


**REWORLD
MEDIA**
Achat

Capitalisation	98,5	Ticker	ALREW.PA / ALREW:FP	Média
Objectif de cours	5,89 €	Nb de titres (en millions)	56,92	Flash valeur
Cours au 20/11/2024	1,73 €	Volume moyen 12m (titres)	81 550	21/11/2024
Potentiel	241,0%	Extrêmes 12m (€)	1,67€/3,89€	

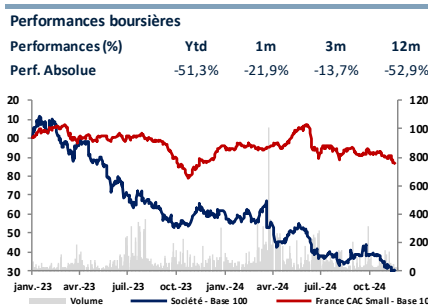
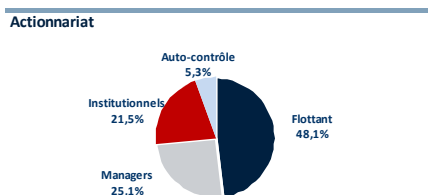
Léger recul des ventes au T3

A retenir

- Le chiffre d'affaires T3 2024 ressort en baisse de -3% à 125,4 M€.
- Les revenus BtoC reculent de -6,5% à 55,7 M€ au troisième trimestre 2024.
- Le segment BtoB reste stable avec un CA de 69,7 M€ (+0,1%) au T3 2024

Données financières (en M€)				
au 31/12	2023	2024e	2025e	2026e
CA	549,3	543,0	550,5	557,1
var %	8,6%	-1,1%	1,4%	1,2%
EBE - hors AGA	59,3	56,2	65,0	66,3
% CA	10,8%	10,3%	11,8%	11,9%
REX	49,2	46,4	55,1	56,3
% CA	9,0%	8,5%	10,0%	10,1%
RNpg	24,2	23,7	32,5	36,5
% CA	4,4%	4,4%	5,9%	6,5%
Bnpg (€)	0,43	0,42	0,57	0,64
ROCE (%)	10,7%	9,5%	10,4%	9,9%
ROE (%)	11,1%	9,7%	11,5%	11,3%
Gearing (%)	49,4%	41,6%	34,0%	27,4%
Dette nette	108,1	102,1	95,8	88,4
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)	0,7	0,4	0,4	0,4
VE/EBE (x)	6,1	3,6	3,1	3,0
VE/ROC (x)	7,3	4,4	3,6	3,5
P/E (x)	10,4	4,1	3,0	2,7



Publication du chiffre d'affaires T3 2024

Reworld Media a publié hier soir son chiffre d'affaires pour le compte du troisième trimestre 2024. Ce dernier ressort en baisse de -3,0% à 125,4 M€. Le segment BtoB apparait en très légère hausse (+0,1%) avec 69,7 M€ de revenus enregistrés au T3 2024 tandis que les revenus BtoC 2024 affichent un recul de -6,5%. Au terme des neuf premiers mois de l'année, le CA du groupe diminue de -1,6% à 389,5 M€. Sur cette période, la croissance 9M2024 du BtoB (+3,0%) n'a pas suffi à compenser la baisse du BtoC (-6,8%).

Léger ralentissement de la décroissance sur le BtoC

À l'issue du troisième trimestre, les revenus du pôle BtoC s'établissent à 55,7 M€ traduisant un recul de -6,5% par rapport au T3 2023. Cette baisse est toutefois plus contenue que celle affichée au cours du S1 2024 (-6,9% vs S1 2023). Le CA BtoC 9M2024 ressort ainsi en baisse de -6,8% à 169,9 M€. Le pôle continue de faire face à des vents contraires sur la consommation avec des volumes en baisse. Les offres d'abonnement et les ventes à l'acte (55% du CA BtoC) ont ainsi reculé de respectivement -7,7% et -6,6% depuis le début de l'année (malgré une hausse du panier moyen de +2,1%).

Le pôle BtoB stagne au T3

Les revenus liés au segment BtoB stagnent au T3 2024. Le chiffre d'affaires T3 2024 du pôle affiche ainsi une croissance très modeste de +0,1% (69,7 M€) par rapport au T3 2023. Les revenus enregistrés depuis le début de l'année atteignent 219,6 M€ et ressortent en hausse de +3,0% vs 9M2023. Selon le management, le léger ralentissement de l'affiliation est compensé par la montée en puissance des autres leviers de croissance du groupe à l'image de l'influence marketing.



Perspectives

Avant un dernier trimestre toujours décisif pour le groupe, Reworld évolue dans un environnement économique exigeant. Le groupe devrait continuer de s'appuyer sur ses leviers de croissance à fort potentiel et sur la visibilité importante de ses marques. Toutefois nous restons prudents concernant la fin de l'exercice 2024. Nous abaissons notre estimation de CA 2024e à 543 M€ (vs 554,6 M€ auparavant). Cela implique un recul de la top line de -1,1% sur l'exercice en cours. Par ailleurs, notre estimation d'EBE 2024e (hors AGA) est légèrement impactée (56,2 M€ contre 57,4 M€ précédemment).

Recommandation

Suite à cette publication, nous réitérons notre recommandation à Achat. Nous abaissons toutefois notre et notre objectif de cours à 5,9 € (vs 7€ auparavant) sur le titre, objectif qui fait ressortir un potentiel de hausse supérieur à +200%. Au cours actuel, la valeur se traite à 3,6x P/E 2024^e (selon le consensus) contre une moyenne de 13,9x P/E 2024e pour ses comparables, soit une décote de près de 75%.



Présentation de la société

Groupe Fondé en 2012, Reworld Media est le leader de la presse payante thématique en France et l'un des principaux groupes media digitaux de l'hexagone. D'un éditeur de presse papier, les fondateurs de Reworld ont su progressivement transformer la société en un groupe agile, digital et qui offre aujourd'hui une pleine complémentarité entre ses deux métiers, le BtoC (offre physique et digitale de contenus à travers plus de 60 marques propriétaires) et le BtoB (solutions de communication, principalement digitale, des entreprises).

Fort de c506 M€ de CA en 2022, largement rentable, la société s'est principalement construite par croissance externe et est devenue experte dans le redressement et l'intégration de ses acquisitions. Les relais de croissance du marché sont bien identifiés et Reworld, qui vise un milliard de CA à terme, a amplement les moyens de les capter.

Argumentaire d'investissement

Un modèle dans l'air du temps. Reworld a su capitaliser sur son héritage historique (la presse papier) pour transformer le groupe et en faire un acteur agile, présent sur tous les canaux. Avec plus de 30m de visiteurs uniques par mois, c'est près de 6 français sur 10 qui sont touchés par les marques détenues par Reworld, que ce soit à travers les magazines ou ses marques 100% digitales. Les passerelles entre le BtoC et le BtoB sont nombreuses, et Reworld sait parfaitement en extraire leur valeur en monétisant son audience.

Un acquéreur en série. Dirigée d'une main de maître, Reworld s'est faite la spécialiste de la reprise d'actifs à la casse et de leur redressement. Que ce soit avec Mondadori, plus récemment dans le jeu vidéo avec Meltygroup ou encore sur le segment féminin (groupe psychologies), Reworld est très actif sur sa politique de build-up. Annoncée au Q2 2022, la reprise d'Unify (aufeminin, marmiton, Doctissimo) marque une nouvelle étape dans le développement de Reworld et devrait faire rentrer la société dans une nouvelle dimension.

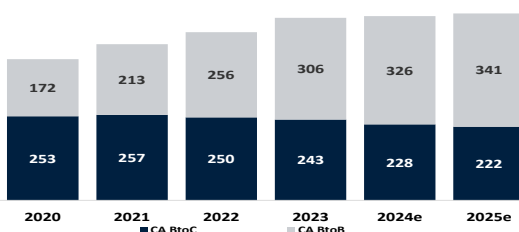
Des relais de croissance clairs. Si le segment BtoC devrait connaître quelques turbulences du fait du déclin structurel de la presse papier, le groupe dispose tout de même de catalyseurs forts (pricing power conséquent, développement de nouveaux formats digitaux). Sur le BtoB, les relais sont multiples (content commerce, social media, live shopping, évènementiel). A plus long terme, l'expansion à l'international devrait également largement bénéficier au groupe

Une valorisation largement injustifiée. A 0,5x EV/sales 2024e et 4,4x EV/EBITDA 2024e, la valeur se traite avec une décote de près de 50% par rapport à ses pairs. Injustifiée d'après nous, au regard du potentiel de croissance, de l'histoire du groupe et de la rentabilité du modèle.

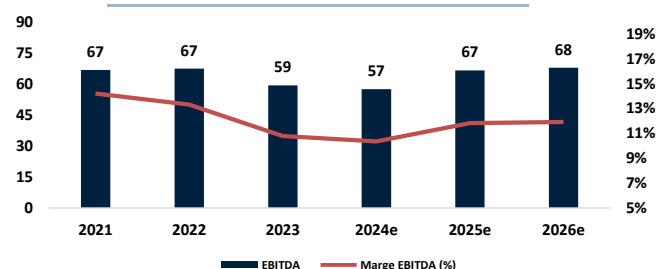
Multiples de valorisation des comparables

Société	Capitalisation	Dette nette	VE	EV/sales			EV/EBITDA			EV/EBIT			P/E		
				2024e	2025e	2026e	2024e	2025e	2026e	2024e	2025e	2026e	2024e	2025e	2026e
HighCo SA	52,4	-47,9	4,5	0,0x	0,0x	0,0x	0,3x	0,3x	0,3x	0,4x	0,5x	0,5x	8,3x	8,8x	8,7x
ISPD Network	46,2	1,6	47,7	0,3x	0,3x	0,3x	11,0x	6,1x	4,5x	17,2x	7,4x	5,3x	36,4x	9,3x	6,5x
Arnoldo Mondadori Editore S.p.A	549,1	135,7	684,7	0,7x	0,7x	0,7x	4,4x	4,3x	4,2x	7,2x	6,8x	6,6x	8,5x	8,0x	7,6x
Bilendi SA	60,6	-1,1	59,5	0,9x	0,9x	0,8x	4,4x	3,9x	3,5x	7,8x	6,4x	5,4x	12,0x	9,4x	7,9x
Criteo SA Sponsored ADR	1 991,6	-329,4	1 662,2	1,6x	1,5x	1,4x	5,0x	4,7x	4,3x	6,2x	5,6x	5,2x	8,5x	8,4x	7,8x
Future plc	1 151,4	325,0	1 476,3	1,6x	1,6x	1,5x	5,1x	5,1x	4,8x	5,5x	5,5x	5,2x	7,9x	7,5x	6,7x
Qvampify SA	13,6	-6,4	7,2	0,2x	0,2x	0,2x	2,4x	1,7x	1,6x	2,9x	1,9x	1,8x	7,9x	5,1x	4,8x
RCS MediaGroup S.p.A.	438,4	-147,0	291,4	0,4x	0,4x	0,4x	2,0x	2,0x	2,0x	3,2x	3,2x	3,1x	7,3x	7,3x	7,2x
Moyenne	537,9	-8,7	529,2	0,7x	0,7x	0,7x	4,3x	3,5x	3,1x	6,3x	4,7x	4,1x	12,1x	8,0x	7,1x
Médiane	249,5	-3,7	175,4	0,5x	0,5x	0,5x	4,4x	4,1x	3,8x	5,9x	5,6x	5,2x	8,4x	8,2x	7,4x

Evolution du CA (en M€)



Evolution de l'EBITDA hors AGA (en M€)



Compte de résultat (M€)	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Chiffre d'affaires	294,4	424,7	469,8	505,8	549,3	543,0	550,5	557,1
EBE - hors AGA	29,6	42,9	66,8	67,4	59,3	56,2	65,0	66,3
Résultat d'exploitation	25,5	37,4	59,0	61,9	49,2	46,4	55,1	56,3
Résultat financier	-4,0	-6,8	-4,5	-6,3	-9,5	-5,9	-4,8	-1,7
Impôts	2,6	4,3	-11,1	-8,1	-5,2	-5,0	-6,2	-6,9
Mise en équivalence	6,0	7,0	8,0	9,0	10,0	11,0	12,0	13,0
Part des minoritaires	-0,7	-0,3	3,4	1,7	2,8	2,7	3,7	4,1
Résultat net part du groupe	25,3	12,7	38,7	43,0	24,2	23,7	32,5	36,5
Bilan (M€)	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Actifs non courants	223,6	231,6	248,9	356,9	376,9	395,3	416,4	437,5
dont goodwill	34,8	37,1	45,3	49,5	63,4	63,4	63,4	63,4
BFR	-63,6	-69,9	-52,9	-43,3	-31,4	-29,3	-20,7	-9,6
Disponibilités + VMP	54,0	104,1	122,9	118,3	97,7	77,9	61,1	45,3
Capitaux propres	96,5	113,0	149,4	190,6	218,9	245,4	281,5	322,1
Emprunts et dettes financières	96,0	128,4	151,5	216,5	205,8	180,0	156,8	133,6
Total Bilan	409,9	467,5	510,0	652,1	664,2	666,6	682,1	701,8
Tableau de flux (M€)	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Marge Brute d'autofinancement	5,0	19,4	44,7	44,2	39,1	36,2	46,1	50,6
Variation de BFR	-6,6	9,3	-9,5	-14,3	-17,5	-2,0	-8,7	-11,1
Flux net de trésorerie généré par l'activité	-1,6	28,8	35,3	29,9	21,6	34,2	37,4	39,5
CAPEX nets	-3,8	-7,0	-6,8	-5,3	-10,2	-8,1	-6,1	-6,1
Free cash flow	-5,4	21,8	28,5	24,6	11,4	26,0	31,3	33,4
Augmentation de capital	30,8	3,0	-5,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Variation emprunts	68,4	32,9	19,1	62,7	-11,4	-25,8	-23,2	-23,2
Dividendes versés	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Flux de trésorerie liés au financement	96,8	31,8	10,0	55,9	-22,1	-25,8	-23,2	-23,2
Variation de l'endettement financier net	37,0	50,5	18,7	-4,6	-20,5	-19,8	-16,9	-15,8
Ratios (%)	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Variation chiffre d'affaires	65,9%	44,3%	10,6%	7,7%	8,6%	-1,1%	1,4%	1,2%
Marge EBE	10,1%	10,1%	14,2%	13,3%	10,8%	10,3%	11,8%	11,9%
Marge d'exploitation (%)	8,7%	8,8%	12,6%	12,2%	9,0%	8,5%	10,0%	10,1%
Marge nette (%)	8,6%	3,0%	8,2%	8,5%	4,4%	4,4%	5,9%	6,5%
Capex (% CA)	1,3%	1,6%	1,4%	1,0%	1,9%	1,5%	1,1%	1,1%
BFR (% CA)	-21,6%	-16,5%	-11,3%	-8,6%	-5,7%	-5,4%	-3,8%	-1,7%
ROCE	10,6%	15,4%	20,1%	14,8%	10,7%	9,5%	10,4%	9,9%
ROCE hors GW	13,6%	20,0%	26,1%	17,6%	13,1%	11,5%	12,4%	11,6%
ROE	26,2%	11,2%	25,9%	22,6%	11,1%	9,7%	11,5%	11,3%
FCF (% CA)	-1,8%	5,1%	6,1%	4,9%	2,1%	4,8%	5,7%	6,0%
FCF yield (%)	-3,4%	14,0%	10,0%	5,5%	3,2%	12,8%	15,6%	16,9%
Ratios d'endettement	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Gearing (%)	43,5%	21,5%	19,1%	51,5%	49,4%	41,6%	34,0%	27,4%
Dettes nettes/EBE	1,4	0,6	0,4	1,5	1,8	1,8	1,5	1,3
EBE/charges financières	7,4	6,3	14,9	10,7	6,2	9,5	13,6	38,8
Valorisation	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Nombre d'actions (en millions)	49,7	54,4	55,5	56,5	56,6	56,9	56,9	56,9
Nombre d'actions moyen (en millions)	43,6	52,0	54,9	56,5	56,6	56,7	56,9	56,9
Cours (moyenne annuelle en euros)	2,6	2,4	4,7	6,2	4,5	1,7	1,7	1,7
(1) Capitalisation boursière moyenne	113,5	126,4	257,6	349,9	251,7	98,2	98,5	98,5
(2) Dette nette (+)/ trésorerie nette (-)	42,0	24,3	28,6	98,2	108,1	102,1	95,8	88,4
(3) Valeur des minoritaires	11,3	10,9	14,3	14,3	17,2	19,9	23,6	27,7
(4) Valeur des actifs financiers	-6,6	-5,3	-14,4	-14,3	-16,9	-16,9	-16,9	-16,9
Valeur d'entreprise = (1)+(2)+(3)-(4)	160,1	156,3	286,1	448,0	360,1	203,3	201,0	197,7
VE/CA	0,5	0,4	0,6	0,9	0,7	0,4	0,4	0,4
VE/EBE	5,4	3,6	4,3	6,6	6,1	3,6	3,1	3,0
VE/ROC	6,3	4,2	4,9	7,2	7,3	4,4	3,6	3,5
P/E	4,5	10,0	6,7	8,1	10,4	4,1	3,0	2,7
P/B	1,2	1,1	1,7	1,8	1,1	0,4	0,3	0,3
Données par action (€)	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Bnpa	0,5	0,2	0,7	0,8	0,4	0,4	0,6	0,6
Book value/action	1,9	2,1	2,7	3,4	3,9	4,3	4,9	5,7
Dividende /action	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00



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 06/07/2020

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 Reworld Media (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

