



Capitalisation (M€)	17,5	Ticker	ALCWE.PA / ALCWE.FP	Energie
Objectif de cours	5,50 €	Nb de titres (en millions)	5,2	Flash valeur
Cours au 28/10/2025	3,36 €	Volume moyen 12m (titres)	872	26/10/2025
Potentiel	63,7%	Extrêmes 12m (€)	1,80€/4,52€	

Point d'inflexion de la trajectoire de rentabilité

A retenir

- Pertes semestrielles fortement réduites sous l'effet de la croissance de la maîtrise des charges
- Cash-flow opérationnel positif et bilan toujours solide
- Carnet de commandes sécurisé en hausse de +127% à 10 M€

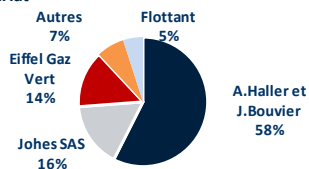
Données financières (en M€)

au 31/12	2024	2025e	2026e	2027e
CA	5,1	8,4	10,2	13,5
var %	23,6%	65,5%	21,4%	32,5%
EBE	-2,7	-1,0	0,5	1,6
% CA	-53,0%	-12,0%	4,4%	12,1%
ROC	-3,2	-1,5	-0,2	0,8
% CA	-64,2%	-17,5%	-1,6%	5,6%
RN	-3,5	-1,2	-0,3	0,4
% CA	-69,3%	-14,3%	-2,9%	2,8%
Bnpa (€)	-0,67	-0,23	-0,06	0,07
ROCE (%)	-37,1%	-18,8%	-1,9%	8,2%
ROE (%)	-68,7%	-30,8%	-8,1%	9,5%
Gearing (%)	34,4%	60,3%	86,2%	86,6%
Dette nette	1,7	2,2	2,9	3,2
Dividende n (€)	0,0	0,0	0,0	0,0
Yield (%)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Multiples de valorisation

	2024	2025e	2026e	2027e
VE/CA (x)	3,7	2,3	2,0	1,5
VE/EBE (x)	ns	ns	44,1	12,4
VE/ROC (x)	ns	ns	ns	ns
P/E (x)	ns	ns	ns	ns

Actionnariat



Performances boursières



Publication des résultats semestriels 2025

Après avoir publié un CA S1 2025 de 3,5 M€, en croissance de +46% par rapport au S1 2024, Charwood communique des résultats en amélioration et conformes à ce que nous attendions. La perte d'EBITDA du groupe est pratiquement réduite de moitié et ressort à -0,9 M€ (vs -1,9 M€ au S1 2024) pour un RNpg de -0,8 M€ (vs -1,5 M€). Avec un carnet de 10 M€, à facturer sur le S2 2025 ainsi que sur 2026, la deuxième partie d'exercice devrait être aussi dynamique que la première.

Un chiffre d'affaires toujours 100% EPC

La croissance affichée par Charwood sur l'exercice a été nourrie entièrement par l'activité d'EPC, qui consiste en la conception, construction et installation de solutions énergétiques qui valorisent la biomasse (méthanisation, pyrogazéification).

Au-delà des avancées opérationnelles structurantes récentes (inauguration du premier démonstrateur de gazéification en France, renforcement des capacités de production sur le site de Saint Nolff du groupe, lancement d'une nouvelle offre dédiée à la pyrogazéification, partenariat stratégique avec un fournisseur de systèmes de chauffage), Charwood a également bien délivré sur le plan commercial, avec le gain de quatre projets : la réalisation et conception d'une chaufferie biomasse dans l'Oise, la modernisation d'un site de méthanisation en Bretagne, la réalisation de deux chaufferies biomasse en Savoie et en Bretagne, ainsi que l'installation et la mise en service de deux chaudières bois dans le Tarn.

La rentabilité du groupe amorce enfin son virage

Comme attendu, ce semestre marque le point d'inflexion de la trajectoire de rentabilité du groupe. Avec la combinaison d'une forte croissance et d'une forte maîtrise de ses charges opérationnelles (externes et personnel), l'EBITDA de Charwood progresse fortement et ressort à -0,9 M€, contre -1,9 M€ un an auparavant. Le bas du P&L reflète la même tendance, avec un RN qui augmente de 0,7 M€ pour atterrir à -0,8 M€ à la clôture des comptes semestriels.



Bilan toujours solide

À l'issue du semestre, Charwood affiche une position de dette nette maîtrisée, à 1,6 M€ (vs 1,7 M€ fin 2024) pour des capitaux propres de 4,0 M€. Nous notons que le groupe, malgré des résultats dans le rouge, a publié un cash-flow opérationnel positif de 0,8 M€, principalement sous l'effet d'une forte réduction du BFR. Charwood a également levé 1,5 M€ via un premier financement participatif et a lancé un second prêt de 1,0 M€ il y a quelques jours. Ils seront comptabilisés au second semestre.

Perspectives

Avec un carnet de commandes pour compte de tiers au plus haut historique (10 M€), la dynamique commerciale se concrétise pour le groupe, qui va continuer d'en bénéficier sur la seconde partie d'année ainsi que sur le prochain exercice. Nous rappelons par ailleurs que l'activité pour compte propre continue aussi son développement, notamment avec le projet Verallia. Pour rappel, cet accord, d'une durée de 21 ans, porte sur la construction et l'exploitation d'une unité de syngaz (gaz renouvelable produit par la pyrogazéification de biomasse), unité qui sera détenue en propre par Charwood et dont la mise en service est pour le moment prévue au cours du premier trimestre 2027. La construction devrait démarrer avant la fin de l'année.

Suite à cette publication, nous maintenons notre estimation de CA 2025e à 8,4 M€, qui implique une croissance annuelle de +66% et donc une accélération sur le S2, ainsi que celle d'EBITDA à -1,0 M€, soit un EBITDA S2 de -0,1 M€.

Recommandation

Nous réitérons notre recommandation à Achat et conservons notre objectif de cours de 5,50€ sur le titre.



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 2024, Charwood a réalisé 5,0 M€ de chiffre d'affaires, une hausse de +23% par rapport à 2023.

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. Avec ses deux filiales, Energy&+ et W&nergy, Charwood est à la fois EPC et IPP, ce qui lui permet à la fois de disposer de sources de revenus diversifiées sur la chaîne de valeur mais aussi d'une approche très complémentaire entre ses deux métiers.

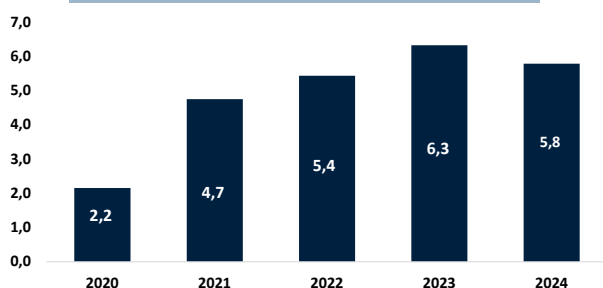
Au cœur de la transition écologique. Charwood Energy s'appuie sur la prise de conscience grandissante de la nécessité environnementale, et d'ainsi recourir aux énergies renouvelables. Le cadre réglementaire est favorable, la demande très dynamique et le potentiel immense. A son échelle, Charwood apporte 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.

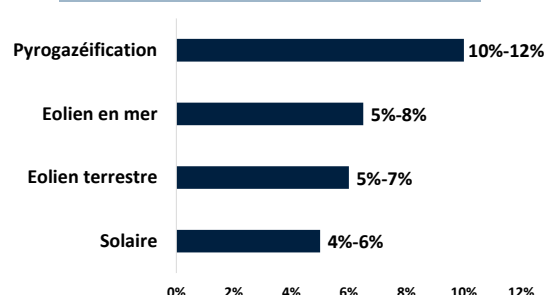
Multiples de valorisation des comparables

Société	Capitalisation	EV/sales			EV/EBITDA			EV/EBIT			P/E		
		FY1	FY2	FY3	FY1	FY2	FY3	FY1	FY2	FY3	FY1	FY2	FY3
Acciona SA	10 740,9	0,9x	0,9x	0,8x	6,7x	7,1x	6,7x	11,2x	13,9x	13,0x	13,7x	24,4x	22,0x
Altea Green Power S.p.A.	123,1	4,3x	2,0x	1,8x	7,2x	3,5x	ns	7,3x	3,5x	3,2x	10,9x	5,1x	4,7x
EDP Renovaveis SA	13 421,7	8,5x	8,1x	7,8x	11,8x	10,9x	10,4x	22,7x	19,7x	18,6x	40,0x	29,2x	25,3x
Elecnor S.A.	2 492,6	0,6x	0,6x	0,6x	10,7x	10,1x	9,8x	16,4x	14,7x	14,3x	24,6x	22,7x	22,0x
ERG S.p.A.	3 364,2	6,4x	6,0x	5,9x	9,5x	8,7x	8,6x	18,5x	16,1x	16,3x	18,2x	15,9x	16,1x
ESPE S.p.A.	27,4	0,6x	0,6x	0,5x	5,1x	3,7x	3,4x	7,5x	4,3x	4,0x	7,5x	4,2x	3,9x
La Française de l'Energie SA	186,8	6,6x	3,2x	2,6x	11,6x	6,2x	4,6x	14,7x	8,5x	5,9x	20,8x	11,8x	7,3x
Grenergy Renovables S.A	2 194,9	5,7x	4,8x	3,2x	15,6x	13,0x	8,8x	19,7x	15,2x	11,0x	21,6x	20,6x	15,7x
Fluor Corporation	6 934,7	0,4x	0,4x	0,4x	13,2x	11,4x	9,9x	18,7x	13,6x	11,3x	4,3x	21,5x	19,1x
Volitalia SA	958,6	6,2x	6,2x	6,2x	15,7x	15,7x	15,7x	57,1x	57,1x	57,1x	ns	ns	ns
Moyenne	4 044,5	4,0x	3,3x	3,0x	10,7x	9,0x	8,6x	19,4x	16,7x	15,5x	17,9x	17,3x	15,1x
Médiane	2 343,7	5,0x	2,6x	2,2x	11,2x	9,4x	8,8x	17,4x	14,3x	12,1x	18,2x	20,6x	16,1x

Evolution des produits d'exploitation (M€)



IRR projet (%) – Estimation Euroland



Compte de résultat (M€)	2020	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Chiffre d'affaires	2,1	4,6	4,9	4,1	5,1	8,4	10,2	13,5
Excédent brut d'exploitation	-0,1	1,0	-0,3	-1,5	-2,7	-1,0	0,5	1,6
Résultat opérationnel courant	-0,2	0,9	-0,5	-2,0	-3,2	-1,5	-0,2	0,8
Résultat opérationnel	-0,2	0,9	-0,5	-2,0	-3,2	-1,5	-0,2	0,8
Résultat financier	0,0	-0,1	-0,2	-0,2	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2
Impôts	0,0	-0,3	0,2	0,6	0,0	0,4	0,1	-0,1
Mise en équivalence	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Part des minoritaires	0,0	-0,1	0,0	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0
Résultat net part du groupe	-0,1	0,6	-0,5	-1,6	-3,5	-1,2	-0,3	0,4
Bilan (M€)	2020	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Actifs non courants	0,9	1,1	2,3	4,1	4,0	4,3	4,8	5,3
dont goodwill	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
BFR	0,6	0,3	3,0	4,1	2,6	1,5	1,4	1,6
Disponibilités + VMP	0,2	1,5	6,4	3,1	0,7	2,6	2,0	1,6
Capitaux propres	0,3	0,8	10,1	8,5	4,9	3,6	3,3	3,7
Emprunts et dettes financières	1,5	2,0	1,6	2,8	2,4	4,8	4,8	4,8
Total Bilan	2,8	4,4	14,3	14,4	11,0	13,9	14,8	17,0
Tableau de flux (M€)	2020	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Marge brute d'autofinancement	0,0	0,5	-0,4	-1,5	-3,0	-0,8	0,3	1,3
Variation de BFR	-0,7	0,3	-2,5	-0,7	1,6	1,1	0,1	-0,2
Flux nets de trésorerie généré par l'activité	-0,8	0,9	-2,9	-2,2	-1,4	0,3	0,4	1,1
CAPEX nets	0,0	-0,2	-1,2	-1,9	-0,4	-0,8	-1,1	-1,4
FCF	-0,8	0,7	-4,0	-4,2	-1,8	-0,5	-0,7	-0,4
Variation de trésorerie	0,0	1,3	4,9	-3,3	-2,5	1,9	-0,7	-0,4
Ratios (%)	2020	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Variation chiffre d'affaires		112,8%	6,6%	-15,8%	23,6%	65,5%	21,4%	32,5%
Marge EBE	-5,8%	22,8%	-6,5%	-37,7%	-53,0%	-12,0%	4,4%	12,1%
Marge opérationnelle courante	-9,6%	19,3%	-11,1%	-48,3%	-64,2%	-17,5%	-1,6%	5,6%
Marge opérationnelle	-9,6%	19,3%	-11,1%	-48,3%	-64,2%	-17,5%	-1,6%	5,6%
Marge nette	-5,4%	12,3%	-11,1%	-38,2%	-69,3%	-14,3%	-2,9%	2,8%
CAPEX (% CA)	0,7%	3,6%	24,4%	47,3%	8,0%	9,6%	10,5%	10,5%
BFR (% CA)	29,8%	6,7%	62,5%	100,9%	51,1%	18,2%	14,2%	12,2%
ROCE	-8,7%	47,3%	-7,6%	-18,1%	-37,1%	-18,8%	-1,9%	8,2%
ROCE hors GW	-8,7%	47,3%	-7,6%	-18,1%	-37,1%	-18,8%	-1,9%	8,2%
ROE	-34,3%	62,6%	-5,3%	-18,0%	-68,7%	-30,8%	-8,1%	9,5%
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	2020	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Gearing (%)	363,9%	65,6%	-47,7%	-3,9%	34,4%	60,3%	86,2%	86,6%
Dettes nette/EBE	-9,8	0,5	15,2	0,2	-0,6	-2,2	6,3	2,0
EBE/charges financières	2,6	17,0	1,4	8,2	36,6	5,6	1,9	6,8
Valorisation	2020	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Nombre d'actions (en millions)	ns	ns	5,2	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	5,2
Cours (moyenne annuelle en euros)	ns	ns	7,9	4,5	3,4	3,4	3,4	3,4
(1) Capitalisation boursière moyenne	ns	ns	41,1	23,6	17,6	17,5	17,5	17,5
(2) Dette nette (+)/ trésorerie nette (-)	ns	ns	-4,8	-0,3	1,7	2,2	2,9	3,2
(3) Valeur des minoritaires	ns	ns	-0,1	-0,2	-0,2	-0,3	-0,3	-0,3
(4) Valeur des actifs financiers	ns	ns	0,3	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2
Valeur d'entreprise = (1)+(2)+(3)-(4)	ns	ns	35,9	22,8	18,8	19,2	19,9	20,2
VE/CA	ns	ns	7,4	5,6	3,7	2,3	2,0	1,5
VE/EBE	ns	ns	ns	ns	ns	ns	44,1	12,4
VE/ROC	ns	ns	ns	ns	ns	ns	ns	ns
P/E	ns	ns	ns	ns	ns	ns	ns	ns
P/B	ns	ns	4,1	2,8	3,6	4,8	5,3	4,7
P/CF	ns	ns	ns	ns	ns	61,6	45,0	16,5
FCF yield (%)	ns	ns	ns	ns	ns	ns	-3,4%	-1,7%
Données par action (€)	2020	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Bnpa	ns	ns	-0,1	-0,3	-0,7	-0,2	-0,1	0,1
Book value/action	ns	ns	1,9	1,6	0,9	0,7	0,6	0,7
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 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 [®]
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

