



Capitalisation (M€)	15,3	Ticker	ALCWE.PA / ALCWE.FP	Energie
Objectif de cours	5,50 €	Nb de titres (en millions)	5,2	Flash valeur
Cours au 28/10/2024	2,94 €	Volume moyen 12m (titres)	435	29/10/2024
Potentiel	87,1%	Extrêmes 12m (€)	2,74€/4,26€	

## La structuration se poursuit

### A retenir

- Croissance semestrielle publiée en hausse de +67%
- Des résultats qui reflètent la poursuite de la structuration du groupe
- Un bilan toujours solide et bien géré

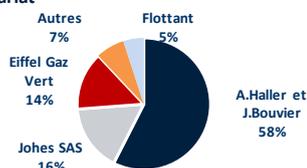
#### Données financières (en M€)

au 31/12	2023	2024e	2025e	2026e
CA	4,1	6,4	12,1	25,8
var %	-15,8%	56,0%	88,9%	114,0%
EBE	-1,5	-1,4	0,7	3,6
% CA	-37,7%	-21,5%	6,1%	13,8%
ROC	-2,0	-1,7	0,1	2,0
% CA	-48,3%	-26,5%	0,6%	7,8%
RN	-1,6	-1,1	-0,1	1,0
% CA	-39,8%	-16,6%	-0,6%	3,9%
Bnpa (€)	-0,31	-0,20	-0,01	0,19
ROCE (%)	-18,1%	-14,1%	0,4%	9,1%
ROE (%)	-18,9%	-14,0%	-1,0%	11,8%
Gearing (%)	-3,9%	24,8%	83,3%	100,4%
Dette nette	-0,3	1,8	5,9	8,3
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)	5,6	2,6	1,7	0,9
VE/EBE (x)	ns	ns	28,0	6,5
VE/ROC (x)	ns	ns	ns	11,4
P/E (x)	ns	ns	ns	15,3

#### Actionnariat



#### Performances boursières



#### Publication des résultats semestriels 2024

Après avoir publié un CA S1 2024 de 2,5 M€, en croissance de +67%, Charwood communique des résultats qui reflètent la poursuite de la structuration de l'activité. L'EBITDA du groupe ressort à -1,9 M€ pour un RNpg de -1,5 M€. Des niveaux légèrement en dessous de nos attentes. Pour la suite de l'exercice, le management annonce un carnet de commandes (livrable et facturable en 2024 et 2025) de 4,4 M€.

#### Un chiffre d'affaires toujours dominé par l'EPC (compte de tiers)

Sur le semestre, deux principaux éléments ont contribué à la croissance du groupe : 1/ l'intégration proportionnelle de LG Concept, dont Charwood a acquis 40% du capital en octobre dernier et 2/ la bonne dynamique chiffrée sur l'activité de compte de tiers.

Sur cette dernière, plusieurs avancées significatives ont eu lieu durant le semestre : la signature d'un contrat avec une scierie portant sur le renouvellement d'une installation de chauffage, l'inauguration du premier démonstrateur de gazéification en France (utilisé notamment comme centre pilote pour valoriser le savoir-faire du groupe), ou encore le renforcement des capacités de production sur le site de Saint-Nolff.

#### Le métier pour compte propre (IPP) contributeur à partir du S2

Concernant le deuxième métier du groupe, l'IPP, il devrait commencer à générer du chiffre d'affaires sur la seconde partie d'année, comme attendu (voir flashes précédents). Cinq centrales sont actuellement en cours de développement, dont un projet d'envergure avec Verallia.

A ce stade, la taille du contrat n'a pas encore été communiqué par le groupe mais nous pensons que qu'il sera matériel. La construction devrait démarrer courant S2 avec une mise en service en 2025. Nous rappelons qu'une partie du chiffre d'affaires généré est reconnu au moment de la signature définitive du contrat.



**Des investissements dans la croissance**

Au premier semestre, Charwood a poursuivi ses investissements afin de structurer de manière pérenne sa croissance, à l'image de la stratégie opérée en 2023. Ainsi, les OPEX du groupe ont fortement progressé : les charges externes ont presque doublé (1,5 M€ vs 0,8 M€ au S1 2023) ; à l'instar des charges de personnel qui ont elle aussi fortement progressé (1,5 M€ vs 1,1 M€). Charwood a continué de recruter et a vu son effectif moyen doubler (55 personnes à la clôture des comptes semestriels). En conséquence, l'EBITDA du groupe est ressorti en territoire négatif et en recul par rapport au S1 2023 (-1,9 M€ vs -1,0 M€), pour un RNpg de -1,5 M€ (vs -0,8 M€)

**Structure financière solide**

En dépit de résultats dans le rouge, le bilan du groupe continue d'être bien géré. Ce dernier affiche une dette nette de seulement 1,0 M€ (vs une position net cash de 0,3 M€ à fin 2023) pour des capitaux propres de 7,1 M€, soit un gearing (<15%) largement sous contrôle. Le management a notamment évoqué une amélioration notable du BFR sur le semestre.

**Perspectives**

A la clôture du premier semestre, Charwood annonce un carnet de commandes (qui est à la fois livrable et facturable sur 2024 ainsi que sur 2025) de 4,4 M€. La société mentionne également que d'autres discussions sont en cours et pourraient alimenter le newsflow du deuxième semestre. Cette période devrait notamment voir la signature du projet pour compte propre avec Verallia.

À la suite de cette publication, nous ajustons notre estimation de CA 2024e à 6,4 M€ (vs 8,1 M€ précédemment) et notre atterrissage d'EBITDA à -1,4 M€ (vs flat précédemment). La montée en puissance du groupe prend plus de temps qu'espéré initialement mais nous continuons de penser que la proposition de valeur de Charwood est cohérente, notamment la structuration d'une activité IPP, et qu'elle pourrait donner de belles concrétisations chiffrées à terme.

**Recommandation**

Suite à cette publication, nous réitérons notre recommandation à Achat et notre objectif de cours de 5,50€ (vs 6,50€ précédemment).



## Présentation de la société

Société créée en 2006 par son actuel PDG et actionnaire majoritaire, Charwood Energy est une PME bretonne spécialisée dans la valorisation énergétique de la biomasse sous toutes ses formes. Le groupe offre des solutions sur-mesure à ses clients (collectivités, industriels, exploitants agricoles), désireux de réduire une partie de leur empreinte carbone, et exploite un double modèle d'EPC (pour compte de tiers) et d'IPP (pour compte propre)

Avec plus de 100 projets réalisés pour compte de tiers depuis sa création, soit une puissance cumulée de 54 MW produisant environ 250 GWh/an, la société dispose d'un track record de 15 ans, aussi solide que diversifié. En 2023, Charwood a réalisé 6,5 M€ de produits d'exploitation, une hausse de +18% par rapport à 2022.

## Argumentaire d'investissement

**Un expert de la biomasse.** Fort d'un historique de plus de quinze ans, Charwood Energy a développé une expertise technologique unique autour de l'ingénierie, la construction et l'installation d'unités de valorisation énergétique de la biomasse. Le groupe maîtrise l'ensemble de la chaîne de valeur de la filière, mais aussi tous ces procédés technologiques et spécificités techniques (chaufferie biomasse, réseaux de chaleur, méthanisation, pyrogazéification), lui conférant une polyvalence sans égale sur le marché français.

**Un double modèle.** Depuis 2014, le groupe est fournisseur de solutions énergétiques clés en main pour compte de tiers. Depuis 2022, il est aussi producteur indépendant d'énergie pour compte propre. Cette double casquette (EPC & IPP) est un atout différenciant.

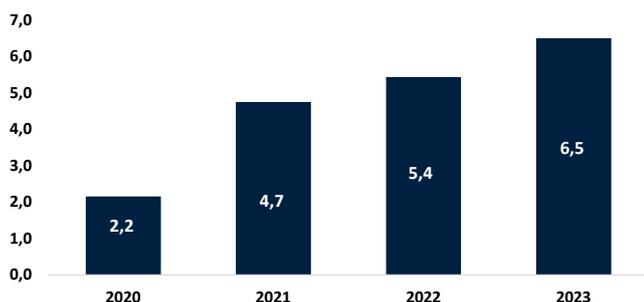
**Au cœur de la transition écologique.** Charwood Energy s'appuie sur la prise de conscience grandissante de la nécessité environnementale, et d'ainsi recourir aux énergies renouvelables. Le cadre réglementaire est favorable, la demande très dynamique et le potentiel immense. A son échelle, Charwood apporte également une réponse pertinente à l'enjeu de la souveraineté énergétique, plus que jamais mis en avant dans le contexte géopolitique actuel.

**La pyrogazéification, viable et attractive.** Avec des facteurs de charge bien supérieurs à ceux observés sur le renouvelable intermittent, des revenus presque entièrement récurrents, des taux de rentabilité interne à deux chiffres (>10%) et un niveau de risque projet en ligne avec les autres modes de production, la valorisation par la biomasse présente en plus un profil économique à la fois viable et attractif pour les financeurs des projets.

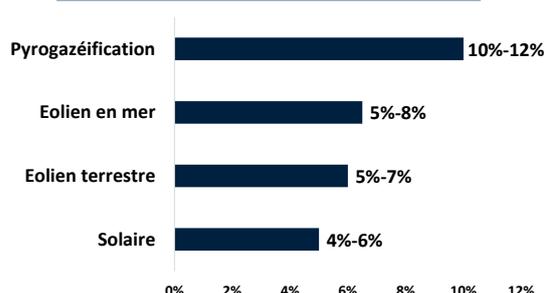
## Multiples de valorisation des comparables

Société	Capitalisation	EV/sales			EV/EBITDA			EV/EBIT			P/E		
		2024e	2025e	2026e	2024e	2025e	2026e	2024e	2025e	2026e	2024e	2025e	2026e
La Française de l'Energie SA	142,3	5,3x	4,6x	2,6x	8,8x	8,0x	4,2x	10,9x	11,0x	5,6x	13,6x	14,8x	7,0x
Lhyfe SA	183,9	34,0x	6,5x	2,0x	ns	ns	ns	ns	ns	ns	ns	ns	ns
Volitalia SA	1 155,6	5,8x	4,9x	4,3x	14,0x	10,7x	9,1x	26,9x	18,3x	14,8x	ns	ns	ns
Waga Energy SA	469,9	10,0x	6,2x	2,9x	ns	ns	15,7x	ns	ns	ns	ns	ns	ns
<b>Moyenne</b>	<b>487,9</b>	<b>13,8x</b>	<b>5,5x</b>	<b>2,9x</b>	<b>11,4x</b>	<b>9,4x</b>	<b>9,7x</b>	<b>18,9x</b>	<b>14,7x</b>	<b>10,2x</b>	<b>13,6x</b>	<b>14,8x</b>	<b>7,0x</b>
<b>Médiane</b>	<b>326,9</b>	<b>7,9x</b>	<b>5,5x</b>	<b>2,7x</b>	<b>11,4x</b>	<b>9,4x</b>	<b>9,1x</b>	<b>18,9x</b>	<b>14,7x</b>	<b>10,2x</b>	<b>13,6x</b>	<b>14,8x</b>	<b>7,0x</b>

## Evolution des produits d'exploitation (M€)



## IRR projet (%) – Estimation Euroland



Compte de résultat (M€)	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Chiffre d'affaires	2,1	4,6	4,9	4,1	6,4	12,1	25,8
Excédent brut d'exploitation	-0,1	1,0	-0,3	-1,5	-1,4	0,7	3,6
<b>Résultat opérationnel courant</b>	<b>-0,2</b>	<b>0,9</b>	<b>-0,5</b>	<b>-2,0</b>	<b>-1,7</b>	<b>0,1</b>	<b>2,0</b>
Résultat opérationnel	-0,2	0,9	-0,5	-2,0	-1,7	0,1	2,0
Résultat financier	0,0	-0,1	-0,2	-0,2	-0,1	-0,2	-0,4
Impôts	0,0	-0,3	0,2	0,6	0,5	0,0	-0,4
Mise en équivalence	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Part des minoritaires	0,0	-0,1	0,0	0,0	-0,3	0,0	0,2
<b>Résultat net part du groupe</b>	<b>-0,1</b>	<b>0,6</b>	<b>-0,5</b>	<b>-1,6</b>	<b>-1,1</b>	<b>-0,1</b>	<b>1,0</b>
Bilan (M€)	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Actifs non courants	0,9	1,1	2,3	4,1	4,8	8,1	14,0
dont goodwill	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
BFR	0,6	0,3	3,0	4,1	4,2	4,9	2,7
<b>Disponibilités + VMP</b>	<b>0,2</b>	<b>1,5</b>	<b>6,4</b>	<b>3,1</b>	<b>0,7</b>	<b>-0,4</b>	<b>0,6</b>
Capitaux propres	0,3	0,8	10,1	8,5	7,2	7,1	8,3
Emprunts et dettes financières	1,5	2,0	1,6	2,8	2,5	5,5	9,0
<b>Total Bilan</b>	<b>2,8</b>	<b>4,4</b>	<b>14,3</b>	<b>14,4</b>	<b>12,5</b>	<b>17,5</b>	<b>28,7</b>
Tableau de flux (M€)	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Marge brute d'autofinancement	0,0	0,5	-0,4	-1,5	-1,0	0,6	2,8
Variation de BFR	-0,7	0,3	-2,5	-0,7	-0,1	-0,7	2,2
<b>Flux nets de trésorerie généré par l'activité</b>	<b>-0,8</b>	<b>0,9</b>	<b>-2,9</b>	<b>-2,2</b>	<b>-1,1</b>	<b>-0,1</b>	<b>5,0</b>
CAPEX nets	0,0	-0,2	-1,2	-1,9	-1,0	-4,0	-7,5
<b>FCF</b>	<b>-0,8</b>	<b>0,7</b>	<b>-4,0</b>	<b>-4,2</b>	<b>-2,1</b>	<b>-4,1</b>	<b>-2,5</b>
Variation de trésorerie	0,0	1,3	4,9	-3,3	-2,4	-1,1	1,0
Ratios (%)	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Variation chiffre d'affaires		112,8%	6,6%	-15,8%	56,0%	88,9%	114,0%
Marge EBE	-5,8%	22,8%	-6,5%	-37,7%	-21,5%	6,1%	13,8%
<b>Marge opérationnelle courante</b>	<b>-9,6%</b>	<b>19,3%</b>	<b>-11,1%</b>	<b>-48,3%</b>	<b>-26,5%</b>	<b>0,6%</b>	<b>7,8%</b>
Marge opérationnelle	-9,6%	19,3%	-11,1%	-48,3%	-26,5%	0,6%	7,8%
Marge nette	-5,4%	12,3%	-11,1%	-39,8%	-16,6%	-0,6%	3,9%
CAPEX (% CA)	0,7%	3,6%	24,4%	47,3%	15,7%	33,2%	29,0%
BFR (% CA)	29,8%	6,7%	62,5%	100,9%	66,2%	40,6%	10,3%
ROCE	-8,7%	47,3%	-7,6%	-18,1%	-14,1%	0,4%	9,1%
<b>ROCE hors GW</b>	<b>-8,7%</b>	<b>47,3%</b>	<b>-7,6%</b>	<b>-18,1%</b>	<b>-14,1%</b>	<b>0,4%</b>	<b>9,1%</b>
ROE	-34,3%	62,6%	-5,3%	-18,9%	-14,0%	-1,0%	11,8%
Payout	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%
Ratios d'endettement	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
<b>Gearing (%)</b>	<b>363,9%</b>	<b>65,6%</b>	<b>-47,7%</b>	<b>-3,9%</b>	<b>24,8%</b>	<b>83,3%</b>	<b>100,4%</b>
Dettes nettes/EBE	-9,8	0,5	15,2	0,2	-1,3	8,0	2,3
EBE/charges financières	2,6	17,0	1,4	8,2	10,5	3,7	9,9
Valorisation	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Nombre d'actions (en millions)	ns	ns	5,2	5,2	5,2	5,2	5,2
Nombre d'actions moyen (en millions)	ns	ns	5,2	5,2	5,2	5,2	5,2
Cours (moyenne annuelle en euros)	ns	ns	7,9	4,5	2,9	2,9	2,9
(1) Capitalisation boursière moyenne	ns	ns	41,1	23,5	15,3	15,3	15,3
(2) Dette nette (+)/ trésorerie nette (-)	ns	ns	-4,8	-0,3	1,8	5,9	8,3
(3) Valeur des minoritaires	ns	ns	-0,1	-0,1	-0,4	-0,4	-0,2
(4) Valeur des actifs financiers	ns	ns	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
Valeur d'entreprise = (1)+(2)+(3)-(4)	ns	ns	35,9	22,7	16,4	20,5	23,2
<b>VE/CA</b>	<b>ns</b>	<b>ns</b>	<b>7,4</b>	<b>5,6</b>	<b>2,6</b>	<b>1,7</b>	<b>0,9</b>
VE/EBE	ns	ns	ns	ns	ns	28,0	6,5
<b>VE/ROC</b>	<b>ns</b>	<b>ns</b>	<b>ns</b>	<b>ns</b>	<b>ns</b>	<b>ns</b>	<b>11,4</b>
P/E	ns	ns	ns	ns	ns	ns	15,3
P/B	ns	ns	4,1	2,8	2,1	2,2	1,8
P/CF	ns	ns	ns	ns	ns	ns	3,0
<b>FCF yield (%)</b>	<b>ns</b>	<b>ns</b>	<b>ns</b>	<b>ns</b>	<b>ns</b>	<b>ns</b>	<b>ns</b>
Données par action (€)	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Bnpa	ns	ns	-0,1	-0,3	-0,2	0,0	0,2
<b>Book value/action</b>	<b>ns</b>	<b>ns</b>	<b>1,9</b>	<b>1,6</b>	<b>1,4</b>	<b>1,4</b>	<b>1,6</b>
Dividende /action	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 21/11/2023

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 <sup>®</sup>
Non	Non	Non	Oui	Non	Oui



## “Disclaimer / Avertissement”

La présente étude a été préparée par EuroLand Corporate indépendamment de Charwood Energy (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

