

Capitalisation	100,0	Ticker	DKUPL-FR	Marketing digital
Objectif de cours	29,8 €	Nb de titres (en millions)	4,2	
Cours au 30/03/2026	24,00 €	Volume moyen 12m (titres)	610	Flash valeur
Potentiel	18,5%	Extrêmes 12m (€)	19,30€/38,10€	31/03/2026

Une top line portée par la croissance externe

A retenir

- Le chiffre d'affaires 2025 atteint 242,6 M€, en hausse annuelle de +11,4%
- Le Revenu net progresse de +6,8% à 180,5 M€, grâce au Marketing Digital (+17,2%)
- Le RNpg 2025 en baisse de -4,6% à 9,6 M€

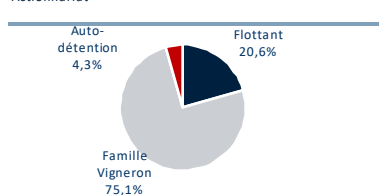
Données financières (en M€)

au 31/12	2025	2026e	2027e	2028e
CA	242,6	264,2	284,5	303,5
var %	11,4%	8,9%	7,7%	6,7%
EBE	23,7	27,9	32,0	34,3
% CA	9,8%	10,6%	11,2%	11,3%
ROC	15,5	18,4	21,8	23,4
% CA	6,4%	7,0%	7,6%	7,7%
RN	9,6	11,8	13,9	14,8
% CA	4,0%	4,4%	4,9%	4,9%
Bnpa (€)	2,31	2,82	3,34	3,56
ROCE (%)	12,9%	16,5%	21,0%	24,2%
ROE (%)	28,5%	27,6%	26,3%	23,3%
Gearing (%)	52,1%	34,5%	19,0%	7,7%
Dette nette	6,2	-1,2	-9,8	-17,8
Dividende n (€)	0,7	0,8	1,0	1,1
Yield (%)	2,4%	3,5%	4,2%	4,4%

Multiples de valorisation

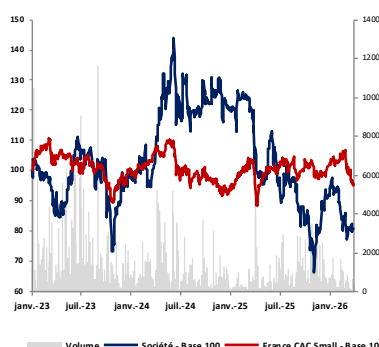
	2025	2026e	2027e	2028e
VE/CA (x)	0,7	0,6	0,5	0,4
VE/EBE (x)	7,5	5,3	4,3	3,8
VE/ROC (x)	11,4	8,0	6,4	5,6
P/E (x)	12,8	8,5	7,2	6,7

Actionnariat



Performances boursières

Performances (%)	Ytd	1m	3m	12m
Perf. Absolue	-13,4%	-5,5%	-11,1%	-29,0%



Publication des résultats 2025

Dékuple a publié hier matin ses résultats annuels 2025, qui confirment une trajectoire de croissance solide malgré un environnement économique contrasté. Le chiffre d'affaires a atteint 242,6 M€ (+11,4%), porté par la montée en puissance du marketing digital et l'accélération internationale. Le revenu net a progressé à 180,5 M€ (+6,8%), l'EBITDA retraité (hors AGA et IFRS 16) à 23,7 M€ (+0,8%) pour une marge de 13,1% du revenu net (-110bps vs 2024), et le résultat net part du groupe est ressorti à 9,6 M€ (-4,7%).

L'international monte en puissance

Le segment Marketing Digital incarne toujours le principal moteur de croissance en 2025. Sa part dans le chiffre d'affaires consolidé a franchi le seuil de 71,1% contre 65,6% un an plus tôt, avec un revenu net en progression de +17,2%. Ce bond a reflété l'intégration des acquisitions réalisées au fil de l'exercice, notamment en Allemagne, aux Pays-Bas et en Espagne, qui ont dopé la top line sans contribution immédiate à la rentabilité. En organique, la dynamique a été plus contrainte au premier semestre (-3,6% de recul du revenu net), avant de se redresser sensiblement au second semestre (+4,4 %), à la faveur de la reprise progressive des budgets marketing des annonceurs.

L'expansion internationale a constitué l'autre fait marquant de l'exercice. La part de l'international dans le revenu net a bondi à 14,1% contre 5,9% un an plus tôt. En valeur, cette progression représente un revenu net passé d'environ 10,0 M€ à 25,4 M€, porté par les acquisitions structurantes réalisées en Allemagne, aux Pays-Bas et en Espagne.

Les activités à portefeuille ont poursuivi leur contraction prévisible. Les Magazines ont enregistré un revenu net en recul de -6,7% dans un marché de la presse structurellement déclinant, tandis que les Assurances ont reculé de -4,0% dans un environnement de consommation contraint. Ces deux segments représentent une part décroissante du mix d'activités du groupe et ont continué d'être rentabilisés davantage sur leur génération de cash que sur leur contribution à la croissance.



Une rentabilité sous pression

La rentabilité a constitué le principal point de vigilance de l'exercice. L'EBITDA retraité (Hors AGA et IFRS 16) s'est établi à 23,7 M€, en progression de seulement +0,8%, traduisant une compression de la marge de -110bps à 13,2% du revenu net 2025. Cette évolution a masqué une forte dichotomie semestrielle : le premier semestre a été lourdement pénalisé par des frais de structuration liés aux réductions d'effectifs et par le poids des investissements à l'international, tandis que le second semestre a enregistré un rebond de l'EBITDA de +38,4% par rapport au premier semestre et de +17,8% par rapport au S2 2024. Hors coûts d'adaptation organisationnelle (par nature non récurrents) l'EBITDA retraité aurait progressé de +5,3% à 24,8 M€ sur l'ensemble de l'exercice, ce qui illustre mieux la dynamique sous-jacente du groupe.

Le résultat opérationnel courant a reculé de -5,4% à 15,5 M€, soit 8,6% du revenu net contre 9,7% en 2024 (-111bps), reflétant à la fois la moindre contribution des Magazines et les investissements de structuration du pôle Conseil. Le second semestre a toutefois confirmé le redressement, avec une marge opérationnelle courante revenue à 9,8% du revenu net. En bas de P&L, le passage de la charge financière nette en territoire négatif à -0,2 M€ contre +0,8 M€ en 2024 a pesé sur le résultat net, ramenant la marge nette à 5,3% du revenu net contre 6,0% un an plus tôt. À noter que le RNpg 2025 s'est établi à 9,6 M€, en baisse de -4,6% en 2025.

Un bilan engagé mais maîtrisé

Les capitaux propres consolidés se sont établis à 54,7 M€ au 31 décembre 2025, en quasi-stabilité sur un an. La trésorerie brute a reculé à 55,0 M€ contre 58,0 M€ fin 2024, reflétant l'accélération des investissements en croissance externe qui ont atteint 19,6 M€ sur l'exercice contre 11,6 M€ en 2024. La dette financière (hors IFRS 16) a progressé à 61,2 M€ (contre 55,0 M€), incluant 30,6 M€ d'emprunts bancaires (dont 16 M€ tirés sur le crédit syndiqué de 70 M€ mis en place en novembre 2025). La trésorerie nette des dettes financières (hors IFRS 16) est ainsi passée à -6,3 M€ contre +3,0 M€ un an plus tôt, marquant le premier passage en territoire légèrement négatif depuis plusieurs exercices. Ce niveau d'endettement demeure cependant très modéré au regard de la capacité bénéficiaire du groupe, et le crédit syndiqué de 70 M€ offre une marge de manœuvre confortable pour la suite des acquisitions prévues dans le cadre d'Ambition 2030.

Le bilan solide affiché par Dékuple va permettre au groupe de proposer en AG, un dividende de 0,76€ correspondant à un rendement de 3,1% pour les actionnaires.

Perspectives

Le groupe aborde 2026 avec prudence dans ses commentaires, reconnaissant un environnement macroéconomique qui demeure contrasté en France (qui représente toujours plus de 85% du revenu net 2025). Le plan stratégique Ambition 2030 a néanmoins fixé un cadre ambitieux : renforcer le leadership européen en data marketing, industrialiser la convergence data-IA-créativité et développer des revenus récurrents à forte valeur ajoutée. Le management a également signalé rester attentif aux opportunités de croissance externe cohérentes avec cet objectif de leadership continental.

De notre côté, nous estimons que Dékuple devrait continuer à croître à un rythme proche de +10% en 2026. Ainsi, notre estimation de CA 2026e est maintenue à 264,2 M€ traduisant une croissance de +8,9% YoY. Celle-ci devrait être portée par la meilleure dynamique du segment marketing retrouvée au cours du S2 2025. Sous l'effet d'un meilleur mix, la marge d'EBITDA rapportée au revenu net devrait s'améliorer également et progresser de +60 bps à 13,7%, soit un EBITDA 2026e de 27,9 M€ (vs 31,6 M€ auparavant).

Recommandation

Suite à cette publication, nous réitérons notre objectif de cours à 29,8€ traduisant un upside de +18,5% par rapport au cours actuel. Notre recommandation reste donc à Achat.



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 (25,6% du CA 2025), et d'autre part les assurances, bien que ce dernier soit minoritaire (3,3% du CA 2025). Enfin, Dékuple fait état d'un bilan solide capable de financer les prochaines acquisitions.

Argumentaire d'investissement

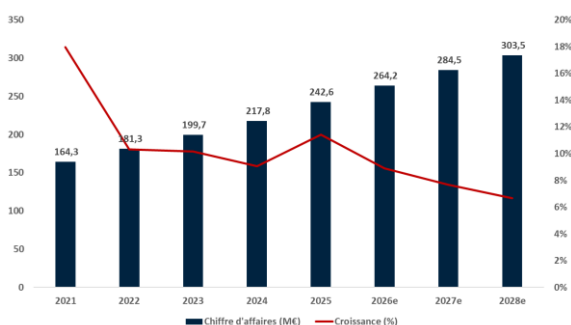
Un virage vers le marketing digital réussi. Dékuple a su capitaliser sur son héritage historique (marketing par abonnement presse) pour se transformer et devenir un acteur agile, présent sur différents segments d'activité (marketing digital, conseil, assurances). Avant d'entamer sa transition vers le marketing digital, le groupe affichait une croissance molle (TCAM 2014-2020 +2,8%). La croissance s'est ensuite nettement accélérée entre 2020 et 2025 avec un TCAM de +11,7% sur la période (CA 2025 proche de 240 M€). Nous estimons que Dékuple pourrait atteindre un niveau de chiffre d'affaires proche des 340 M€ à horizon 2030 (hors croissance externe).

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 6,3 M€ de dette nette (ex IFRS 16) au terme de l'exercice 2025, Dékuple continue de disposer d'une puissance de feu conséquente pour financer ses prochaines acquisitions.

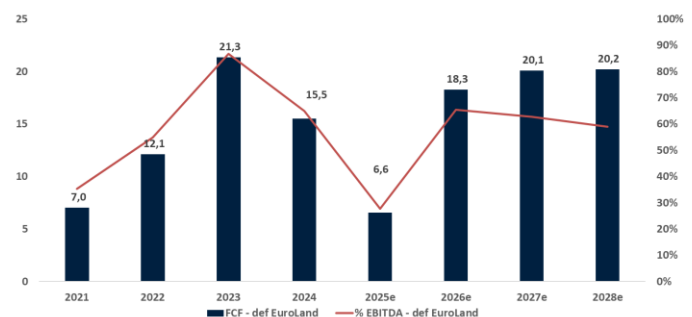
Multiples de valorisation des comparables

Société	Capitalisation	Dette nette	EV	EV/Sales			EV/EBITDA			EV/EBIT			P/E		
				2026e	2027e	2028e	2026e	2027e	2028e	2026e	2027e	2028e	2026e	2027e	2028e
HighCo SA	68	-25	44	0,3x	0,3x	0,3x	2,8x	2,6x	2,6x	7,5x	5,4x	5,6x	17,6x	10,8x	10,7x
Criteo SA Sponsored ADR R	759	-277	483	0,5x	0,4x	0,4x	1,4x	1,3x	1,2x	3,1x	2,7x	2,3x	3,8x	3,4x	3,0x
Obiz SA	14	20	34	0,3x	0,2x		11,3x	7,0x		43,3x	13,3x		70,7x	10,0x	
Bilendi SA	61	35	97	1,0x	0,9x		4,2x	3,9x		7,0x	6,2x		7,6x	6,3x	
Reworld Media SA	99	52	151	0,3x	0,3x	0,3x	2,6x	2,5x	2,5x	3,1x	3,0x	2,9x	3,5x	3,3x	3,1x
Future plc	420	315	736	0,9x	0,9x	0,9x	3,1x	3,0x	3,0x	3,4x	3,4x	3,4x	3,1x	3,0x	2,9x
Moyenne	237,12	20,23	257,34	0,5x	0,5x	0,5x	4,2x	3,4x	2,3x	11,2x	5,7x	3,5x	17,7x	6,1x	4,9x
Médiane	265,25	27,72	292,97	0,6x	0,5x	0,5x	4,5x	3,5x	2,3x	11,8x	5,7x	3,0x	17,7x	5,4x	3,5x

Evolution CA 2021-2028e (M€, %)



Evolution des FCF 2021 – 2028e (M€)



Compte de résultat (M€)	2021	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e
Chiffre d'affaires	164,3	181,3	199,7	217,8	242,6	264,2	284,5	303,5
Excédent brut d'exploitation	19,9	22,1	24,6	23,9	23,7	27,9	32,0	34,3
Résultat opérationnel courant	14,9	17,0	17,5	16,4	15,5	18,4	21,8	23,4
Résultat opérationnel	14,5	16,4	17,5	14,1	14,6	17,4	20,7	22,2
Résultat financier	0,2	-0,3	0,4	0,8	-0,4	-0,3	-0,3	-0,3
Impôts	-5,5	-3,8	-4,5	-4,6	-4,7	-5,0	-6,2	-6,7
Mise en équivalence	-0,1	-1,0	-0,6	0,0	0,0	-0,2	-0,1	-0,1
Part des minoritaires	0,6	0,5	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
Résultat net part du groupe	8,5	10,9	12,4	10,1	9,6	11,8	13,9	14,8
Bilan (M€)	2021	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e
Actifs non courants	50,0	62,6	71,7	98,9	102,3	97,9	93,3	88,4
dont goodwill	21,9	31,0	39,3	57,2	57,2	57,2	57,2	57,2
BFR	-20,7	-16,8	-18,6	-18,4	-12,2	-14,2	-15,6	-15,8
Disponibilités + VMP	39,4	60,6	63,6	58,0	55,0	62,4	70,9	79,0
Capitaux propres	30,8	37,3	51,1	54,8	59,3	68,2	78,6	89,3
Emprunts et dettes financières	35,4	66,6	61,6	79,7	85,9	85,9	85,9	85,9
Total Bilan	149,8	183,6	197,6	234,4	238,5	246,9	257,4	268,7
Tableau de flux (M€)	2021	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e
Marge brute d'autofinancement	19,9	23,4	26,4	24,6	17,6	21,5	24,4	26,0
Variation de BFR	-8,5	-4,8	0,7	0,0	-6,2	2,0	1,4	0,3
Flux nets de trésorerie généré par l'activité	11,4	18,6	27,1	24,6	11,4	23,5	25,8	26,3
CAPEX nets	-2,1	-2,8	-2,8	-4,9	-4,9	-5,3	-5,7	-6,1
FCF	9,3	15,8	24,3	19,7	6,6	18,3	20,1	20,2
Augmentation de capital	0,0	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	-8,0
Dividendes versés	-3,2	-3,5	-3,5	-4,1	-3,0	-2,9	-3,5	-4,2
Flux nets de trésorerie liés au financement	-5,7	14,6	-12,5	-13,1	-11,0	-10,9	-11,5	-12,2
Variation de trésorerie	-3,3	19,7	4,9	-5,6	-11,0	7,4	8,6	8,0
Ratios (%)	2021	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e
Variation chiffre d'affaires	17,9%	10,3%	10,2%	9,1%	11,4%	8,9%	7,7%	6,7%
Marge EBE	12,1%	12,2%	12,3%	11,0%	9,8%	10,6%	11,2%	11,3%
Marge opérationnelle courante	9,1%	9,4%	8,8%	7,5%	6,4%	7,0%	7,6%	7,7%
Marge opérationnelle	8,8%	9,1%	8,8%	6,5%	6,0%	6,6%	7,3%	7,3%
Marge nette	5,2%	6,0%	6,2%	4,6%	4,0%	4,4%	4,9%	4,9%
CAPEX (% CA)	1,3%	1,5%	1,4%	2,2%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
BFR (% CA)	-12,6%	-9,2%	-9,3%	-8,4%	-5,0%	-5,4%	-5,5%	-5,2%
ROCE	38,0%	27,9%	24,7%	15,3%	12,9%	16,5%	21,0%	24,2%
ROE	40,9%	45,5%	36,6%	34,6%	28,5%	27,6%	26,3%	23,3%
Payout	41,1%	32,2%	33,3%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%
Dividend yield	4,0%	2,9%	3,5%	2,2%	2,4%	3,5%	4,2%	4,4%
Ratios d'endettement	2021	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e
Gearing (%)	-13,1%	16,1%	-3,9%	39,7%	52,1%	34,5%	19,0%	7,7%
Dettes nette/EBE	-0,2	0,3	-0,1	0,9	1,3	0,8	0,5	0,2
EBE/charges financières	107,6	73,6	54,0	29,4	58,3	104,3	119,7	128,3
Valorisation	2021	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e
Nombre d'actions (en millions)	4,0	4,0	4,0	4,0	4,2	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	4,2
Cours (moyenne annuelle en euros)	22,1	30,0	29,5	34,8	29,4	24,0	24,0	24,0
(1) Capitalisation boursière moyenne	88	120	118	138	122	100	100	100
(2) Dette nette (+)/ trésorerie nette (-)	-4	6	-2	22	31	24	15	7
(3) Valeur des minoritaires	10	13	17	26	26	26	26	26
(4) Valeur des actifs financiers	-2	-2	-2	-2	-2	-2	-2	-2
Valeur d'entreprise = (1)+(2)+(3)- (4)	92	137	131	183	177	147	139	131
VE/CA	0,6	0,8	0,7	0,8	0,7	0,6	0,5	0,4
VE/EBE	4,6	6,2	5,3	7,7	7,5	5,3	4,3	3,8
VE/ROC	6,2	8,0	7,5	11,2	11,4	8,0	6,4	5,6
P/E	10,3	11,0	9,4	13,7	12,8	8,5	7,2	6,7
P/B	2,8	3,2	2,3	2,5	2,1	1,5	1,3	1,1
P/CF	7,7	6,4	4,3	5,6	10,7	4,2	3,9	3,8
FCF yield (%)	10,1%	11,5%	18,6%	10,8%	3,7%	12,4%	14,5%	15,4%
Données par action (€)	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e
Bnpa	2,1	2,7	3,1	2,5	2,3	2,8	3,3	3,6
Book value/action	7,8	9,4	12,8	13,8	14,3	16,4	18,9	21,4
Dividende /action	0,9	0,9	1,0	0,8	0,7	0,8	1,0	1,1



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

