

Capitalisation	24,3	Ticker	Capitalisation (M€)	
Objectif de cours	3,20 €	Nb de titres (en millions)	14,89	Marketing Digital
Cours au 27/03/2026	1,63 €	Volume moyen 12m (titres)	1 642	Flash valeur 30/03/2026
Potentiel	96,3%	Extrêmes 12m (€)	1,22€/3,00€	

Résultat en ligne avec les attentes

A retenir

- Le chiffre d'affaires 2025 du groupe s'établit à 143,4 M€ (-8% YoY en pro forma et -3% hors effet de change)
- L'EBITDA a atteint 3,6 M€ en baisse de -5%
- Le RN 2025 a signé son retour en territoire positif à 0,3 M€ (prévision Euroland 0,4 M€)

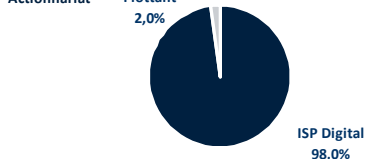
Données financières (en M€)

	2025 au 31/12	2026e	2027e	2028e
CA	143,4	153,5	161,1	169,2
var %	-8,1%	7,0%	5,0%	5,0%
EBE	3,6	5,2	5,6	6,0
% CA	2,5%	3,4%	3,5%	3,5%
ROC	1,7	3,7	4,0	4,3
% CA	1,2%	2,4%	2,5%	2,5%
RN	0,3	2,3	2,6	2,9
% CA	0,2%	1,5%	1,6%	1,7%
Bnpa (€)	0,02	0,15	0,18	0,20
ROCE (%)	9,8%	20,7%	22,7%	24,8%
ROE (%)	8,5%	38,8%	30,7%	25,7%
Gearing (%)	-40,1%	-68,5%	-81,4%	-88,6%
Dette nette	-1,4	-4,1	-7,0	-10,3
Dividende n (€)	0,0	0,0	0,0	0,0
Yield (%)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Multiples de valorisation

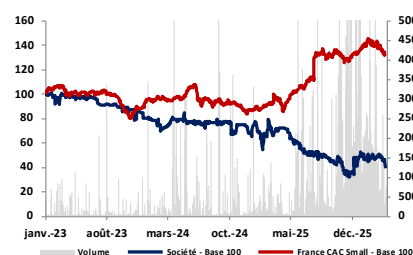
	2025	2026e	2027e	2028e
VE/CA (x)	0,2	0,1	0,1	0,1
VE/EBE (x)	7,7	3,4	2,6	1,9
VE/ROC (x)	15,9	4,8	3,7	2,7
P/E (x)	103,9	10,6	9,3	8,3

Actionnariat



Performances boursières

Performances (%)	Ytd	1m	3m	12m
Perf. Absolue	-20,1%	-20,1%	-16,8%	-45,7%



Publication des résultats 2025

ISPD a dévoilé ses résultats annuels 2025, faisant ressortir un CA net de 143,4 M€ (-8% vs 2024 et -3% hors effet de change), un EBITDA de 3,6 M€ (-5%) et un résultat d'exploitation de 1,7 M€ en baisse de -19%. Le résultat net est ressorti à 0,3 M€, marquant le retour à la rentabilité du groupe et s'établissant légèrement en-deçà de nos attentes. Pour rappel, nous anticipions un RNpg 2025 de 0,4 M€.

Commentaire

Sur l'ensemble de l'exercice 2025, le recul de la top line (-8%) est imputable à deux éléments principaux : 1/ l'effet de change défavorable sur le dollar américain et le peso mexicain, qui a pesé à hauteur de -5% sur la croissance organique, et 2/ le report d'investissements de clients importants au Mexique et aux États-Unis, lesquels ont décidé de concentrer des budgets plus élevés sur le premier semestre 2026 en vue de la Coupe du monde de football. Hors effet de change, le chiffre d'affaires net pro forma est ainsi moins en retrait (-3%).

Au niveau de l'activité, le segment Digital Media Trading a terminé l'année en légère hausse de +1% à 140 M€ et reste le moteur de croissance du groupe. Le segment Technologie et Services Marketing a reculé de -3% à 10,5 M€, tandis que le segment Publishing a accusé une baisse de -40%, principalement en raison d'un repli d'activité au Mexique et en Italie, dans un contexte de ralentissement mondial de ce marché.

Géographiquement, l'Europe a enregistré la croissance la plus dynamique, portée par les activités B2M et Rocket, et représente désormais 29% du CA pro forma (vs 20% en 2024). L'Amérique latine (40% du CA, vs 48% en 2024) et les États-Unis (31% du CA, vs 32% en 2024) ont continué de croître en données locales, mais ont subi de plein fouet l'effet de change défavorable.



Retour dans le vert

À l'issue de l'exercice 2025, le taux de marge brute s'est légèrement amélioré à 32,1% (vs 31,9% en 2024), témoignant d'une bonne tenue du mix d'activités malgré la pression sur les volumes.

D'autre part, le groupe est parvenu à réduire significativement ses dépenses opérationnelles : les charges de personnel ont diminué de -7% et les autres charges d'exploitation de -2%, grâce à un contrôle rigoureux des coûts et à l'impact favorable des taux de change. L'EBITDA courant (principalement hors profits liés à la perte de contrôle de sociétés consolidées) est ressorti ainsi en hausse de +8% à 4,1 M€, avant charges non récurrentes de 0,5 M€. Après dotations aux amortissements en hausse de +11%, le résultat d'exploitation s'est établi à 1,7 M€ (-19% vs 2024).

En bas de P&L, le résultat financier s'améliore légèrement à -1,1 M€ (vs -1,2 M€ en 2024), reflétant les charges d'intérêts sur la dette et les pertes de change sur les devises d'Amérique latine. La charge d'impôt ressort en très forte baisse à -0,3 M€ (vs -1,3 M€ en 2024), conduisant à un résultat net de +0,3 M€, marquant ainsi le retour du groupe à la rentabilité.

Un bilan en nette amélioration

Au 31 décembre 2025, la trésorerie du groupe a fortement progressé, atteignant 13,7 M€, grâce à une amélioration significative du besoin en fonds de roulement. Les dettes financières s'élèvent à 12,3 M€ (hors engagements locatifs IFRS 16), pour des capitaux propres de 3,6 M€. La situation de trésorerie nette ressort ainsi à +1,4 M€, contre une dette nette de -6,0 M€ au 31 décembre 2024.

Perspectives

Si la situation géopolitique actuelle invite à une certaine prudence pour 2026, ISPD se montre néanmoins optimiste pour l'exercice en cours. Cette confiance repose principalement sur la Coupe du monde de la FIFA 2026, dont la compétition se déroulera aux États-Unis et au Mexique, soit les deux principaux marchés du groupe. La concentration des investissements publicitaires reportés du S2 2025 sur le premier semestre 2026 devrait se traduire par un effet rattrapage favorable sur la top line et la rentabilité.

Pour le prochain exercice, nous anticipons donc un retour à la croissance mais nous nous montrons plus prudents qu'auparavant. Nous attendons désormais un CA 2026 de 153,5 M€ traduisant une croissance de +7,0% (vs +10,4% auparavant). Dans le même temps, nous baissons légèrement notre prévision d'EBITDA 2026e à 5,2 M€ reflétant une marge de 3,4% en amélioration de +90bps vs 2025.

Recommandation

Suite à cette publication, nous maintenons notre recommandation à Achat et notre objectif de cours à 3,2€ sur le titre, laissant un potentiel de hausse de +96,3%.



Présentation de la société

Issu de la fusion entre Antevenio et Rebold en 2019, ISPD Network est un groupe de marketing digital international et innovant. Ses activités sont structurées autour de trois pôles: 1/ Le Digital Media Trading (95% du CA 2025) où la société agit comme un intermédiaire et fournit différents services pour aider les annonceurs à placer leurs campagnes marketing sur les espaces publicitaires d'éditeurs, 2/ la Technologie Marketing (4% du CA 2025) qui englobe des solutions technologiques visant à améliorer l'efficacité des campagnes des clients d'ISPD, et 3/ le Publishing (1% du CA 2025), activité historique du groupe axée sur la création de contenus numériques (visuels blogs, podcasts).

Grâce à son exposition à différentes zones géographiques (Latam, Europe, Amérique du nord) ainsi qu'à l'excellence technologique de ses solutions, ISPD affiche des fondamentaux solides et des générations de revenus importants à l'image de son CA 2025 de 143 M€.

Argumentaire d'investissement

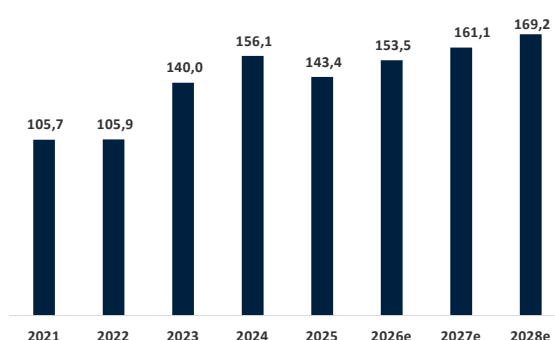
Un marché porteur. En 2025, les dépenses mondiales sur la publicité digitale ont avoisiné les 580 milliards de dollars. Différentes tendances séculaires comme la digitalisation de l'économie mondiale, l'adoption massive du téléphone portable ou encore l'essor du e-commerce et de l'IA incarnent les leviers de croissance de ce marché et laissent entrevoir un potentiel attractif sur le long terme. Le marché du marketing digital pourrait ainsi atteindre le seuil de 920 milliards de dollars en 2030, impliquant une croissance moyenne annuelle 2025-2030 de c.+10%. Avec une offre au cœur de ces enjeux, ISPD semble bien positionné pour profiter de l'essor de ce marché et nous anticipons un TCAM 2025-2028e de +5,7% sur la top line.

Un mix géographique pertinent. La fusion avec Rebold a également permis une expansion géographique significative, notamment dans la zone Amériques. Cette nouvelle allocation géographique a permis au groupe de renforcer sa présence sur des marchés très dynamiques et plus résilients que l'Europe face à la conjoncture macroéconomique actuelle. En 2022, les revenus européens du groupe ont baissé de -20%, impactés par le ralentissement des dépenses marketing des entreprises. Dans le même temps, ISPD a vu ses revenus de la zone Latam progresser de +21%, une tendance similaire à celle observée en Amérique du Nord (croissance à deux chiffres).

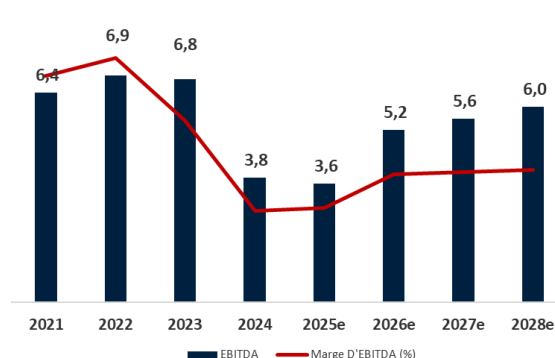
Multiples de valorisation des comparables

Société	Capitalisation (€M)	Dette nette	VE	VE/CA			VE/EBITDA			EV/EBIT			P/E		
				2026e	2027e	2028e	2026e	2027e	2028e	2026e	2027e	2028e	2026e	2027e	2028e
Obiz SA	32,8	9,3	42,1	0,2x	0,2x		11,2x	6,9x		42,9x	13,2x		70,7x	10,0x	
HighCo SA	61,0	-45,5	15,4	0,2x	0,2x	0,2x	1,8x	1,7x	1,7x	4,8x	3,5x	3,6x	17,9x	11,0x	10,9x
Qwamplify	28,4	-10,3	18,1	0,1x	0,1x		1,6x	1,6x		ns	ns	ns	ns	ns	ns
ReWorld Media SA	147,4	108,1	255,5	0,3x	0,3x	0,3x	3,1x	3,0x	3,0x	3,7x	3,6x	3,5x	3,6x	3,4x	3,2x
Moyenne	67,4	15,4	82,8	0,2x	0,2x	0,3x	4,4x	3,3x	2,3x	17,1x	6,7x	3,5x	30,7x	8,1x	7,0x
Médiane	46,9	-0,5	30,1	0,2x	0,2x	0,3x	2,5x	2,4x	2,3x	4,8x	3,6x	3,5x	17,9x	10,0x	7,0x

Prévisions EuroLand CA 2021-2028e (M€)



Evolution EBITDA et marge D'EBITDA – 2021-2028e (Md€)



Compte de résultat (M€)	2021	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e
Chiffre d'affaires	105,7	105,9	140,0	156,1	143,4	153,5	161,1	169,2
EBITDA	6,4	6,9	6,8	3,8	3,6	5,2	5,6	6,0
EBIT	5,1	5,6	5,3	2,1	1,7	3,7	4,0	4,3
Résultat opérationnel	5,1	5,6	5,3	2,1	1,7	3,7	4,0	4,3
Résultat financier	0,6	0,0	-1,0	-1,2	-1,1	-0,6	-0,4	-0,3
Impôts	-0,3	-1,2	-1,4	-1,3	-0,3	-0,8	-0,9	-1,0
Mise en équivalence	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Part des minoritaires	0,1	-0,1	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Net Income	5,3	4,4	2,9	-0,5	0,3	2,3	2,6	2,9
Bilan (M€)	2021	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e
Actifs non courants	18,1	17,9	21,8	21,4	21,2	21,2	21,2	21,2
dont goodwill	8,9	8,6	11,1	9,9	9,3	9,3	9,3	9,3
BFR	-14,4	-9,7	-5,0	1,6	-7,7	-7,7	-8,0	-8,3
Disponibilités + VMP	20,1	19,0	11,7	6,5	13,7	14,7	16,3	18,2
Capitaux propres	2,3	6,2	7,8	4,8	3,6	5,9	8,6	11,6
Emprunts et dettes financières	18,7	17,7	18,2	12,6	12,3	10,6	9,3	7,9
Total Bilan	76,0	77,1	89,9	78,6	77,4	85,8	89,9	94,4
Tableau de flux (M€)	2021	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e
Marge brute d'autofinancement	10,1	4,8	4,5	1,3	1,2	3,9	4,3	4,7
Variation de BFR	2,4	-1,0	-5,9	-5,4	9,3	0,0	0,3	0,3
Flux nets de trésorerie généré par l'activité	12,5	3,8	-1,4	-4,1	10,5	3,9	4,6	5,0
CAPEX nets	-0,9	-0,8	-1,5	-1,5	-1,9	-1,5	-1,6	-1,7
FCF	11,6	2,9	-3,0	-5,6	8,6	2,3	2,9	3,3
Augmentation de capital	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Variation emprunts	1,4	-1,2	-1,6	2,0	-1,4	-1,4	-1,4	-1,4
Dividendes versés	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Flux nets de trésorerie liés au financement	0,8	-1,3	-1,6	0,0	-1,4	-1,4	-1,4	-1,4
Variation de trésorerie	11,0	-1,2	-7,2	-7,2	7,2	1,0	1,6	1,9
Ratios (%)	2021	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e
Variation chiffre d'affaires	94,2%	0,2%	32,2%	11,5%	-8,1%	7,0%	5,0%	5,0%
Marge EBITDA	6,0%	6,5%	4,8%	2,4%	2,5%	3,4%	3,5%	3,5%
Marge EBIT	4,9%	5,3%	3,8%	1,4%	1,2%	2,4%	2,5%	2,5%
Marge opérationnelle	4,9%	5,3%	3,8%	1,4%	1,2%	2,4%	2,5%	2,5%
Marge nette	5,0%	4,2%	2,0%	-0,3%	0,2%	1,5%	1,6%	1,7%
CAPEX (% CA)	0,8%	0,8%	1,1%	1,0%	1,3%	1,0%	1,0%	1,0%
BFR (% CA)	-13,6%	-9,1%	-3,6%	1,0%	-5,4%	-5,0%	-5,0%	-4,9%
ROCE	104,9%	51,2%	23,6%	6,9%	9,8%	20,7%	22,7%	24,8%
ROE	179,5%	63,8%	36,2%	-9,9%	8,5%	38,8%	30,7%	25,7%
Payout	0,0%	0,0%	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%	0,0%	0,0%
Ratios d'endettement	2021	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e
Gearing (%)	-61,0%	-19,9%	83,4%	125,3%	-40,1%	-68,5%	-81,4%	-88,6%
Dettes nette/EBE	-0,2	-0,2	1,0	1,6	-0,4	-0,8	-1,3	-1,7
EBE/charges financières	11,3	153,7	6,9	3,1	3,3	9,1	13,6	22,9
Valorisation	2021	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e
Nombre d'actions (en millions)	14,7	14,9	14,9	14,9	14,9	14,9	14,9	14,9
Nombre d'actions moyen (en millions)	14,7	14,9	14,9	14,9	14,9	14,9	14,9	14,9
Cours (moyenne annuelle en euros)	5,0	4,2	3,4	3,2	2,1	1,6	1,6	1,6
(1) Capitalisation boursière moyenne	74,3	61,9	50,6	47,4	31,7	24,3	24,3	24,3
(2) Dette nette (+)/trésorerie nette (-)	-1,4	-1,2	6,5	6,0	-1,4	-4,1	-7,0	-10,3
(3) Valeur des minoritaires	-0,6	-0,7	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,2
(4) Valeur des actifs financiers	-0,1	-0,1	-0,2	-1,6	-2,6	-2,6	-2,6	-2,6
Valeur d'entreprise = (1)+(2)+(3)-(4)	72,2	59,9	56,8	51,8	27,7	17,7	14,8	11,6
VE/CA	0,7	0,6	0,4	0,3	0,2	0,1	0,1	0,1
VE/EBE	11,3	8,7	8,4	13,6	7,7	3,4	2,6	1,9
VE/ROC	14,1	10,6	10,7	24,5	15,9	4,8	3,7	2,7
P/E	14,0	14,0	17,7	-100,2	103,9	10,6	9,3	8,3
P/B	32,1	9,9	6,5	9,9	8,9	4,1	2,8	2,1
P/CF	5,9	16,4	-35,3	-11,7	3,0	6,3	5,3	4,9
FCF yield (%)	16,1%	4,9%	-5,2%	-10,8%	31,2%	13,1%	19,9%	28,3%
Données par action (€)	2021	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e
Bnpa	0,4	0,3	0,2	0,0	0,0	0,2	0,2	0,2
Book value/action	0,2	0,4	0,5	0,3	0,2	0,4	0,6	0,8
Dividende /action	0,0	0,0	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 27/11/2023

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 [®]
Non	Non	Non	Oui	Non	Oui



“Disclaimer / Avertissement”

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

