



**26 septembre 2024**

**Cours : 2,52€**

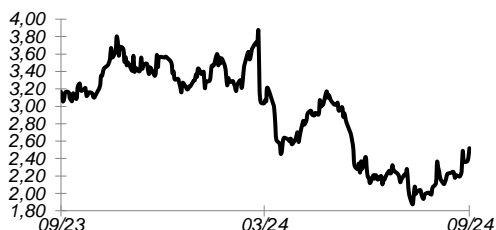
**Objectif : 5,80€**

**ACHETER (1)**

Opinion inchangée

1 : Acheter 2 : Renforcer 3 : Conserver 4 : Alléger 5 : Vendre

Cours au 25/09/2024  
Résultats S1 - Contact



Source : FactSet Research

<b>Marché</b>	<b>Euronext Growth</b>
ISIN / Mnémonique	FR0010820274 / ALREW
Reuters / Bloomberg	ALREW.PA / ALREW FP
Indice	Euronext GROWTH
Éligibilité PEA-PME	Oui

<b>Capitalisation (M€)</b>	<b>142,4</b>
Flottant (%)	48,4%
Nbre de Titres (Mio)	56,523
Date de clôture	31-Déc

	<b>23</b>	<b>24e</b>	<b>25e</b>
<b>PER</b>	<b>9,7</b>	<b>4,9</b>	<b>4,4</b>
PCF	8,3	3,4	3,1
VE/CA	0,7	0,5	0,4
VE/ROP	9,1	5,1	4,1
PAN	1,2	0,6	0,5
Rendement	0,0%	0,0%	0,0%
Free Cash Flow Yield	0,3%	15,1%	24,9%
ROACE	17,0%	14,0%	13,1%

<b>CA</b>	<b>549,3</b>	<b>545,1</b>	<b>546,9</b>
CA précédent	549,3	548,6	550,3
var. n/n-1	8,6%	-0,8%	0,3%
EBE	59,3	58,0	61,3
ROC	58,1	56,0	59,3
% CA	10,6%	10,3%	10,8%
ROP	41,7	50,0	54,3
% CA	7,6%	9,2%	9,9%
RN Pdg publié	24,2	27,3	30,8
% CA	4,4%	5,0%	5,6%

<b>BNPA</b>	<b>0,46</b>	<b>0,51</b>	<b>0,58</b>
BNPA précédent	0,46	0,53	0,69
var. n/n-1	-43,8%	12,6%	12,8%
<b>BNPA Cor</b>	<b>0,46</b>	<b>0,51</b>	<b>0,58</b>
ANPA	3,8	4,3	4,9
Dividende net	0,00	0,00	0,00
<b>DFN</b>	<b>108,1</b>	<b>89,6</b>	<b>56,1</b>

**Calendrier :**  
CA T3 le 20 Novembre

**Jérémy Sallée, Analyste Financier**

+33 (0)2 40 44 94 30  
jeremy.sallee@bnpparibas.com

**Légère progression de l'EBITDA S1**

Publication inférieure à nos attentes mais qui ne remet que marginalement en cause notre scénario annuel. Malgré une probable stabilisation de l'EBITDA B2B, l'exercice 2024 sera surtout marqué par un net rebond de la génération de FCF (PZP 20M€ x2 vs n-1).

**Des opex de croissance plus importants qu'attendu dans le B2B**

Les résultats S1 (EBITDA 22,8M€ +1,5%, 8,6% +0,2pt ; EBIT 19M€ +3,6%, 7,2% +0,3pt) ressortent en dessous de notre scénario (PZP EBITDA 26,1M€, 9,9% +1,5pt). L'écart s'explique par un léger retrait de la marge d'EBITDA B2B (9% -1pt vs PZP 11,5% +1,4pt) qui, en dépit d'une base de comparaison particulièrement favorable (S1 23 EBITDA 10% -5pts), a été pénalisée par 1/ un mix produit moins favorable en lien avec la surperformance des offres à la performance (S1 +6% vs Branding +1-2%, Tradedoubler = 59% du CA B2B, +2pts vs n-1), 2/ le retrait de la rentabilité de Tradedoubler (-0,5M€ ; EBITDA S1 3,5% -0,9pt) et 3/ les investissements dans les nouveaux relais de croissance (diversification de l'offre à la performance : leads, app marketing, affiliation en self-service, retail media ; Social) que nous avons sous-estimés.

Nous comprenons globalement que les synergies réalisées par l'intégration d'Unify ont été entièrement réinvesties (c.-4M€ soit un niveau équivalent aux pertes de Unify au S1 23) sur ces nouveaux formats et principalement dans le Social où la dynamique est particulièrement soutenue (CA x2, leader en France du social media, c.10-15% CA B2B 24) avec la finalisation de la constitution d'une équipe de c.90 personnes.

**De bonnes surprises dans le B2C**

La déception dans le B2B est en partie compensée par de bonnes surprise dans le B2C où Reworld parvient à afficher une progression de +16% de son EBITDA (8,1% +1,6pt vs PZP 7,8% +1,3pt) dans un contexte de forte baisse des volumes (CA S1 -7%). La rentabilité a bénéficié d'une baisse de 8,5% des charges d'exploitation sous l'effet d'une bonne maîtrise des charges variables et d'une baisse significative des coûts de l'énergie et du papier (prix papier S1 c.-20%). A ce stade le groupe n'entrevoit pas de nouvelles baisses du prix du papier. Notons également une bonne performance du côté de la génération de FCF qui progresse de +6M€ vs n-1 (FCF PZP -2,4M€) avec un doublement de la CAF à 14M€. La DFN est stable vs fin 23 et s'élève à 112,6M€ (1,9x DFN/EBITDA).

**Ajustement de nos prévisions**

Nous abaissons légèrement notre scénario FY (CA -1%, EBITDA 10,6% vs CA stable EBITDA 11,2% préc.) en intégrant un scénario plus prudent dans le B2B (CA 316M€ +3%; EBITDA 39,5M€ 12,5% -0,4pt vs CA +4% et EBITDA 13,5% préc.) compte tenu des investissements dans le Social, d'une plus faible rentabilité de Tradedoubler et de la faible visibilité sur le dernier trimestre. Rappelons que la saisonnalité dans ce métier est importante (c.60% de l'EBITDA au S2). Nous tablons sur un EBITDA B2B S2 de 15,7% (+0,3pt). Enfin nos attentes dans le B2C sont quasiment inchangées et visent une baisse de 6% du CA et une stabilité de l'EBITDA à 8%.

**Le plus faible levier qu'attendu dans le B2B (réinvestissement de l'intégralité des synergies de Unify) est contrebalancé par la bonne performance du B2C et la confirmation de la trajectoire d'amélioration du FCF. Notre TP est abaissé de 6,3€ à 5,8€.**

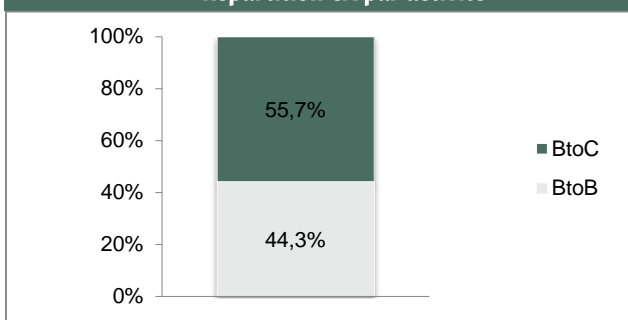
## REORLD MEDIA

Exploitation	19	20	21	22	23	24e	25e	26e
CA	294,4	424,7	469,8	505,8	549,3	545,1	546,9	550,9
var. n/n-1	65,8%	44,3%	10,6%	7,7%	8,6%	-0,8%	0,3%	0,7%
var. organique	-1,1%	-8,6%	10,6%	3,9%	-1,0%	-0,8%	0,3%	0,7%
EBE	29,6	41,4	66,8	67,4	59,3	58,0	61,3	66,8
ROC	25,5	38,9	62,7	64,4	58,1	56,0	59,3	64,8
var. n/n-1	+ / + +	52,8%	61,1%	2,8%	-9,8%	-3,6%	5,9%	9,3%
ROP	-9,1	40,8	57,6	59,0	41,7	50,0	54,3	59,8
RCAI	21,5	34,0	54,4	57,5	47,0	43,2	47,8	52,8
IS	2,2	-0,1	-8,1	-11,1	-5,3	-7,1	-11,2	-12,5
RN Pdg publié	25,4	38,6	38,7	43,0	24,2	27,3	30,8	34,6
RN Pdg corrigé	25,4	38,6	38,7	43,0	24,2	27,3	30,8	34,6
var. n/n-1	+ / + +	52,2%	0,2%	11,1%	-43,7%	13,0%	12,8%	12,2%
Imva CA 2021 / 2025e	3,9%							
Marge brute (%)	61,9%	67,1%	68,6%	68,6%	64,9%	66,0%	66,3%	67,3%
Marge opérationnelle (%)	-3,1%	9,6%	12,3%	11,7%	7,6%	9,2%	9,9%	10,9%
Marge nette (%)	8,6%	9,1%	8,2%	8,5%	4,4%	5,0%	5,6%	6,3%
Taux IS (%)	-10,1%	0,2%	14,9%	19,3%	11,3%	16,4%	23,4%	23,6%
Frais de personnel / CA (%)	-15,9%	-15,9%	-16,0%	-16,2%	-18,2%	-	-	-
CA/effectif (K€)	440	437	447	347	396	-	-	-
var. n/n-1	12,2%	-0,5%	2,1%	-22,2%	13,9%	-	-	-
Effectif moyen	670	971	1 052	1 456	1 388	-	-	-
var. n/n-1	47,8%	45,0%	8,3%	38,4%	-4,7%	-	-	-

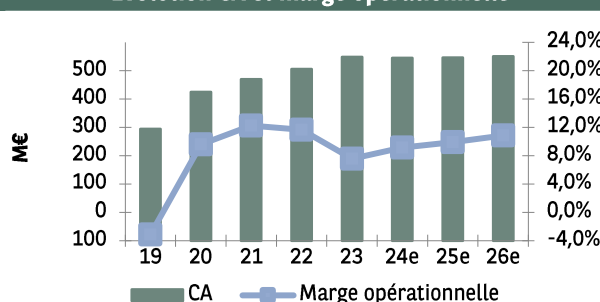
Bilan	19	20	21	22	23	24e	25e	26e
Fonds propres Pdg	85,2	127,9	135,1	176,3	201,7	229,1	259,9	294,5
Dettes financières nettes	42,0	24,3	28,6	98,2	108,1	89,6	56,1	19,1
Autres	10,5	-15,5	-2,1	2,3	-9,5	-9,5	-9,5	-9,5
<b>Capitaux investis</b>	<b>149,0</b>	<b>147,6</b>	<b>175,9</b>	<b>291,1</b>	<b>317,6</b>	<b>329,1</b>	<b>329,3</b>	<b>329,6</b>
Immobilisations nettes	219,1	222,9	243,1	348,7	365,8	366,7	364,8	363,2
dont écarts d'acquisition	34,8	37,1	45,3	49,5	63,4	65,2	65,2	65,2
dont financières	6,6	5,3	14,4	14,3	16,9	16,9	16,9	16,9
BFR	-63,6	-69,9	-52,9	-43,3	-31,4	-20,8	-18,7	-16,7
<b>Actif économique</b>	<b>149,0</b>	<b>147,6</b>	<b>175,9</b>	<b>291,1</b>	<b>317,6</b>	<b>329,1</b>	<b>329,3</b>	<b>329,6</b>
Gearing (%)	43,5%	17,5%	19,1%	51,5%	49,4%	36,0%	19,9%	6,0%
BFR/CA (%)	-21,6%	-16,5%	-11,3%	-8,6%	-5,7%	-3,8%	-3,4%	-3,0%
Dettes financières nettes/EBE (x)	1,4	0,6	0,4	1,5	1,8	1,5	0,9	0,3
ROE (%)	29,8%	30,2%	28,6%	24,4%	12,0%	11,9%	11,9%	11,7%
ROACE (%) après IS normé	29,8%	31,0%	29,1%	23,8%	17,0%	14,0%	13,1%	14,3%

Financement	19	20	21	22	23	24e	25e	26e
Cash Flow	2,2	41,3	40,8	38,4	28,4	39,9	43,4	47,3
Variation BFR	-6,6	9,3	-9,5	-14,3	-17,5	-10,6	-2,1	-2,0
Investissements industriels	-3,8	-7,0	-6,8	-5,3	-10,2	-9,0	-7,9	-8,3
% du CA	1,3%	1,6%	1,4%	1,0%	1,9%	1,7%	1,5%	1,5%
<b>Cash Flow Libre</b>	<b>-8,2</b>	<b>43,7</b>	<b>24,5</b>	<b>18,8</b>	<b>0,7</b>	<b>20,3</b>	<b>33,4</b>	<b>37,0</b>
Cessions d'actifs	0,1	1,0	3,5	1,1	-2,7	0,0	0,0	0,0
Investissements financiers	-52,3	-2,5	-3,6	-84,0	-7,2	-1,8	0,0	0,0
Dividendes	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Augmentation de capital	30,8	3,0	-5,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Autres	-1,9	-27,4	-23,5	-5,5	-0,8	0,0	0,0	0,0
Variation dettes financières nettes	31,5	-17,7	4,3	69,6	9,9	-18,5	-33,4	-37,0
<b>Dettes financières nettes</b>	<b>42,0</b>	<b>24,3</b>	<b>28,6</b>	<b>98,2</b>	<b>108,1</b>	<b>89,6</b>	<b>56,1</b>	<b>19,1</b>

Répartition CA par activité



Evolution CA et marge opérationnelle



## REORLD MEDIA

Données par action	19	20	21	22	23	24e	25e	26e
BNPA	0,52	0,79	0,73	0,81	0,46	0,51	0,58	0,65
var. n/n-1	+/++	51,5%	-7,4%	11,5%	-43,8%	12,6%	12,8%	12,2%
CFPA	0,0	0,8	0,8	0,7	0,5	0,7	0,8	0,9
ANPA	1,7	2,6	2,5	3,3	3,8	4,3	4,9	5,5
Dividende net (versé en n+1)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Payout (%)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Tmva BNPA 2021 / 2025e	-5,6%							
Tmva CFPA 2021 / 2025e	1,5%							

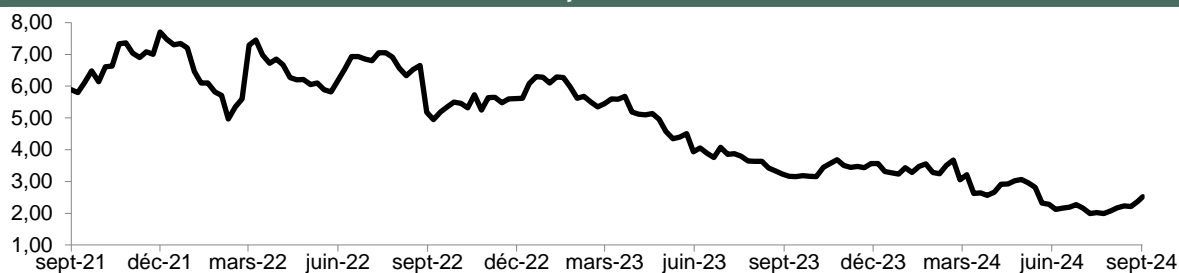
Valorisation	19	20	21	22	23	24e	25e	26e
PER (x)	5,0	3,1	6,4	7,6	9,7	4,9	4,4	3,9
PCF (x)	ns	2,9	6,1	8,6	8,3	3,4	3,1	2,8
PAN (x)	1,5	0,9	1,8	1,9	1,2	0,6	0,5	0,5
VE/CA (x)	0,6	0,4	0,6	0,9	0,7	0,5	0,4	0,3
VE/EBE (x)	5,9	3,9	4,4	7,0	6,4	4,4	3,7	2,8
VE/ROP (x)	ns	4,0	5,1	7,9	9,1	5,1	4,1	3,2
Free Cash Flow Yield (%)	-6,5%	36,6%	9,8%	5,7%	0,3%	15,1%	24,9%	27,6%
Rendement (%)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Capitalisation (M€)	129,0	132,1	265,4	350,2	251,4	143,4	143,4	143,4
Valeur d'Entreprise (VE)	175,6	162,0	293,9	468,5	378,4	254,6	223,9	189,6
<b>Cours de référence (€)</b>	<b>2,6</b>	<b>2,4</b>	<b>4,7</b>	<b>6,2</b>	<b>4,4</b>	<b>2,5</b>	<b>2,5</b>	<b>2,5</b>
Nb de titres (Mio)	49,655	54,362	56,523	56,523	56,615	56,915	56,915	56,915
Nb de titres corrigé (Mio)	55,924	54,049	54,260	55,053	57,815	57,712	57,712	57,712
% de la dilution	14,2%	9,1%	2,0%	3,7%	8,4%	7,8%	7,8%	7,8%
Date d'introduction	24/11/2009							
Cours d'introduction ajusté	-							

Données intermédiaires	19	20	21	22	23	24
CA T1	-	-	-	-	128,5	129,2
CA T2	-	-	-	-	137,9	134,9
CA S1	86,5	200,7	227,1	241,5	266,4	264,1
ROP S1	1,0	-7,0	26,8	26,4	13,5	15,8
RN pdg corrigé S1	0,3	0,8	17,2	17,1	10,9	5,6
Marge opérationnelle S1	1,2%	-3,5%	11,8%	10,9%	5,1%	6,0%
Marge nette S1	0,4%	0,4%	7,6%	7,1%	4,1%	2,1%
CA T3	-	-	-	118,5	129,2	
CA T4	-	-	-	146,0	153,7	
CA S2	207,9	224,0	242,7	264,5	282,9	
ROP S2	-10,2	47,8	30,8	32,7	28,2	
RN pdg corrigé S2	25,0	37,8	21,5	25,9	13,3	
Marge opérationnelle S2	-4,9%	21,3%	12,7%	12,4%	10,0%	
Marge nette S2	12,0%	16,9%	8,9%	9,8%	4,7%	

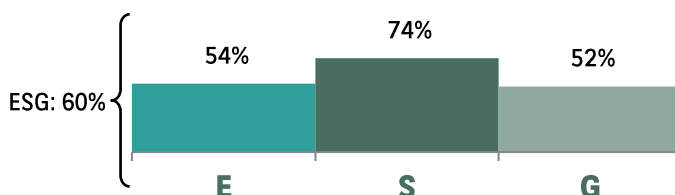
### Taux de croissance (n/n-1)

CA T1	-	-	-	-	-/+	0,5%
CA T2	-	-	-	-	-/+	-2,2%
CA T3	-	-	-	-/+	9,0%	
CA T4	-	-	-	-/+	5,3%	
CA S1	-0,6%	+/++	13,2%	6,3%	10,3%	-0,9%
CA S2	+/++	7,7%	8,4%	9,0%	7,0%	
ROP S1	-46,4%	+/-	-/+	-1,8%	-49,0%	17,4%
ROP S2	+/-	-/+	-35,6%	6,1%	-13,6%	

### Historique de cours



Taxonomie	CA	Opex	Capex
Eligible	n.a.	n.a.	n.a.
Aligné	n.a.	n.a.	n.a.



## REWORLD MEDIA

Critères ESG Portzamparc				
ENVIRONNEMENT	2021	2022	2023	Commentaires
<b>Empreinte carbone</b>				
Emissions de GES en teqCO2 (Scope 1 et 2) / CA (M€)	ND	ND	0,4	
Objectifs CO2 validés SBTi	ND	ND	ND	
Prime environnementale liée à la nature de l'activité	Non	Non	Non	
<b>Politique environnementale</b>				
Publication d'un rapport environnemental	Oui	Oui	Oui	
Amendes/Litiges liés à l'environnement sur les trois dernières années	Non	Non	Non	
Certification 14001	Non	Non	Non	
SOCIAL	2021	2022	2023	Commentaires
<b>Promotion de la diversité</b>				
Part des femmes dans la société	60%	59%	60%	En France
Index égalité salariale femmes / hommes	89	92	95	Moyenne RM Factory, RM Connect, UES RMM-ERAS, UES Aufemin et UES Neweb Développement
Plan d'actions en faveur de l'égalité professionnelle	Oui	Oui	Oui	
Part des personnes en situation de handicap	1,6%	1,3%	1,3%	En France
<b>Formation</b>				
Part de salariés ayant suivi une formation lors de l'exercice	19%	23%	15%	En France jusqu'en 2021 et au niveau global à partir de 2022
<b>Recrutement &amp; Attractivité</b>				
Taux d'attrition (employés)	21%	26%	28%	En France
Certification Great Place To Work / Happy At Work	Non	Non	Non	
<b>Conditions de travail</b>				
Présence d'un DRH au comité de direction	Oui	Oui	Oui	
Encouragement de l'actionnariat salarié	Oui	Oui	Oui	
Nombre de titres détenus par les salariés (k)	1 110	1 470	1 470	
Taux d'absentéisme	5,0%	5,9%	5,7%	En France
Taux de fréquence des accidents du travail (AT)	0,0219	ND	ND	7 accidents du travail en 2023
GOVERNANCE & ACTIONNARIAT	2021	2022	2023	Commentaires
Respect du code Afep-Medef ou Middlednext	Non	Non	Non	
<b>Composition des instances de gouvernance</b>				
Séparation des fonctions de Président et de Directeur général	Non	Non	Non	
Nombre de membres composants le conseil d'administration	3	4	5	
dont indépendants	1	2	3	
dont femmes	0	1	2	
Administrateur représentant les salariés au CA	Non	Non	Non	
Assiduité des membres du CA	100%	100%	100%	
Comité d'audit	Non	Non	Non	
Comité des risques	Non	Non	Non	
Comité des risques : une partie dédiée à la cybersécurité	Non	Non	Non	
Comité RSE	Oui	Oui	Oui	
<b>Respect des actionnaires minoritaires</b>				
Droits de votes doubles/multiples	Oui	Oui	Oui	
Poids de l'actionnaire principal (droits de vote)	34%	35%	35%	
<b>Rémunération des dirigeants</b>				
Transparence sur la rémunération variable du CEO	Oui	Oui	Oui	
Déclaration de la rémunération du CEO	Oui	Oui	Oui	
Rémunération du CEO liée aux critères de performances RSE	Oui	Oui	Oui	
Ratio d'équité (salaire médian)	ND	ND	ND	
PARTIES PRENANTES EXTERNES	2021	2022	2023	Commentaires
Mise en place d'une charte éthique avec ses fournisseurs	Oui	Oui	Oui	
Mise en place d'indicateurs de satisfaction clients	Oui	Oui	Oui	
Part des frais d'audits financiers dans les frais d'audits	ND	ND	ND	

## Mentions obligatoires

### Recommandations boursières

Nos recommandations boursières traduisent la performance absolue attendue sur le titre à un horizon 6-12 mois. Elles sont basées sur les objectifs de cours définis par l'analyste et intègrent des facteurs exogènes liés à l'environnement de marché, susceptibles de fortes variations. Le bureau d'analyse Portzamparc établit ses évaluations selon une approche d'analyse fondamentale multicritères (principalement et de manière non exhaustive actualisation des flux, multiples des comparables, multiples de transaction, somme des parties, actif net réévalué).

ACHETER (1) : Performance attendue supérieure à +15%

RENFORCER (2) : Performance attendue comprise entre +5% et +15%

CONSERVER (3) : Performance attendue comprise entre -5% et +5%

ALLEGER (4) : Performance attendue comprise entre -5% et -15%

VENDRE (5) : Performance attendue inférieure à -15% ou absence de visibilité sur les fondamentaux de la société.

L'ensemble des avertissements concernant la recherche Portzamparc (Historique des recommandations, engagement de transparence, politique de gestion des conflits d'intérêt, système de recommandation, répartition par recommandation...) est accessible sur <https://www.midcaps.portzamparc.fr/wp-content/fileadmin/pubt/avertissements.pdf> (clientèle institutionnelle).

Les cours utilisés sont les cours de clôture de la veille sauf indication contraire.

### Historique des recommandations sur l'émetteur au cours des 12 derniers mois

Le tableau ci-dessous reflète l'historique des recommandations et d'objectifs de cours faits par le département d'analyse financière de Portzamparc sur une période de 12 mois.

La mise à jour des recommandations intervient, soit à l'occasion d'un commentaire lié à une publication officielle ou légale, soit à l'occasion d'un événement exceptionnel (croissance externe, accords significatifs).

Date	Analyste	Objectif de prix	Cours de clôture	Recommandation
01 Aug 24 - 08:14:49	Jérémy Sallée	7	2,28	Acheter
01 Aug 24 - 07:59:04	Jérémy Sallée	6,3	2,28	Acheter
30 May 24 - 08:24:18	Jérémy Sallée	7	3,02	Acheter
30 May 24 - 08:19:24	Jérémy Sallée	7,2	3,02	Acheter
29 May 24 - 10:54:36	Jérémy Sallée	7,2	3,02	Acheter
21 Mar 24 - 09:24:07	Jérémy Sallée	8,2	3,86	Acheter
21 Mar 24 - 09:13:13	Jérémy Sallée	7,2	3,86	Acheter
29 Feb 24 - 09:48:58	Jérémy Sallée	9	3,225	Acheter
29 Feb 24 - 09:10:22	Jérémy Sallée	8,2	3,225	Acheter
16 Nov 23 - 09:02:25	Jérémy Sallée	9	3,745	Acheter
16 Nov 23 - 08:51:13	Jérémy Sallée	9	3,745	Acheter

### Détail des conflits d'intérêts potentiels PORTZAMPARC

#### Société

Reworld Media

#### Détail des conflits d'intérêts potentiels

1. Portzamparc possède ou contrôle 5 % ou plus du capital en actions émis par cet émetteur;
2. Cet émetteur, ou ses actionnaires principaux, possèdent ou contrôlent, directement ou indirectement, 5% ou plus du capital en actions émis par Portzamparc;
3. Portzamparc a été chef de file ou co-chef de file dans une offre publique concernant les instruments financiers de cet émetteur durant les douze derniers mois;
4. Portzamparc est teneur de marché pour les instruments financiers de cet émetteur;
5. Portzamparc a signé un contrat de liquidité avec l'émetteur.
6. Portzamparc et l'émetteur ont signé une convention de prestation de service d'analyse à travers laquelle Portzamparc s'est engagé à produire et à diffuser des études de recherche d'investissement sur ledit émetteur. Document de recherche produit conformément à la Charte de Bonnes Pratiques sur la recherche sponsorisée. Analyse payée partiellement par l'émetteur, diffusion réservée;
7. Portzamparc a été rémunéré par cet émetteur en échange de la fourniture de services d'investissement ou des services en conseil financier au cours des douze derniers mois;
8. L'auteur de cette étude ou une personne qui aurait aidé à l'élaboration de cette étude (ou un membre de son foyer), ou encore une personne qui, malgré sa non-implication dans l'élaboration de cette étude avait ou pouvait raisonnablement avoir accès aux éléments substantiels de cette étude avant sa diffusion détient une position nette ou courte supérieure à 0,5% du capital de cet émetteur
9. La recommandation présentée dans ce document a été divulguée à l'émetteur avant sa publication et diffusion et a été subséquemment modifiée préalablement à sa diffusion

### Détail des conflits d'intérêts potentiels BNP PARIBAS

Sociétés dans lesquelles BNP PARIBAS détient des participations : <https://wealthmanagement.bnpparibas/fr/conflict-of-interest.html>

**Nantes** : 13 rue de la Brasserie - BP 38629 - 44186 Nantes Cedex 4

**Paris** : 16 rue de Hanovre - 75002 Paris - 33 (0) 1 40 17 50 08