

Groupe LDC



Achat

Capitalisation (M€)	3 036,8	Ticker	LOUP.PA / LOUP.FP	Agroalimentaire
Objectif de cours	101,00€ (vs 89,00€)	Nb de titres (en millions)	35,3	Flash valeur
Cours au 21/05/2025	86,10 €	Volume moyen 12m (titres)	2 934	22/05/2025
Potentiel	17,3%	Extrêmes 12m (€)	63,31€/86,30€	

Résultats en ligne / Les objectifs seront atteints en avance

A retenir

- LDC publie des résultats annuels conformes aux annonces du groupe
- Le ROC ressort à 317,6 M€ (-14% YoY) soit une MOC de 5,0% (-100 bps YoY)
- Les objectifs 2026/2027 (CA >7Md€, EBITDA c560 M€) seront atteints dès l'exercice en cours

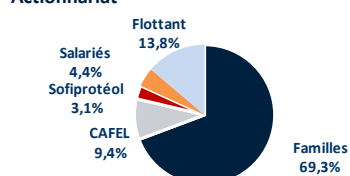
Données financières (en M€)

	23/24	24/25e	25/26e	26/27e
CA	6 198,4	6 323,4	7 047,8	7 456,0
var %	6,0%	2,0%	11,5%	5,8%
EBE	550,2	513,4	567,8	621,9
% CA	8,9%	8,1%	8,1%	8,3%
ROC	370,3	317,4	349,4	390,8
% CA	6,0%	5,0%	5,0%	5,2%
RN	304,4	244,0	269,3	300,3
% CA	4,9%	3,9%	3,8%	4,0%
Bnpa (€)	8,6	6,9	7,6	8,5
ROCE (%)	19,9%	13,4%	12,8%	13,4%
ROE (%)	14,4%	10,6%	10,7%	10,9%
Gearing (%)	-22,6%	-12,3%	-9,1%	-11,9%
Dette nette	-480,8	-283,4	-230,0	-329,5
Dividende n (€)	1,8	1,6	1,6	1,8
Yield (%)	2,9%	2,2%	1,9%	2,1%

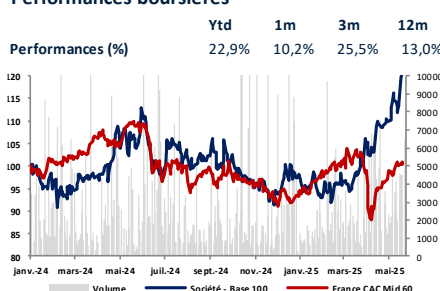
Multiples de valorisation

	23/24	24/25e	25/26e	26/27e
VE/CA (x)	0,3	0,3	0,4	0,4
VE/EBE (x)	3,1	4,2	4,9	4,3
VE/ROC (x)	4,6	6,8	8,0	6,9
P/E (x)	7,2	10,0	11,3	10,1

Actionariat



Performances boursières



Publication des résultats 2024/2025

Après avoir publié un CA 2024/2025 en croissance de +2,0% à 6 323,4 M€ (-1,6% en organique), LDC communique des résultats en ligne avec sa guidance, qui traduisent une normalisation des conditions d'activité. Le ROC du groupe atteint 317,6 M€ (-5% vs consensus) pour une MOC de 5,0% (-100 bps YoY). Le RNpg ressort à 243,6 M€ (-20% YoY). LDC annonce par ailleurs que ses objectifs 2026/2027 seront atteints dès l'exercice 2025/2026.

Retour à des niveaux de rentabilité plus normatifs

Après un cru 2023/2024 exceptionnel (MOC historique de 6,0%) et porté par les revalorisations tarifaires, le groupe a retrouvé des niveaux de rentabilité plus conformes à ses standards. Avec 166 M€ de ROC généré au S2 (MOC -60 bps YOY), la seconde partie d'exercice aura été de meilleure facture que la première (MOC -132 bps) YoY. Le retour à une croissance et des volumes positifs, malgré la baisse généralisée des prix, a permis de limiter le recul de la rentabilité.

Par pôle, le ROC Volaille France s'établit à 191,4 M€ sur l'année, soit une MOC (5,7%, -60 bps) de bonne tenue, notamment grâce à la résistance du pôle Amont (ROC +1,5% à 57,6 M€), qui a compensé les ajustements tarifaires sur la Volaille. Sur le segment International, la forte volatilité prix des marchés de spécialité (canard, oie) a continué d'impacter la rentabilité (MOC 4,2% soit un recul de 370 bps) du pôle. Nous notons tout de même que ce recul a été en partie atténué par l'effet relatif des intégrations de croissance externe (environ 10 M€ de ROC sur l'année pour une centaine de millions d'euros).

Enfin, le résultat opérationnel courant du Traiteur ressort en hausse de près de +25% sur l'exercice pour atteindre 28,5 M€ (MOC de 2,9% soit + 40 bps). La division du groupe continue d'être portée par Marie, mais reste encore assez loin des niveaux de rentabilité constatés historiquement (5,2% en 2020/2021)



FCF négatif avec l'impact du M&A, mais le bilan reste exemplaire

A la clôture des comptes annuels, les capitaux propres du groupe continuent de progresser pour atteindre 2 303,1 M€. Le groupe a généré, sans surprise, un FCF négatif sur la période (-97,5 M€ après un S1 à 96,8 M€) à la suite de la hausse des CAPEX (4,9% du CA à 309 M€ vs 4,5% en 2023/2024) mais surtout aux décaissements liés aux entrées de périmètre (-225 M€). Hors M&A, le FCF de LDC aurait presque atteint les 100 M€. Après prise en compte des flux de financement, la trésorerie nette du groupe est toujours extrêmement solide, à 283,4 M€. Comme à son habitude, le directoire proposera en AG un dividende de 1,55€ au titre de l'exercice, soit un payout de 22% (vs 1,80€ en 2023/2024).

Perspectives et estimations

Après cet exercice de normalisation, où le niveau de croissance aura été le plus faible depuis le COVID, LDC devrait de nouveau accélérer sur l'exercice à venir sous l'effet 1/ de la poursuite des intégrations et de l'entrée dans le périmètre de Pierre Martinet (c230M€ de CA en année pleine) qui devrait être consolidé à partir de début juin, et 2/ de nouvelles revalorisations tarifaires (+6%-8% sur la volaille et +3%-5% sur le traiteur), dont une partie a déjà été obtenue en début d'exercice, et qui sont destinées à pérenniser l'avenir de la filière.

Le groupe annonce ainsi qu'il atteindra avec un an d'avance ses objectifs 2026/2027, à savoir un chiffre d'affaires supérieur à 7Md€ et un EBITDA de l'ordre de 560 M€, qui impliquent des croissances respectives d'environ +11% et +9%, ainsi qu'une marge de 8,0%. Le consensus Factset vise actuellement un CA 2025/2026 de 6,8 Md€ et un niveau d'EBITDA de 605,3 M€. De notre côté, nous avons intégré ces nouveaux éléments et attendons désormais un CA 2025/2026e de 7 048 M€ pour un EBITDA de 568 M€, ainsi qu'un ROC de 349 M€ (vs 358 M€ précédemment), faisant ressortir un niveau de MOC flat YoY. Nous modélisons un FCF juste breakeven du fait du décaissement lié à l'acquisition de Pierre Martinet. Un nouveau plan stratégique devrait par ailleurs être annoncé au moment des prochains résultats annuels.

Recommandation

Nous réitérons notre recommandation à Achat sur le titre et réhaussons notre objectif de cours à 101€ (contre 89€ précédemment) après mise à jour de nos paramètres de valorisation. A notre OC et sur nos estimations, le titre se traite 9,9x EV/EBIT 2025/2026e contre un secteur à 9,5x. Une prime méritée pour le champion européen.



Présentation de la société

Groupe familial fondé il y a plus de 50 ans, LDC est le leader de l'industrie de la volaille en France et un acteur majeur de l'industrie en Europe. La société, qui réalise près de 6 Md€ de chiffre d'affaires pour une marge opérationnelle courante de 5% à travers ses différents segments d'activité (Volaille, International, Traiteur), a brillamment navigué dans un contexte 2022 particulièrement difficile pour le secteur (inflation des matières premières, grippe aviaire, pression continue des importations).

LDC rentre à présent dans un nouveau cycle, à l'issue duquel il compte atteindre un chiffre d'affaires de 7 Md€ (TCAM +3,7%) en 2026 pour une marge opérationnelle stable. Etant donné les qualités indéniables du modèle, mêlant le dynamisme de la décentralisation à la force du pricing power, et la clarté des relais de croissance (expansion internationale, traiteur), le titre représente une réelle opportunité d'investissement.

Argumentaire d'investissement

Un acteur dominant son marché. Groupe familial créé il y a plus de 50 ans, LDC est devenu l'acteur incontournable de la volaille en France. Avec 40% de parts de marché, et un modèle intégrant toute la chaîne de la valeur, LDC dispose d'une position dominante sur un marché qui n'a plus de secrets pour lui. En découle non seulement une capacité à faire les prix, si besoin est, mais aussi à innover constamment pour garder une, voire deux longueurs d'avance sur ses concurrents.

Un modèle dé-risqué et rentable. LDC dispose de fondamentaux solides et offre un profil de risque relativement faible. Tout ce que fait la société est maîtrisé : de la croissance externe (on en dénombre plus de 50 en autant d'années) pour consolider son marché ou se diversifier, en passant par une gestion radicalement décentralisée et agile. L'alignement d'intérêts entre direction, parties prenantes et actionnaires est également un gage de confiance et offre un repère stable, bienvenu dans un monde versatile.

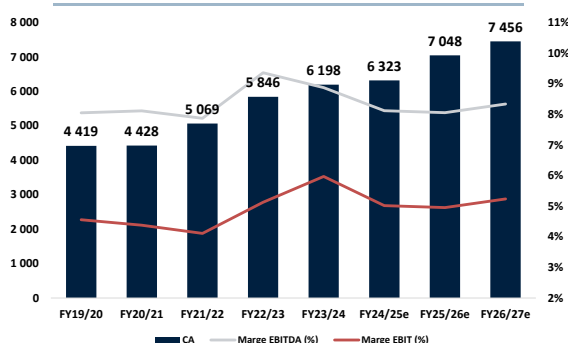
Des marchés qui recèlent encore du potentiel. Si la consommation de viande est en déclin structurel (montée du véganisme, conscience écologique), celle de volaille, elle, gagne du terrain et possède des atouts : préférée chez les jeunes générations, compétitive sur le prix, moins émettrice de GES, plus de potentiel relatif d'innovation et de « premiumisation ».

Un cas d'investissement limpide. Avec des multiples fortement attractifs et décotés (historiques et peers) qui matérialisent la possibilité d'un rerating, une croissance moyenne des BPA de 6% (2023-2026e) et du dividende, la valeur coche un certain nombre de cases et sans doute un couple rendement/risque qui penche du bon côté.

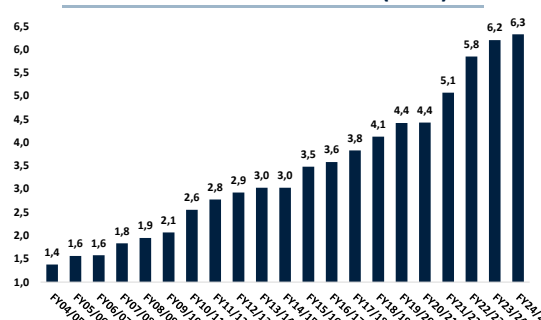
Multiples de valorisation des comparables

Société	Capitalisation	EV/sales			EV/EBITDA			EV/EBIT			P/E		
		FY1	FY2	FY3	FY1	FY2	FY3	FY1	FY2	FY3	FY1	FY2	FY3
Bonduelle SCA	264,3	0,4x	0,4x	0,4x	5,0x	4,8x	4,5x	10,0x	9,3x	8,4x	12,6x	5,9x	5,0x
Poulaillon SA	27,9	0,4x	0,4x	ns	3,6x	3,4x	ns	8,6x	8,6x	ns	9,0x	9,0x	ns
Savencia SA	965,5	0,2x	0,2x	0,2x	2,7x	2,6x	2,5x	5,4x	5,1x	4,6x	7,9x	7,2x	6,3x
Scandi Standard AB	580,8	0,6x	0,6x	0,5x	8,4x	7,5x	6,9x	15,1x	12,8x	11,1x	20,0x	15,4x	12,7x
Pilgrim's Pride Corporation	10 661,9	0,7x	0,7x	0,6x	5,7x	6,4x	6,2x	7,1x	7,9x	ns	9,6x	10,6x	ns
Inghams Group Ltd.	804,3	0,7x	0,7x	0,7x	5,3x	5,5x	5,4x	10,5x	10,2x	9,8x	13,8x	12,8x	11,9x
Moyenne	2 217,4	0,5x	0,5x	0,5x	5,1x	5,0x	5,1x	9,5x	9,0x	8,5x	12,1x	10,2x	9,0x
Médiane	692,6	0,5x	0,5x	0,5x	5,1x	5,1x	5,4x	9,3x	8,9x	9,1x	11,1x	9,8x	9,1x

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



Evolution du CA 2004 - 2024(Md€)



Compte de résultat (M€)	FY20/21	FY21/22	FY22/23	FY23/24	FY24/25e	FY25/26e	FY26/27e
Chiffre d'affaires	4 428,2	5 069,0	5 846,1	6 198,4	6 323,4	7 047,8	7 456,0
Excédent brut d'exploitation	359,4	399,0	547,4	550,2	513,4	567,8	621,9
Résultat opérationnel courant	193,9	208,5	299,9	370,3	317,4	349,4	390,8
Résultat opérationnel	188,8	213,2	299,9	376,5	314,7	349,4	390,8
Résultat financier	-0,4	0,7	2,5	17,1	21,1	12,5	12,5
Impôts	-46,8	-46,1	-70,5	-84,9	-89,7	-90,5	-100,8
Mise en équivalence	1,0	-1,5	-5,9	-1,1	1,0	1,0	1,0
Part des minoritaires	2,0	1,2	1,3	3,2	3,2	3,2	3,2
Résultat net part du groupe	140,6	165,1	224,7	304,4	244,0	269,3	300,3
Bilan (M€)	FY20/21	FY21/22	FY22/23	FY23/24	FY24/25e	FY25/26e	FY26/27e
Actifs non courants	1 332,9	1 435,1	1 459,4	1 585,5	1 937,6	2 200,6	2 342,3
dont goodwill	252,7	277,2	265,7	274,6	274,6	274,6	274,6
BFR	110,4	89,8	69,6	84,7	111,0	119,1	123,5
Disponibilités + VMP (hors actifs courants de gestion de trésorerie)	245,8	292,8	397,4	406,8	334,4	281,0	380,5
Capitaux propres	1 541,7	1 713,8	1 884,8	2 129,7	2 310,6	2 528,4	2 774,0
Emprunts et dettes financières	387,6	384,8	454,2	333,8	458,8	458,8	458,8
Total Bilan	2 972,9	3 259,0	3 718,4	3 896,4	4 363,5	4 741,8	5 073,8
Tableau de flux (M€)	FY20/21	FY21/22	FY22/23	FY23/24	FY24/25e	FY25/26e	FY26/27e
Marge brute d'autofinancement	318,1	347,1	485,7	514,0	429,1	490,9	534,6
Variation de BFR	12,4	-19,9	24,2	-23,3	-26,2	-8,1	-4,4
Flux nets de trésorerie généré par l'activité	330,5	327,2	509,9	490,7	402,8	482,8	530,2
CAPEX nets	-213,7	-262,2	-270,1	-312,4	-534,0	-481,5	-372,8
FCF	116,8	65,0	239,8	178,3	-131,2	1,3	157,4
Augmentation de capital	4,5	41,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Variation emprunts	-25,4	-11,8	71,6	-125,3	125,0	0,0	0,0
Dividendes versés	-24,3	-33,2	-36,9	-49,4	-66,2	-54,7	-57,9
Flux nets de trésorerie liés au financement	-27,0	-36,2	-126,2	-169,1	58,8	-54,7	-57,9
Variation de trésorerie	88,6	28,5	110,4	10,6	-72,4	-53,4	99,5
Ratios (%)	FY20/21	FY21/22	FY22/23	FY23/24	FY24/25e	FY25/26e	FY26/27e
Variation chiffre d'affaires	0,2%	14,5%	15,3%	6,0%	2,0%	11,5%	5,8%
Marge EBE	8,1%	7,9%	9,4%	8,9%	8,1%	8,1%	8,3%
Marge opérationnelle courante	4,4%	4,1%	5,1%	6,0%	5,0%	5,0%	5,2%
Marge opérationnelle	4,3%	4,2%	5,1%	6,1%	5,0%	5,0%	5,2%
Marge nette	3,2%	3,3%	3,8%	4,9%	3,9%	3,8%	4,0%
CAPEX (% CA)	4,8%	5,2%	4,6%	5,0%	8,4%	6,8%	5,0%
BFR (% CA)	2,5%	1,8%	1,2%	1,4%	1,8%	1,7%	1,7%
ROCE	9,0%	10,2%	14,7%	16,6%	11,6%	11,3%	11,9%
ROCE hors GW	10,9%	12,5%	17,8%	19,9%	13,4%	12,8%	13,4%
ROE	9,2%	9,7%	12,0%	14,4%	10,6%	10,7%	10,9%
Payout	21,9%	21,4%	21,2%	20,9%	22,4%	21,5%	21,6%
Dividend yield	1,8%	2,0%	2,5%	2,9%	2,2%	1,9%	2,1%
Ratios d'endettement	FY20/21	FY21/22	FY22/23	FY23/24	FY24/25e	FY25/26e	FY26/27e
Gearing (%)	-8,0%	-10,6%	-20,2%	-22,6%	-12,3%	-9,1%	-11,9%
Dettes nette/EBE	-0,3	-0,4	-0,7	-0,8	-0,6	-0,4	-0,5
EBE/charges financières	1 136,2	481,4	835,2	81,6	56,4	75,4	82,6
Valorisation	FY20/21	FY21/22	FY22/23	FY23/24	FY24/25e	FY25/26e	FY26/27e
Nombre d'actions (en millions)	34,3	35,3	35,3	35,3	35,3	35,3	35,3
Nombre d'actions moyen (en millions)	34,3	35,3	35,3	35,3	35,3	35,3	35,3
Cours (moyenne annuelle en euros)	50,1	49,7	53,7	62,3	69,5	86,1	86,1
(1) Capitalisation boursière moyenne	1 717,9	1 754,0	1 894,0	2 197,4	2 449,9	3 036,8	3 036,8
(2) Dette nette (+)/trésorerie nette (-)	-123,1	-181,0	-380,6	-480,8	-283,4	-230,0	-329,5
(3) Valeur des minoritaires	7,2	6,1	6,7	12,1	15,2	18,4	21,5
(4) Valeur des actifs financiers	31,6	37,9	29,8	29,1	29,1	29,1	29,1
Valeur d'entreprise = (1)+(2)+(3)-(-4)	1 570,4	1 541,2	1 490,3	1 699,6	2 152,6	2 796,1	2 699,7
VE/CA	0,4x	0,3x	0,3x	0,3x	0,3x	0,4x	0,4x
VE/EBE	4,4x	3,9x	2,7x	3,1x	4,2x	4,9x	4,3x
VE/ROC	8,1x	7,4x	5,0x	4,6x	6,8x	8,0x	6,9x
P/E	12,2x	10,6x	8,4x	7,2x	10,0x	11,3x	10,1x
P/B	1,1x	1,0x	1,0x	1,0x	1,1x	1,2x	1,1x
P/CF	5,2x	5,4x	3,7x	4,5x	6,1x	6,3x	5,7x
FCF yield (%)	7,4%	4,2%	16,1%	10,5%	-6,1%	0,0%	5,8%
Données par action (€) post split	FY20/21	FY21/22	FY22/23	FY23/24	FY24/25e	FY25/26e	FY26/27e
Bnpa	4,1	4,7	6,4	8,6	6,9	7,6	8,5
Book value/action	45,0	48,6	53,4	60,4	65,5	71,7	78,6
Dividende /action	0,9	1,0	1,4	1,8	1,6	1,6	1,8



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 01/06/2023

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 LDC (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

