

Capitalisation	47,4	Ticker	Capitalisation (M€)	Marketing Digital
Objectif de cours	4,30€ (vs 4,5€)	Nb de titres (en millions)	14,89	Flash valeur
Cours au 09/10/2024	3,18 €	Volume moyen 12m (titres)	0	09/10/2024
Potentiel	35,2%	Extrêmes 12m (€)	2,90€/3,74€	

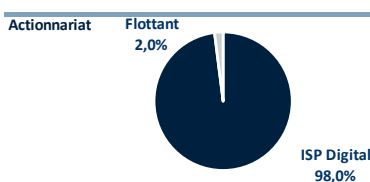
Baisse de la rentabilité opérationnelle au S1 2024

A retenir

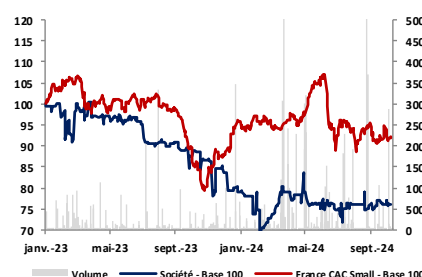
- Recul de la top line semestrielle après la perte d'un client aux États-Unis
- Un REX négatif lié à des investissements non capitalisés et à un mix produit défavorable
- Les pertes réalisées au S1 devraient être compensées au S2 selon le management

Données financières (en M€)				
au 31/12	2023	2024e	2025e	2026e
CA	140,0	141,4	157,6	173,9
var %	32,2%	1,0%	11,4%	10,4%
EBE	6,8	6,7	9,0	10,7
% CA	4,8%	4,8%	5,7%	6,1%
ROC	5,3	5,3	7,5	8,9
% CA	3,8%	3,8%	4,7%	5,1%
RN	2,9	3,5	5,9	7,2
% CA	2,0%	2,4%	3,8%	4,1%
Bnpa (€)	0,19	0,23	0,40	0,48
ROCE (%)	23,6%	21,8%	30,5%	35,2%
ROE (%)	36,2%	30,5%	34,4%	29,3%
Gearing (%)	83,4%	40,8%	-7,7%	-32,1%
Dettes nettes	6,5	4,6	-1,3	-7,8
Dividende n (€)	0,0	0,0	0,0	0,0
Yield (%)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Multiples de valorisation				
	2023	2024e	2025e	2026e
VE/CA (x)	0,6	0,4	0,4	0,3
VE/EBE (x)	8,7	7,9	7,7	5,1
VE/ROC (x)	10,6	10,2	9,8	6,2
P/E (x)	14,0	16,7	13,8	8,0



Performances boursières				
Performances (%)	Ytd	1m	3m	12m
Perf. Absolue	-3,6%	1,3%	-0,6%	-14,5%



Publication des résultats S1 2024

ISPD a publié ce matin ses résultats pour le compte de son premier semestre 2024. Pour rappel, la société avait précédemment (le 24 juillet dernier) fait état d'un chiffre d'affaires net pro forma en baisse de -4,7% à 68,5 M€. Ce coup d'arrêt dans la croissance du groupe était principalement lié à la perte d'un client important d'ISPD outre-Atlantique. Au cours du S1, la rentabilité du groupe a également reculé de façon importante avec un EBE négatif de -2,2 M€ (-224% vs S1 2023) ainsi qu'un REX de -3,3 M€ (vs 0,6 M€ au S1 2023). Le RN S1 est ainsi ressorti à -4,0 M€, bien en deçà de ses niveaux de l'année précédente. Au-delà de la perte du client américain, la rentabilité opérationnelle du groupe a été marquée par un mix produit défavorable ainsi que par des investissements non capitalisés pour étoffer l'offre du groupe (notamment sur l'intelligence artificielle). Malgré un premier semestre à première vue difficile, le management anticipe des résultats positifs aux S2 qui devraient compenser les pertes observées au cours du S1.

Départ d'un client important aux États-Unis

Au cours du premier semestre, ISPD a enregistré un chiffre d'affaires de 68,5 M€ en baisse de -4,7% par rapport au S1 2023. Ce recul des revenus du groupe est attribuable au non-renouvellement d'un contrat important d'un client américain ayant fait l'objet d'une opération de M&A. En excluant la perte de ce contrat, ISPD réalise une croissance à deux chiffres (le chiffre exact n'est pas communiqué) et conserve sa bonne dynamique commerciale. Cette dernière s'articule toujours autour du pôle Digital Media Trading mais aussi de l'Amérique Latine qui a représenté 49% du CA pro forma S1 2024 (contre 32% au S1 2023). Comme nous l'avons précisé dans notre note du 29 novembre 2023, cinq pays de la zone Latam figurent dans le top 10 des nations ayant les plus hauts taux de croissance sur le marché de la publicité digitale.



Baisse de la rentabilité

Alors que le mix produit continue d'être orienté vers le segment Digital Media Trading, le taux marge brute du groupe recule de 140 bps à 31,1% au S1 2024. Par ailleurs, et sous l'effet conjoint du mix produit et de la baisse du chiffre d'affaires, la marge brute d'ISPD est apparue en recul de -9% sur le S1 2024. De surcroît, la hausse soutenue des charges d'exploitation (+2,5 M€, soit une augmentation de +14% vs S1 2023) a érodé les marges du groupe. L'EBE est ressorti à -2,2M€ (-224%) alors que le RN S1 2024 a chuté de -539% pour atteindre -4,0M€.

Par ailleurs, le recul important de la profitabilité du groupe est en partie attribuable à des investissements non capitalisés réalisés par ISPD afin d'étoffer son offre en lançant des produits à base d'IA. Ces lancements ont atteint 1,8 M€ soit plus de 70% de la hausse des charges opérationnelles enregistrée au S1.

Un bilan toujours sain

Avec 13,1 M€ de dettes financières et 6,3 M€ de trésorerie, ISPD affiche une dette nette ex-IFRS de 6,8 M€ soit moins de 1,0x EBE 2024e.

Perspectives

Après une entrée en matière difficile, ISPD devrait continuer de s'appuyer sur ses relais de croissance et améliorer considérablement sa profitabilité au S2. Le management anticipe des résultats positifs qui devraient d'ailleurs compensés les pertes affichées au cours du S1. Le groupe dispose toujours d'une bonne orientation commerciale incarnée par le dynamisme de la zone Latam ainsi que par celui de son pôle Digital Media Trading qui continue de séduire de nouveaux clients. En outre le groupe continue d'accroître son empreinte géographique avec des avancées commerciales en Italie et en Espagne réalisées au cours du premier semestre.

Afin de refléter un début d'exercice moins bon que prévu au niveau de la rentabilité, nous abaissons notre prévision de ROC 2024e de -18% à 5,3 M€, soit un niveau similaire à l'année précédente en termes de MOC (3,8%).

Recommandation

Suite à cette publication, nous maintenons notre recommandation à Achat. Nous abaissons toutefois notre objectif de cours à 4,3€ (contre 4,5€ auparavant) sur le titre, laissant un potentiel de hausse de +35%.



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 (87% du CA 2023) 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 (10% du CA 2023) qui englobe des solutions technologiques visant à améliorer l'efficacité des campagnes des clients d'ISPD, et 3/ le Publishing (3% du CA 2023), 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 genres de revenus importants à l'image de son CA 2023 de 140 M€.

Argumentaire d'investissement

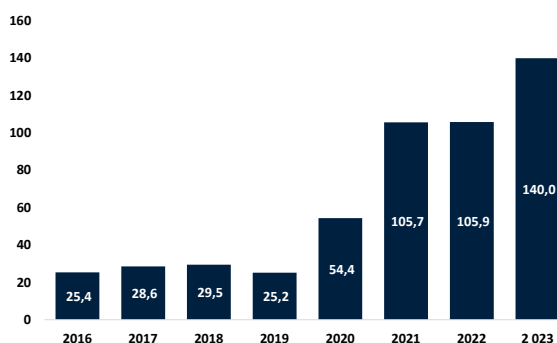
Un marché porteur. En 2022, les dépenses mondiales sur la publicité digitale ont avoisiné les 500 milliards de dollars. Différentes tendances séculaires comme la digitalisation de l'économie mondiale, l'adoption massive du téléphone portable ou encore l'essor du e-commerce et de l'IA incarnent les leviers 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 870 milliards de dollars en 2027, impliquant une croissance moyenne annuelle 2022-2027 de +9,6%. 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 2022-2025e de +18% 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).

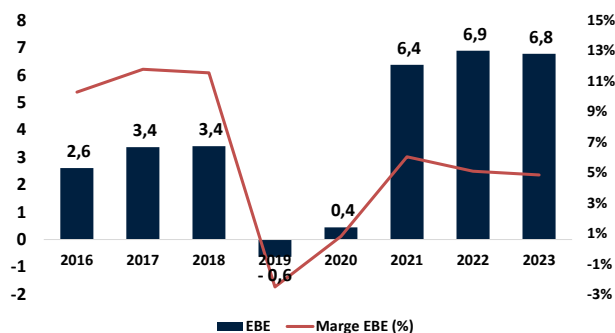
Multiples de valorisation des comparables

Société	Capitalisation (€M)	Dette nette	VE	VE/CA			VE/EBITDA			EV/EBIT			P/E		
				2024e	2025e	2026e	2024e	2025e	2026e	2024e	2025e	2026e	2024e	2025e	2026e
Obiz SA	32,8	9,3	42,1	0,3x	0,3x	0,3x	9,8x	7,3x	6,3x	16,5x	10,7x	9,1x	25,5x	14,4x	12,3x
HighCo SA	61,0	-45,5	15,4	0,1x	0,1x	0,1x	0,4x	0,4x	0,4x	0,6x	0,7x	0,7x	8,9x	9,3x	9,3x
Invibes Advertising NV	28,4	-10,3	18,1	0,2x	0,2x	0,1x	15,0x	4,0x	2,0x	ns	ns	ns	-8,7x	-11,2x	-22,3x
ReWorld Media SA	147,4	108,1	255,5	0,4x	0,4x	0,4x	3,8x	3,6x	3,4x	4,2x	3,7x	3,6x	4,6x	3,8x	3,5x
Moyenne	67,4	15,4	82,8	0,2x	0,2x	0,2x	7,3x	3,9x	3,0x	7,1x	5,0x	4,4x	7,6x	4,1x	0,7x
Médiane	46,9	-0,5	30,1	0,3x	0,2x	0,2x	6,8x	3,8x	2,7x	4,2x	3,7x	3,6x	6,8x	6,5x	6,4x

Prévisions EuroLand 2023-2026e (M€, %)



Evolution du CA de 2004 - 2023 (Md€)



Compte de résultat (M€)	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Chiffre d'affaires	25,2	54,4	105,7	105,9	140,0	141,4	157,6	173,9
EBITDA	-0,6	0,4	6,4	6,9	6,8	6,7	9,0	10,7
EBIT	-1,4	-0,4	5,1	5,6	5,3	5,3	7,5	8,9
Résultat opérationnel	-1,4	-0,4	5,1	5,6	5,3	4,3	7,5	8,9
Résultat financier	-0,1	-3,3	0,6	0,0	-1,0	0,2	0,4	0,6
Impôts	-0,1	-0,4	-0,3	-1,2	-1,4	-1,1	-2,0	-2,4
Mise en équivalence	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Part des minoritaires	0,0	-0,2	0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Net Income	-1,6	-3,9	5,3	4,4	2,9	3,5	5,9	7,2
Bilan (M€)	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Actifs non courants	15,8	15,8	18,1	17,9	21,8	21,7	21,7	21,7
dont goodwill	11,2	7,1	8,9	8,6	11,1	11,1	11,1	11,1
BFR	-1,3	-5,7	-14,4	-9,7	-5,0	-3,4	-3,4	-2,7
Disponibilités + VMP	3,0	9,1	20,1	19,0	11,7	12,0	16,3	21,2
Capitaux propres	13,2	-3,6	2,3	6,2	7,8	11,2	17,1	24,2
Emprunts et dettes financières	0,6	18,0	18,7	17,7	18,2	16,6	15,0	13,4
Total Bilan	26,4	59,2	76,0	77,1	89,9	86,9	97,2	108,2
Tableau de flux (M€)	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Marge brute d'autofinancement	-0,7	2,8	10,1	4,8	4,5	4,8	7,5	8,9
Variation de BFR	1,4	0,4	2,4	-1,0	-5,9	-1,6	0,0	-0,7
Flux nets de trésorerie généré par l'activité	0,7	3,1	12,5	3,8	-1,4	3,3	7,5	8,2
CAPEX nets	-0,6	0,0	-0,9	-0,8	-1,5	-1,4	-1,6	-1,7
FCF	0,1	3,1	11,6	2,9	-3,0	1,9	5,9	6,4
Augmentation de capital	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Variation emprunts	0,0	-0,6	1,4	-1,2	-1,6	-1,6	-1,6	-1,6
Dividendes versés	-1,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Flux nets de trésorerie liés au financement	-1,3	-0,6	0,8	-1,3	-1,6	-1,6	-1,6	-1,6
Variation de trésorerie	-2,7	6,1	11,0	-1,2	-7,2	0,3	4,3	4,9
Ratios (%)	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Variation chiffre d'affaires	-14,6%	115,8%	94,2%	0,2%	32,2%	1,0%	11,4%	10,4%
Marge EBITDA	-2,5%	0,8%	6,0%	6,5%	4,8%	4,8%	5,7%	6,1%
Marge EBIT	-5,4%	-0,8%	4,9%	5,3%	3,8%	3,8%	4,7%	5,1%
Marge opérationnelle	-5,4%	-0,8%	4,9%	5,3%	3,8%	3,0%	4,7%	5,1%
Marge nette	-6,2%	-7,2%	5,0%	4,2%	2,0%	2,4%	3,8%	4,1%
CAPEX (% CA)	2,5%	0,1%	0,8%	0,8%	1,1%	1,0%	1,0%	1,0%
BFR (% CA)	-5,3%	-10,5%	-13,6%	-9,1%	-3,6%	-2,4%	-2,2%	-1,6%
ROCE	-6,3%	-2,8%	104,9%	51,2%	23,6%	21,8%	30,5%	35,2%
ROE	-11,9%	125,8%	179,5%	63,8%	36,2%	30,5%	34,4%	29,3%
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	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Gearing (%)	-18,3%	-250,1%	-61,0%	-19,9%	83,4%	40,8%	-7,7%	-32,1%
Dettes nette/EBE	3,8	20,1	-0,2	-0,2	1,0	0,7	-0,1	-0,7
EBE/charges financières	5,9	0,3	11,3	153,7	6,9	27,3	22,3	18,9
Valorisation	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Nombre d'actions (en millions)	4,2	15,0	14,7	14,9	14,9	14,9	14,9	14,9
Nombre d'actions moyen (en millions)	4,2	15,0	14,7	14,9	14,9	14,9	14,9	14,9
Cours (moyenne annuelle en euros)	6,7	5,7	5,0	4,2	3,2	3,2	3,2	3,2
(1) Capitalisation boursière moyenne	28,3	84,8	74,3	61,9	47,4	47,4	47,4	47,4
(2) Dette nette (+)/ trésorerie nette (-)	-2,4	8,9	-1,4	-1,2	6,5	4,6	-1,3	-7,8
(3) Valeur des minoritaires	0,0	-0,4	-0,6	-0,7	-0,1	-0,1	-0,2	-0,2
(4) Valeur des actifs financiers	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2
Valeur d'entreprise = (1)+(2)+(3)-(4)	25,7	93,2	72,2	59,9	53,5	51,6	45,7	39,2
VE/CA	1,0	1,7	0,7	0,6	0,4	0,4	0,3	0,2
VE/EBE	-40,7	210,5	11,3	8,7	7,9	7,7	5,1	3,7
VE/ROC	-18,9	-216,2	14,1	10,6	10,1	9,7	6,1	4,4
P/E	-18,0	-21,6	14,0	14,0	16,6	13,7	8,0	6,6
P/B	2,1	-23,9	32,1	9,9	6,1	4,2	2,8	2,0
P/CF	39,6	27,2	5,9	16,4	-33,0	14,4	6,4	5,8
FCF yield (%)	0,4%	3,3%	16,1%	4,9%	-5,6%	3,7%	12,9%	16,5%
Données par action (€)	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Bnpa	-0,4	-0,3	0,4	0,3	0,2	0,2	0,4	0,5
Book value/action	3,1	-0,2	0,2	0,4	0,5	0,8	1,1	1,6
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

