marchés internationaux dynamisera la top line sur la durée du plan. Notre objectif d'EBC 2025e est quant à lui maintenu à 22,6 M€, traduisant une marge d'EBC 2025e de 12,1% vs 14,2% en 2024.

Recommandation

Suite à cette publication, nous réitérons notre recommandation à Achat. Après mise à jour de notre modèle, nous relevons notre OC à 30,5€ (vs 29,8 €) auparavant. Cet objectif laisse +16,4% d'upside par rapport au cours d'hier soir.



Présentation de la société

Acteur historiquement positionné sur la presse magazine, Déküple 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 (26,7% du CA 9M 2025), et d'autre part les assurances, bien que ce dernier soit minoritaire (3,3% du CA 9M 2025). Enfin, Déküple fait état d'un bilan solide capable de financer les prochaines acquisitions.

Argumentaire d'investissement

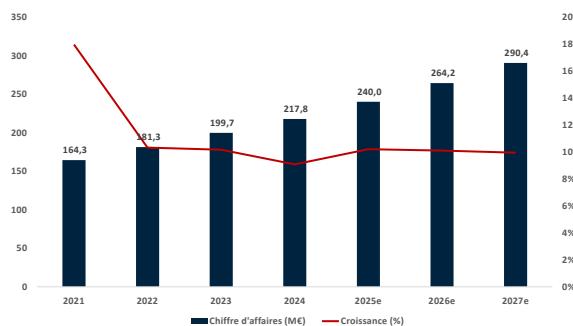
Un virage vers le marketing digital réussi. Déküple a su capitaliser sur son héritage historique (marketing par abonnement presse) pour se transformer et devenir un acteur agile, présent sur différents segments d'activité (marketing digital, conseil, assurances). Avant d'entamer sa transition vers le 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 Déküple 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 Déküple. 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, Déküple 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, Déküple continue de disposer d'une puissance de feu conséquente pour financer ses prochaines acquisitions.

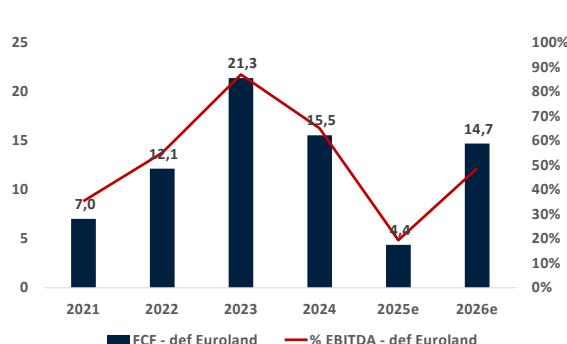
Multiples de valorisation des comparables

Société	Capitalisation	Dettes nettes	EV	EV/Sales			EV/EBITDA			EV/EBIT			P/E	
				2025e	2026e	2027e	2025e	2026e	2027e	2025e	2026e	2027e	2025e	2026e
HighCo SA	80	-25	56	0,5x	0,5x	0,5x	4,0x	3,2x	3,1x	9,3x	7,9x	6,9x	16,2x	16,2x
Criteo SA Sponsored ADR R	947	-273	674	0,7x	0,7x	0,6x	2,0x	2,0x	1,8x	4,1x	4,0x	3,6x	4,3x	3,9x
Obiz SA	14	19	33	0,3x	0,2x	0,2x	44,0x	9,0x	5,7x	ns	26,4x	10,2x	ns	82,5x
Bilendi SA	82	43	125	1,4x	1,3x	1,2x	6,1x	5,4x	5,0x	10,1x	8,8x	8,0x	12,4x	10,2x
Reeworld Media SA	98	87	184	0,3x	0,3x	0,3x	3,3x	3,1x	3,0x	3,9x	3,7x	3,6x	3,6x	3,1x
Future plc	629	317	946	1,1x	1,1x	1,1x	3,7x	3,7x	3,6x	4,0x	4,0x	3,9x	4,2x	4,1x
Moyenne	308,42	27,87	336,29	0,7x	0,7x	0,7x	10,5x	4,4x	3,7x	6,3x	9,1x	6,0x	8,1x	20,1x
Médiane	346,42	36,64	383,06	0,8x	0,7x	0,7x	11,6x	4,6x	3,8x	5,7x	9,3x	5,9x	6,5x	20,7x
														6,7x

Evolution CA 2021-2027e (M€, %)



Evolution des FCF 2021 – 2027e (M€)



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	290,4
Excédent brut d'exploitation	19,9	22,1	24,6	23,9	22,6	30,2	33,4
Résultat opérationnel courant	14,9	17,0	17,5	16,4	14,7	20,7	22,9
Résultat opérationnel	14,5	16,4	17,5	14,1	12,4	19,8	21,8
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	-5,7	-6,6
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	13,4	14,7
Bilan (M€)	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Actifs non courants	50,0	62,6	71,7	98,9	101,8	102,6	102,6
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	-15,7
Disponibilités + VMP	39,4	60,6	63,6	58,0	44,8	48,0	51,5
Capitaux propres	30,8	37,3	51,1	54,8	57,0	66,9	76,9
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	237,2	247,5
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	23,2	25,4
Variation de BFR	-8,5	-4,8	0,7	0,0	-6,3	2,1	1,5
Flux nets de trésorerie générés par l'activité	11,4	18,6	27,1	24,6	9,2	25,3	26,9
CAPEX nets	-2,1	-2,8	-2,8	-4,9	-4,8	-10,6	-10,7
FCF	9,3	15,8	24,3	19,7	4,4	14,7	16,2
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	-3,5	-4,7
Flux nets de trésorerie liés au financement	-5,7	14,6	-12,5	-13,1	-11,0	-11,5	-12,7
Variation de trésorerie	-3,3	19,7	4,9	-5,6	-13,1	3,2	3,5
Ratios (%)	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Variation chiffre d'affaires	17,9%	10,3%	10,2%	9,1%	10,2%	10,1%	9,9%
Marge EBE	12,1%	12,2%	12,3%	11,0%	9,4%	11,4%	11,5%
Marge opérationnelle courante	9,1%	9,4%	8,8%	7,5%	6,1%	7,8%	7,9%
Marge opérationnelle	8,8%	9,1%	8,8%	6,5%	5,2%	7,5%	7,5%
Marge nette	5,2%	6,0%	6,2%	4,6%	3,0%	5,1%	5,0%
CAPEX (% CA)	1,3%	1,5%	1,4%	2,2%	2,0%	4,0%	3,7%
BFR (% CA)	-12,6%	-9,2%	-9,3%	-8,4%	-5,0%	-5,4%	-5,4%
ROCE	38,0%	27,9%	24,7%	15,3%	12,3%	17,6%	19,8%
ROE	40,9%	45,5%	36,6%	34,6%	23,2%	32,4%	28,6%
Payout	41,1%	32,2%	33,3%	30,0%	30,0%	35,0%	35,0%
Dividend yield	4,0%	2,9%	3,5%	2,2%	2,0%	4,3%	4,7%
Ratios d'endettement	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Gearing (%)	-13,1%	16,1%	-3,9%	39,7%	47,2%	23,5%	5,5%
Dette nette/EBE	-0,2	0,3	-0,1	0,9	1,2	0,5	0,1
EBE/charges financières	107,6	73,6	54,0	29,4	65,8	287,4	988,9
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	26,2	26,2	26,2
(1) Capitalisation boursière moyenne	88	120	118	138	109	109	109
(2) Dette nette (+)/trésorerie nette (-)	-4	6	-2	22	27	16	4
(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	160	149	138
VE/CA	0,6	0,8	0,7	0,8	0,7	0,6	0,5
VE/EBE	4,6	6,2	5,3	7,7	7,1	4,9	4,1
VE/ROC	6,2	8,0	7,5	11,2	10,9	7,2	6,0
P/E	10,3	11,0	9,4	13,7	15,0	8,2	7,4
P/B	2,8	3,2	2,3	2,5	1,9	1,6	1,4
P/CF	7,7	6,4	4,3	5,6	11,9	4,3	4,1
FCF yield (%)	10,1%	11,5%	18,6%	10,8%	2,7%	9,8%	11,7%
Données par action (€)	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e
Bnpa	2,1	2,7	3,1	2,5	1,7	3,2	3,5
Book value/action	7,8	9,4	12,8	13,8	13,7	16,1	18,5
Dividende /action	0,9	0,9	1,0	0,8	0,5	1,1	1,2



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	Détenzione 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 Déküple (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 Habilées »). Ce document s'adresse uniquement aux Personnes Habilées et ne peut être utilisé par aucune personne autre qu'une Personne Habilée. Toute personne autre qu'une Personne Habilée 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



Raphaël GÉNIN - Analyste - 01 44 70 20 70 - rgenin@elcorp.com

