

Fair Value 3,00 €
Cours au 29/02/2024 2,18 €
Potentiel 38%

Données valeur
DEEZR.PA / DEEZR.FP
Euronext Paris
Capitalisation (M€) 265,2
Nb de titres (en millions) 1216
Volume moyen 12 mois (titres) 7 717
Extrêmes 12 mois 1,19 € 3,19 €

Performances boursières

Performances (%)	Ytd	1m	3m	12m
Perf. Absolue	2,6%	1,6%	-12,1%	-15,5%
Perf CAC Small	-0,7%	-2,1%	8,9%	-10,4%

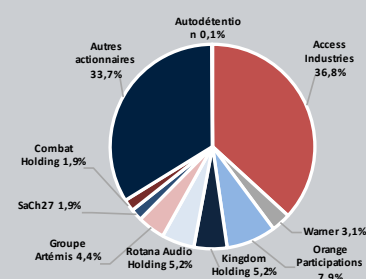
Données financières (en M€)

au 31/12	2023	2024e	2025e	2026e
CA	484,6	540,3	604,1	678,4
var %	7,4%	11,5%	11,8%	12,3%
EBE adj.	-25,8	-14,1	1,9	18,5
% CA	ns	ns	ns	ns
ROC	-77,3	-45,6	-29,9	-13,6
% CA	ns	ns	ns	ns
RN	-57,6	-37,0	-22,0	-6,5
% CA	ns	ns	ns	ns
Bnpa (€)	ns	ns	ns	ns
ROCE (%)	ns	ns	ns	ns
ROE (%)	ns	ns	ns	ns
Gearing (%)	ns	ns	ns	ns
Dette nette	-42,6	-38,5	-40,5	-63,6
Dividende n (€)	-	-	-	-
Yield (%)	-	-	-	-

Multiples de valorisation

	2023	2024e	2025e	2026e
VE/CA (x)	0,4	0,4	0,3	0,3
VE/EBE (x)	ns	ns	110,5	9,8
VE/ROC (x)	ns	ns	ns	ns
PE (x)	ns	ns	ns	ns

Actionnariat



Un palier d'abonnés franchi

Publication des résultats annuels de 2023

Sur l'année 2023, Deezer publie un chiffre d'affaires de 484,6 M€ en hausse de +7,4% (vs 494,4 M€ attendu). Un chiffre qui ressort en bas de fourchette de la guidance précédemment communiquée par le management (croissance comprise entre 7%-10%). Par segment, les revenus générés par les abonnements Direct s'élèvent à 331,1 M€ (+4,4% y/y), et ceux des partenariats atteignent 135,7 M€ (+14,5% y/y). Concernant la profitabilité, L'EBITDA ajusté continue de progresser pour atteindre -28,8 M€ (contre -38,8 M€ estimation Euroland). Le résultat net progresse et atteint -59,6 M€ contre -168,5 M€ en 2022.

Forte progression du nombre d'abonnés

A la fin d'année, le nombre d'abonnés de Deezer progresse fortement pour atteindre 10,5 millions (+1,1 million vs 2022), un niveau historique pour le Groupe. Le renforcement marketing sur le marché français ainsi que le développement international grâce aux partenariats (RTL, MercadoLibre, Sonos...) notamment au Mexique et Brésil ont permis cette considérable progression.

Dans le détail, la base de clients en France progresse de +5,9% à 3,7 M tandis que celle à l'international marque un léger repli à 2 M (vs 2,2 M en 2022). Concernant les abonnés liés aux partenariats, ils s'élèvent à 4,8 M soit une croissance de +28,9%.

Par ailleurs, malgré la hausse des tarifs au mois d'octobre 2023 le management nous a confirmé que le taux de churn est toujours non significatif.

Un ARPU en hausse

Le revenu moyen par utilisateur ou ARPU a poursuivi sa bonne dynamique sur les segments tant sur le Direct que les Partenariats pour s'établir respectivement à 4,9€ et 2,8€. Des résultats qui témoignent de contrats mieux priced ainsi que de l'amélioration du mix géographique suite au repositionnement des investissements de Deezer sur des régions stratégiques tels que les US, la France et le UK. De plus, les abonnements assujettis au changement de tarification sont passés de 40% à 60% sur la fin d'année. L'amélioration de l'ARPU devrait se poursuivre au cours du premier semestre 2024 compte tenu de 1/ la nouvelle augmentation tarifaire appliquée sur les abonnements à partir d'octobre 2023, 2/ du déploiement de l'augmentation des prix sur l'ensemble des abonnements.

Bon momentum sur la rentabilité

Côté rentabilité, la réduction de la perte d'EBITDA de près de moitié (-29 M€ vs -56 M€) a été drivée par trois éléments principaux : 1/ la progression de +12,6% de la marge brute (110,3 M€ vs 98 M€ en 2023), 2/ une forte maîtrise des OPEX du groupe, notamment des dépenses de marketing et 3/ le levier opérationnel sur la croissance réalisée.

Une structure bilancielle toujours stable

Avec une position de trésorerie toujours robuste de 63,6 M€ contre 113,6 M€ l'an passé, la trésorerie nette ressort à un niveau plus faible néanmoins encore très solide de 42,6 M€ (vs 85,3 M€ y/y). Même si non substantiel, le management anticipe un FCF pour la première fois positif à fin 2024.

Par ailleurs, annoncé après la publication des résultats, un changement dans l'organisation du Groupe survient suite à la démission de Jeronimo Folgueira, CEO. Il continuera de tenir son rôle jusqu'à son départ à la fin du mois de mars 2024.

Perspectives positives pour 2024, guidances 2024 et 2025 réitérées

Le management a réitéré son optimisme dans l'atteinte de ses objectifs 2024/25 à savoir un FCF positif pour 2024, matérialisé par une croissance de chiffre d'affaires attendue à +10% sur l'année, de la continuité dans développement des Partenariats, du nombre d'abonnés et de l'ARPU. Le groupe attend par ailleurs un EBITDA ajusté positif en 2025, avec une perte 2024 qui devrait passer sous les -15 M€.

Analyste

Renan Kerourio

01 44 70 20 96

rkerourio@elcorp.com



Retrouvez l'actualité boursière des small caps chaque jour dans votre boîte mail, gratuitement. [Inscription ici.](#)

Révisions de nos estimations

Suite à la publication, nous révisons nos prévisions de chiffre d'affaires pour l'année 2024, maintenant fixées à 540,3 M€, comparativement à notre estimation antérieure de 556 M€, impliquant à présent une croissance annuelle de +11,5%. La réduction significative des coûts pendant cet exercice nous donne davantage de confiance quant à l'atteinte d'un EBITDA ajusté positif d'ici la fin de l'exercice 2025 et à la trajectoire empruntée par le groupe. Par conséquent, nous modélisons -14,1 M€ et 1,9 M€ pour les EBITDA ajustés 2024 et 2025 respectivement. Cette révision nous amène également à rehausser notre attente de FCF 2024. Nous sommes alignés avec la guidance du management et modélisons 1,2 M€ de FCF positif l'année prochaine.

Recommandation

Après cette bonne publication, nous conservons notre valorisation fair-value de 3,00€ par titre.

**Analyste**

Renan Kerourio

01 44 70 20 96

rkerourio@elcorp.com



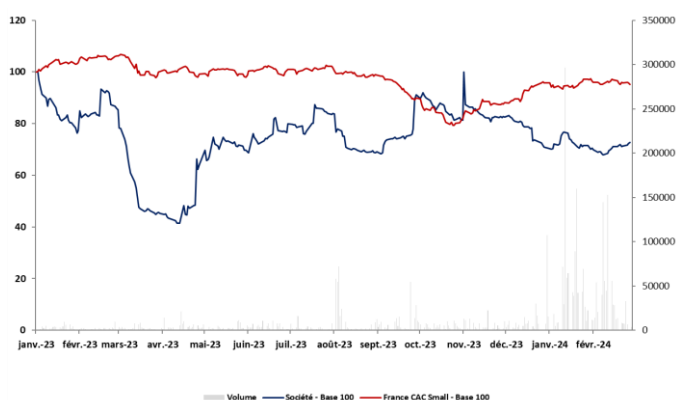
Retrouvez l'actualité boursière des small caps chaque jour dans votre boîte mail, gratuitement. [Inscription ici](#).

Présentation de la société

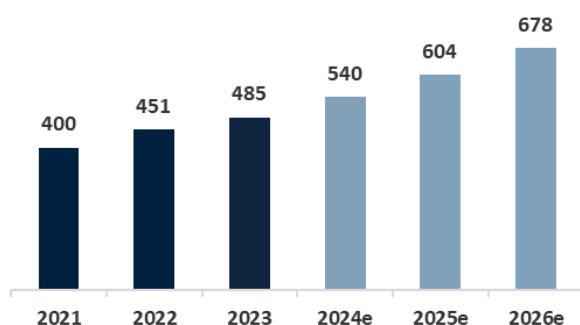
Fondée en 2007, Deezer est l'une des plateformes pionnières du streaming musical. Deuxième plateforme indépendante dans le monde avec des positions fortes en France (#2) et au Brésil (#3), le Groupe dispose aujourd'hui d'une place centrale sur son marché, jouant le rôle d'interface unique entre les labels, les artistes et les fans.

Deezer propose via sa plateforme, un catalogue de plus de 90 millions de titres ainsi que des stations de radio en direct et des podcasts. Capitalisant sur plus de 10,5 millions d'abonnés dans plus de 180 pays, le Groupe s'est construit ces dernières années selon deux canaux, le B2C tout d'abord, en commercialisant son offre directement auprès de l'utilisateur, le B2B ensuite, avec une commercialisation indirecte via des partenaires de premier plan.

Evolution du cours (base 100)



Evolution du chiffre d'affaires (en M€)



Multiples de valorisations

Société	Capitalisation (M€)	VE (M€)	EV/sales			EV/EBITDA			EV/EBIT			P/E		
			FY1	FY2	FY3	FY1	FY2	FY3	FY1	FY2	FY3	FY1	FY2	FY3
Believe SA	1 433,0	1 219,4	1,4x	1,2x	1,0x	25,9x	18,5x	13,4x	ns	ns	27,9x	ns	ns	50,7x
Netflix, Inc.	237 581,0	244 010,0	6,9x	6,1x	5,6x	26,6x	22,1x	19,2x	28,7x	23,4x	20,2x	34,5x	28,2x	24,2x
Sirius XM Holdings, Inc.	16 540,9	24 677,0	3,0x	3,0x	2,9x	9,9x	9,7x	9,3x	13,8x	13,4x	12,7x	15,4x	14,8x	13,7x
Spotify Technology SA	45 679,5	43 171,5	2,8x	2,5x	2,2x	40,9x	29,3x	22,8x	54,7x	36,1x	27,2x	65,4x	45,9x	36,8x
Storytel AB Class B	402,7	435,9	1,4x	1,2x	1,1x	ns	10,6x	8,3x	ns	29,0x	15,6x	ns	45,4x	20,3x
Universal Music Group N.V.	47 928,0	49 682,9	4,6x	4,2x	3,9x	22,5x	19,4x	17,2x	29,0x	23,4x	20,0x	37,0x	31,8x	27,2x
Warner Music Group Corp. Class A	4 483,9	7 540,4	1,3x	1,2x	1,1x	5,7x	5,3x	4,7x	7,6x	6,9x	6,1x	8,7x	6,6x	5,6x
Moyenne	50 578,4	52 962,5	3,0x	2,8x	2,5x	21,9x	16,4x	13,6x	26,8x	22,0x	18,5x	32,2x	28,8x	25,5x
Médiane	31 110,2	33 924,3	2,8x	2,5x	2,2x	24,2x	18,5x	13,4x	28,7x	23,4x	20,0x	34,5x	30,0x	24,2x

Analyste

Renan Kerourio

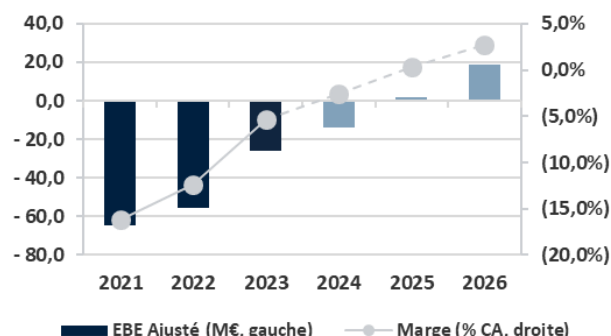
01 44 70 20 96

rkerourio@elcorp.com

Argumentaire d'investissement

- **Une croissance mondiale à deux chiffres.** La progression du streaming au niveau mondial est en baisse comparée à 2021 (11,5% vs de 23,9%). Selon nos estimations basées sur l'évolution du nombre d'utilisateurs et des abonnés streaming musical, les revenus issus du streaming musical devraient suivre une progression moyenne de 11,8% entre 2022 et 2027.
- **Une plateforme centrée sur la musique et l'utilisateur.** Afin de créer une offre adaptée à chacun de ses marchés et différenciée par rapport à celle de ses concurrents, Deezer propose régulièrement de nouvelles fonctionnalités et expériences innovantes à ses utilisateurs. Fort de plus de 9,3 millions d'abonnés, le Groupe dispose d'une vraie vision produit visant à favoriser les opportunités de monétisation supplémentaires, et ce au bénéfice de l'ensemble de l'industrie.
- **Un modèle hybride B2C et B2B.** Deezer commercialise ses offres via un modèle hybride B2C, avec une souscription directement par les utilisateurs finaux, et B2B, via un réseau de partenaires (opérateurs, médias ou fabricants de hardware) avec une souscription de l'abonné directement auprès du partenaire. Ces partenariats permettent au Groupe de toucher rapidement des bases importantes d'abonnés potentiels, notamment à l'international, facilitant son accélération commerciale.
- **Focus sur l'ARPU.** Nous estimons que la croissance de l'ARPU est l'un des facteurs déterminant de la réussite du groupe. La modification à la hausse de cet indice de performance devrait être liée 1/ sur le B2C à la contribution en année pleine des différentes hausses de tarifs pratiquées sur les marchés du Groupe (mouvement initié en 2022 et qui va se poursuivre) et 2/ sur le B2B à la montée en puissance des nouveaux contrats de partenariats et à l'effet des hausses de tarifs, 3/ l'intégration de nouvelles fonctionnalités innovantes monétisables permettant ainsi d'accroître la valeur perçue.

Evolution de l'EBE (en M€)



Compte de résultat (M€)	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Chiffre d'affaires	400,0	451,2	484,6	540,3	604,1	678,4
EBITDA ajusté	-64,6	-55,7	-25,8	-14,1	1,9	18,5
Résultat opérationnel courant	-120,6	-166,7	-77,3	-45,6	-29,9	-13,6
Résultat opérationnel	-120,6	-166,7	-64,4	-34,4	-18,9	-2,8
Résultat financier	-0,8	0,6	5,7	-3,0	-3,0	-3,0
Impôts	-0,1	-1,0	-0,9	-0,9	-0,9	-0,9
Mise en équivalence	-1,9	-1,4	0,0	0,0	0,0	0,0
Part des minoritaires	0,0	-0,8	-2,0	-1,3	-0,8	-0,2
Résultat net part du groupe	-123,3	-167,7	-57,6	-37,0	-22,0	-6,5
Bilan (M€)	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Actifs non courants	52,5	49,7	35,3	34,0	33,2	33,0
dont goodwill	7,5	15,1	7,5	7,5	7,5	7,5
BFR	-240,8	-277,0	-269,7	-307,9	-337,1	-371,9
Disponibilités + VMP	35,1	113,6	63,6	63,6	69,6	92,7
Capitaux propres	-217,3	-181,8	-226,0	-264,3	-287,1	-293,8
Emprunts et dettes financières	25,1	28,3	21,0	25,0	29,0	29,1
Total Bilan	134,5	234,1	195,0	177,5	192,2	226,1
Tableau de flux (M€)	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Marge Brute d'autofinancement	-68,6	-73,2	-30,5	-29,0	-13,0	3,7
Variation de BFR	36,7	24,4	-8,1	38,2	29,2	34,8
Flux net de trésorerie généré par l'activité	-31,6	-48,8	-40,0	9,3	16,2	38,5
Investissements opérationnels nets	-1,8	-3,0	-2,0	-8,1	-9,1	-10,2
Free Cash Flow	-33,4	-51,8	-42,0	1,2	7,2	28,3
Investissements financiers nets	-7,8	282,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Flux nets de trésorerie liés aux investissements	-9,6	279,1	-2,0	-8,1	-9,1	-10,2
Augmentation de capital	5,1	105,2	0,0	0,0	0,0	0,0
Variation emprunts	24,5	-252,8	-3,1	4,0	4,0	0,0
Dividendes versés	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Autres	-5,8	-4,9	-5,2	-5,2	-5,2	-5,2
Flux nets de trésorerie liés au financement	23,8	-152,5	-8,3	-1,2	-1,2	-5,2
Variation de trésorerie	-17,3	78,5	-49,9	0,0	6,0	23,1
Ratios (%)	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Variation chiffre d'affaires	5,0%	12,8%	7,4%	11,5%	11,8%	12,3%
Marge EBE	ns	ns	ns	ns	0,3%	2,7%
Marge opérationnelle courante	ns	ns	ns	ns	ns	ns
Marge opérationnelle	ns	ns	ns	ns	ns	ns
Marge nette	ns	ns	ns	ns	ns	ns
Investissements opérationnels nets/CA	0%	1%	0%	2%	2%	2%
BFR/CA	-60%	-61%	-56%	-57%	-56%	-55%
ROCE	ns	ns	ns	ns	ns	ns
ROCE hors GW	ns	ns	ns	ns	ns	ns
ROE	ns	ns	ns	ns	ns	ns
Payout	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Dividend yield	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Ratios d'endettement	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Gearing (%)	5%	47%	19%	15%	14%	22%
Dettes nettes/EBE	ns	ns	ns	ns	ns	ns
EBE/charges financières	ns	ns	ns	ns	ns	ns
Valorisation	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Nombre d'actions (en millions)	ns	121,6	121,6	121,6	121,6	121,6
Nombre d'actions moyen (en millions)	ns	121,6	121,6	121,6	121,6	121,6
Cours (moyenne annuelle en euros)	ns	2,2	2,2	2,2	2,2	2,2
(1) Capitalisation boursière moyenne	ns	261,5	265,2	265,2	265,2	265,2
(2) Dette nette (+)/ trésorerie nette (-)	ns	-85,3	-42,6	-38,5	-40,5	-63,6
(3) Valeur des minoritaires	ns	2,9	0,9	-0,3	-1,1	-1,3
(4) Valeur des actifs financiers	ns	-5,4	-5,3	-5,3	-5,3	-5,3
Valeur d'entreprise = (1)+(2)+(3)-(-4)	ns	184,5	228,9	231,7	228,9	205,6
PER	ns	ns	ns	ns	ns	ns
VE / EBE	ns	ns	ns	ns	110,5	9,8
VE / ROC	ns	ns	ns	ns	ns	ns
VE / CA	ns	0,3	0,4	0,4	0,3	0,3
P/B	ns	ns	ns	ns	ns	ns
Données par action (€)	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Bnpa	ns	ns	ns	ns	ns	ns
Book value/action	ns	ns	ns	ns	ns	ns
Dividende /action	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00



DEEZER

Les titres de la Société sont admis sur le compartiment dit « marché de professionnels » d'Euronext Paris. Ce compartiment est réservé aux investisseurs qualifiés conformément au Règlement Général de l'AMF et notamment à son article 516-6.

Les actions admises sur ce compartiment ne peuvent être acquises que par un investisseur qualifié, uniquement à son initiative et à condition qu'il ait été dûment informé des caractéristiques du marché dit de professionnels par son prestataire de services d'investissement.

Ainsi, la présente analyse financière de la Société ne présente qu'une fair value et pas de recommandation.

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 Deezer (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