

Capitalisation	125,8	Ticker	DKUPL-FR	Marketing
Objectif de cours	38,5€ (vs 43,0€)	Nb de titres (en millions)	4,2	digital
Cours au 31/03/2025	30,20 €	Volume moyen 12m (titres)	672	Flash valeur
Potentiel	27,5%	Extrêmes 12m (€)	26,40€/42,50€	

Résultats en ligne avec nos attentes

A retenir

- Les revenus progressent de +9,1% et atteignent 217,8 M€
- Dékuple enregistre un ROC 2024 de 16,4 M€ (-6,2% YoY)
- Le RNpg ressort en ligne avec nos attentes à 10,3 M€ (-19,8% vs 2023)

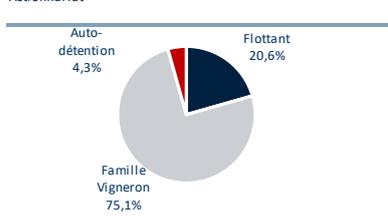
Données financières (en M€)

au 31/12	2023	2024e	2025e	2026e
CA	199,7	217,8	237,6	261,3
var. %	10,2%	9,1%	9,1%	10,0%
EBE	24,6	23,6	28,0	31,5
% CA	12,3%	10,8%	11,8%	12,0%
ROC	17,5	16,4	20,3	22,1
% CA	8,8%	7,5%	8,5%	8,4%
RN	12,4	10,1	13,8	15,1
% CA	6,2%	4,6%	5,8%	5,8%
Bnpa (€)	3,12	2,41	3,32	3,62
ROCE (%)	24,7%	16,1%	22,1%	27,5%
ROE (%)	24,3%	17,6%	20,4%	19,2%
Gearing (%)	-3,9%	24,9%	-5,3%	-29,0%
Dette nette	-19,2	-3,0	-2,8	-39,8
Dividende n (€)	1,0	0,8	1,0	1,1
Yield (%)	3,5%	2,2%	3,5%	3,8%

Multiples de valorisation

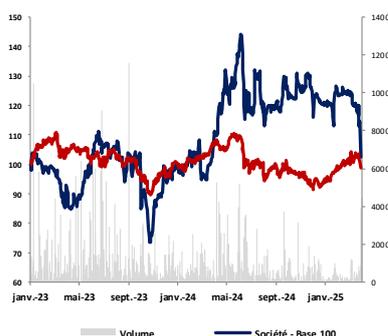
	2023	2024e	2025e	2026e
VE/CA (x)	0,6	0,7	0,5	0,3
VE/EBE (x)	4,6	6,2	3,9	2,9
VE/ROC (x)	6,5	9,0	5,4	4,1
P/E (x)	9,4	14,4	9,1	8,3

Actionnariat



Performances boursières

Performances (%)	Ytd	1m	3m	12m
Perf. Absolue	-15,4%	-17,9%	-15,4%	0,0%



Publication des résultats 2024

Dékuple a dévoilé ce lundi ses résultats pour le compte de l'exercice 2024. Plus tôt dans l'année la société avait déjà publié un chiffre d'affaires consolidé de +217,8 M€ en croissance de +9,1% ainsi qu'une marge de brute de 169 M€ (+4,8% YoY). Plus bas dans le compte de résultat, l'EBITDA s'établit à 23,6 M€ (vs prévision EuroLand 22,9 M€) en baisse de -5,6% et le ROC recule de -6,2% à 16,4 M€ (vs prévision EuroLand 15,9 M€). Enfin, le RNpg 2024 ressort en ligne avec nos attentes et en baisse de -19,1% par rapport à l'année 2023. Dans l'ensemble, l'exercice 2024 a été marqué par une excellente dynamique commerciale (croissance organique de +7,4% de la marge brute) et la poursuite de la politique de croissance externe et d'internationalisation (Ereferer, GUD Berlin, Coup de Poing...). L'évolution positive des revenus s'est réalisée dans un environnement économique incertain, incarné par une consommation morose et une prudence renforcée des entreprises quant à leurs investissements marketing.

Le segment Marketing soutient la croissance

Dans un contexte de consommation toujours difficile, les segments Assurances et Magazines ont enregistré une baisse de leurs revenus, respectivement de -2,6 % et -6,7 % en 2024. En parallèle, l'activité de Marketing Digital a poursuivi sa forte dynamique de croissance, avec un chiffre d'affaires en hausse de +19,3 %, atteignant 142,9 M€, soit désormais 65,6 % du chiffre d'affaires total de Dékuple (contre 36,5 % au lancement du plan Ambition 2025). La marge brute de cette activité s'élève à 94,2 M€, en progression de +15,8 % (+7,4 % à périmètre constant).

Dans le détail, le pôle Conseil affiche une croissance de +9,8 %, porté par Converto, qui s'internationalise avec l'ouverture de bureaux à New York et Montréal. Les Agences et Solutions – France ont vu leurs revenus progresser à 41,8 M€ (+17,9 %), grâce aux acquisitions de Grand Mercredi, Le Nouveau Bélier, Ereferer et Coup de Poing. La croissance organique ressort à +8,9 %, soutenue par le dynamisme des activités en Chine et le développement de solutions technologiques innovantes. À l'international, la marge brute atteint 7,7 M€ (+49,3 %), portée par l'intégration de GUD.Berlin. L'activité en Espagne, quant à elle, recule à 4,1 M€ (-20,7 %) du fait d'un effet de base défavorable. En 2025, l'acquisition des agences Selmore et DotControl aux Pays-Bas vient renforcer l'expansion internationale du groupe.



Baisse des marges

Dans un contexte d'investissements soutenus, l'EBITDA de Dékuple ressort à 23,6 M€, ce qui représente 13,9% de la marge brute annuelle (-160bps vs 2023). Le résultat opérationnel courant s'établit à 16,4 M€, soit 9,7% de la marge brute, en léger retrait par rapport aux 10,8 % de 2023. Ce repli s'explique par des dynamiques contrastées : d'un côté, l'activité Magazines pèse sur la performance en raison d'efforts commerciaux importants, de l'autre, l'Assurance continue de bien contribuer et le Marketing Digital affiche une solide progression, compensant en partie de cette baisse. Le résultat opérationnel ressort à 14,1 M€, après prise en compte de 2,3 M€ de charges non courantes, principalement liées à la dépréciation partielle des goodwill de Groupe Grand Mercredi et Dékuple Ingénierie Marketing B2B (ex-AWE).

Après déduction de la charge d'impôts (4,6 M€), le résultat net consolidé s'établit à 10,3 M€, en baisse de 19,8 % sur un an. La marge nette s'établit ainsi à 6,1 %, contre 8,0 % en 2022. Enfin, après prise en compte des intérêts minoritaires, le résultat net part du Groupe ressort en ligne avec nos estimations à 10,1 M€ (prévision EuroLand 10,3 M€), contre 12,4 M€ en 2023.

Recul du cash en raison de la croissance externe

Au 31 décembre 2024, les capitaux propres du groupe s'élèvent à 54,8 M€, en hausse de +3,7 M€ sur un an. La trésorerie du Groupe s'établit à 58,0 M€, en baisse par rapport aux 63,6 M€ enregistrés fin 2023. Ce recul s'explique principalement par l'accélération des investissements en croissance externe (GUD Berlin, Ereferer, Coup de Poing...) qui ont atteint 11,6 M€ sur l'année, contre 4,6 M€ en 2023. La dette financière, de son côté, progresse à 55,0 M€ (vs 44,4 M€ un an plus tôt). Elle comprend notamment les engagements de rachat des participations des minoritaires dans les filiales, ainsi que 21,3 M€ d'emprunts bancaires contractés en 2022. En conséquence, la trésorerie nette (ex IFRS 16) des dettes financières ressort à 3,0 M€ au 31 décembre 2024, contre 19,2 M€ un an plus tôt.

Le conseil d'administration de Dékuple votera également en juin 2025 pour la distribution d'un dividende de 0,76€/action, représentant un rendement de 2,4% par rapport au cours de clôture du 01/04/2025.

Perspectives

Dans un environnement macroéconomique toujours incertain, Dékuple aborde 2025 avec une feuille de route claire : poursuivre les investissements dans les activités Magazines et Assurances pour sécuriser des revenus récurrents, et accélérer le développement du Marketing Digital, porté par la croissance organique et les acquisitions récentes. Le Groupe reste attentif aux opportunités de croissance externe, en France comme à l'international, pour élargir ses compétences et renforcer son positionnement auprès des marques.

De notre côté, nous laissons inchangée notre prévision de chiffre d'affaires 2025e à 237,6 M€, traduisant une croissance de +9,1%. La bonne dynamique commerciale et les potentielles opportunités en termes de croissance externe devraient permettre l'atteinte de cette prévision.

D'autre part, nous réhaussons notre objectif d'EBITDA 2025e à 28,0 M€ (vs 25,0 M€ précédemment). En effet, nous estimons que la société est en mesure de revenir sur ses standards de rentabilité observés depuis 2021, à savoir un EBITDA représentant 15% de la marge brute.



Recommandation

Suite à cette publication, nous réitérons notre recommandation à Achat. Après mise à jour de notre modèle de valorisation, notre objectif de cours ressort à 38,5€ (vs 43€ auparavant), objectif qui fait ressortir un potentiel de hausse de +27,5%.



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.

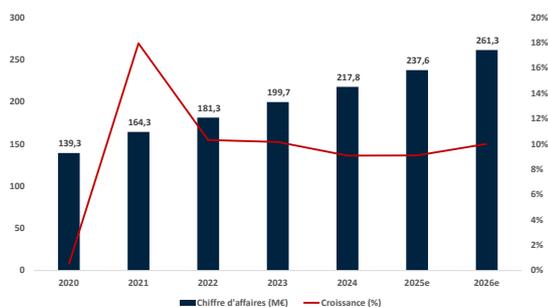
Une politique de croissance externe judicieuse. La croissance externe joue un rôle important dans le développement de Dékuple. Avec des acquisitions telles que Converteo (cabinet de conseil en transformation digitale), l'actuel fer de lance de la croissance du groupe, Brainsonic (marketing d'engagement), 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 9,1x PER 2025e, le titre affiche un niveau de valorisation toujours accessible qui laisse selon nous de l'upside au titre.

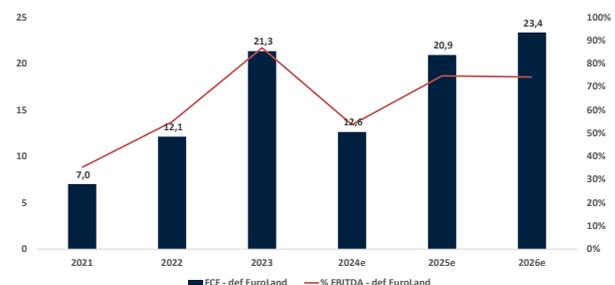
Multiples de valorisation des comparables

Société	Capitalisation	Dette nette	EV	EV/Sales			EV/EBITDA			EV/EBIT			P/E		
				2024e	2025e	2026e	2024e	2025e	2026e	2024e	2025e	2026e	2024e	2025e	
HighCo SA	64	-25	39	0,3x	0,4x	0,4x	2,3x	3,4x	3,5x	3,6x	5,5x	5,3x	8,2x	11,8x	11,4x
Criteo SA Sponsored ADR Rf	1781	-249	1 532	1,4x	1,4x	1,3x	4,1x	4,2x	3,9x	5,2x	5,0x	4,6x	6,9x	7,3x	6,8x
Obiz SA	33	14	48	0,4x	0,4x	0,3x	13,0x	9,3x	7,5x	23,4x	14,4x	10,8x	44,6x	18,9x	12,5x
Bilendi SA	92	-5	87	1,4x	0,9x	0,9x	6,3x	4,1x	3,7x	12,3x	7,0x	6,1x	20,6x	13,9x	11,4x
Reworld Media SA	89	98	187	0,3x	0,3x	0,3x	3,5x	3,5x	3,3x	4,1x	4,0x	3,7x	3,8x	3,5x	3,0x
Future plc	961	319	1 279	1,3x	1,4x	1,3x	4,4x	4,6x	4,4x	4,8x	4,9x	4,6x	5,6x	5,5x	5,1x
Moyenne		25,4x	528,8x	0,9x	0,8x	0,8x	5,6x	4,9x	4,4x	8,9x	6,8x	5,9x	15,0x	10,1x	8,4x
Médiane		33,8x	610,4x	1,0x	0,9x	0,8x	6,2x	5,1x	4,5x	9,8x	7,0x	6,0x	16,1x	9,9x	7,9x

Evolution CA 2020-2026e (M€, %)



Evolution des FCF 2020 – 2026e (M€)



Compte de résultat (M€)	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Chiffre d'affaires	138,6	139,3	164,3	181,3	199,7	217,8	237,6	261,3
Excédent brut d'exploitation	12,1	14,3	19,9	22,1	24,6	23,6	28,0	31,5
Résultat opérationnel courant	7,7	9,3	14,9	17,0	17,5	16,4	20,3	22,1
Résultat opérationnel	7,7	9,3	14,5	16,4	17,5	14,1	19,7	21,4
Résultat financier	-0,2	-0,2	0,2	-0,3	0,4	0,8	-0,1	-0,1
Impôts	-2,2	-2,9	-5,5	-3,8	-4,5	-4,6	-5,0	-5,6
Mise en équivalence	0,0	0,0	-0,1	-1,0	-0,6	0,0	-0,5	-0,4
Part des minoritaires	0,0	-0,3	0,6	0,5	0,4	0,2	0,2	0,2
Résultat net part du groupe	5,2	6,5	8,5	10,9	12,4	10,1	13,8	15,1
Bilan (M€)	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Actifs non courants	34,6	35,6	50,0	62,6	71,7	97,8	93,2	87,3
dont goodwill	8,2	11,1	21,9	31,0	39,3	39,3	39,3	39,3
BFR	-14,4	-24,9	-20,7	-16,8	-18,6	-21,8	-24,5	-27,1
Disponibilités + VMP	29,3	42,5	39,4	60,6	63,6	57,4	75,1	94,1
Capitaux propres	22,7	23,1	30,8	37,3	51,1	56,8	67,3	77,8
Emprunts et dettes financières	20,1	25,4	35,4	66,6	61,6	72,2	72,2	72,2
Total Bilan	114,7	125,4	149,8	183,6	197,6	220,6	237,8	255,9
Tableau de flux (M€)	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Marge brute d'autofinancement	15,4	12,3	19,9	23,4	26,4	17,5	21,8	24,7
Variation de BFR	-4,5	9,0	-8,5	-4,8	0,7	3,2	2,7	2,6
Flux nets de trésorerie généré par l'activité	10,9	21,3	11,4	18,6	27,1	20,6	24,5	27,3
CAPEX nets	-2,1	-2,2	-2,1	-2,8	-2,8	-8,0	-3,6	-3,9
FCF	8,7	19,1	9,3	15,8	24,3	12,6	20,9	23,4
Augmentation de capital	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Variation emprunts	-2,5	-2,6	-2,4	18,9	-7,4	10,6	0,0	0,0
Dividendes versés	-4,0	-1,7	-3,2	-3,5	-3,5	-4,1	-3,2	-4,3
Flux nets de trésorerie liés au financement	-6,8	-5,1	-5,7	14,6	-12,5	6,5	-3,2	-4,3
Variation de trésorerie	-5,7	13,3	-3,3	19,7	4,9	-6,2	17,8	19,0
Ratios (%)	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Variation chiffre d'affaires	10,9%	0,5%	17,9%	10,3%	10,2%	9,1%	9,1%	10,0%
Marge EBE	8,7%	10,3%	12,1%	12,2%	12,3%	10,8%	11,8%	12,0%
Marge opérationnelle courante	5,5%	6,7%	9,1%	9,4%	8,8%	7,5%	8,5%	8,4%
Marge opérationnelle	5,5%	6,7%	8,8%	9,1%	8,8%	6,5%	8,3%	8,2%
Marge nette	3,8%	4,6%	5,2%	6,0%	6,2%	4,6%	5,8%	5,8%
CAPEX (% CA)	1,5%	1,6%	1,3%	1,5%	1,4%	3,7%	1,5%	1,5%
BFR (% CA)	-10,4%	-17,9%	-12,6%	-9,2%	-9,3%	-10,0%	-10,3%	-10,4%
ROCE	25,3%	58,3%	38,0%	27,9%	24,7%	16,1%	22,1%	27,5%
ROE	23,1%	28,0%	27,6%	29,2%	24,3%	17,6%	20,4%	19,2%
Payout	34,1%	49,6%	41,1%	32,2%	33,3%	31,5%	31,5%	31,5%
Dividend yield	3,1%	5,5%	4,0%	2,9%	3,5%	2,2%	3,5%	3,8%
Ratios d'endettement	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Gearing (%)	-40,5%	-73,9%	-13,1%	16,1%	-3,9%	26,1%	-4,4%	-28,2%
Dettes nettes/EBE	-0,8	-1,2	-0,2	0,3	-0,1	0,6	-0,1	-0,7
EBE/charges financières	55,9	68,8	107,6	73,6	54,0	29,4	193,6	217,5
Valorisation	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Nombre d'actions (en millions)	4,0	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	4,0	4,2	4,2	4,2
Cours (moyenne annuelle en euros)	14,3	14,9	22,1	30,0	29,5	34,8	30,2	30,2
(1) Capitalisation boursière moyenne	57	59	88	120	118	145	126	126
(2) Dette nette (+)/ trésorerie nette (-)	-9	-17	-4	6	-2	15	-3	-22
(3) Valeur des minoritaires	0	0	0	0	0	0	0	-1
(4) Valeur des actifs financiers	-1	-1	-2	-2	-2	-12	-12	-11
Valeur d'entreprise = (1)+(2)+(3)-(4)	47	41	82	124	114	147	111	92
VE/CA	0,3	0,3	0,5	0,7	0,6	0,7	0,5	0,4
VE/EBE	3,9	2,9	4,1	5,6	4,6	6,2	4,0	2,9
VE/ROC	6,1	4,4	5,5	7,3	6,5	9,0	5,5	4,2
P/E	10,8	9,1	10,3	11,0	9,4	14,4	9,1	8,3
P/B	2,5	2,5	2,8	3,2	2,3	2,5	1,9	1,6
P/CF	5,2	2,8	7,7	6,4	4,3	7,0	5,1	4,6
FCF yield (%)	18,7%	46,8%	11,3%	12,8%	21,4%	8,6%	18,9%	25,4%
Données par action (€)	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e
Bnpa	1,3	1,6	2,1	2,7	3,1	2,4	3,3	3,6
Book value/action	5,7	5,8	7,8	9,4	12,8	13,6	16,2	18,7
Dividende /action	0,5	0,8	0,9	0,9	1,0	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

