

ESI SpA

Achat

Capitalisation (M€)	8,4	Ticker	ESIGM-IT	Energie
Objectif de cours	2,12 € (vs 2,50 €)	Nb de titres (en millions)	7,5	Flash valeur
Cours au 31/03/2026	1,11 €	Volume moyen 12m (titres)	19 444	01/04/2026
Potentiel	91%	Extrêmes 12m (€)	1,10€/1,85€	

Résultats contrastés mais toujours positifs

À retenir

- Revenus ESI SpA 2025 de 22,4 M€ pour un EBITDA de 1,4 M€
- En consolidé, 22,0 M€ pour 0,9 M€ d'EBITDA
- Carnet de commandes de 24 M€

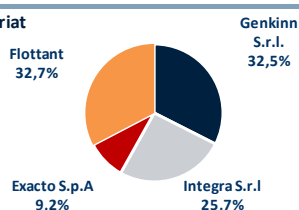
Données financières (en M€)

au 31/12	2025	2026e	2027e	2028e
CA	22,4	23,3	25,9	29,3
var %	-10,8%	3,8%	11,3%	13,1%
EBE	1,2	2,1	2,6	3,2
% CA	5,4%	8,9%	9,9%	11,0%
ROC	0,5	1,3	1,6	2,1
% CA	2,4%	5,4%	6,1%	7,2%
RN	0,2	0,8	1,0	1,4
% CA	0,9%	3,4%	4,0%	4,9%
Bnpa (€)	0,03	0,11	0,14	0,19
ROCE (%)	7,1%	14,1%	14,7%	16,1%
ROE (%)	4,5%	15,9%	17,1%	18,9%
Gearing (%)	11,9%	14,6%	17,7%	17,8%
Dettes nettes	0,5	0,7	1,1	1,3
Dividende n (€)	0,0	0,0	0,0	0,0
Yield (%)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

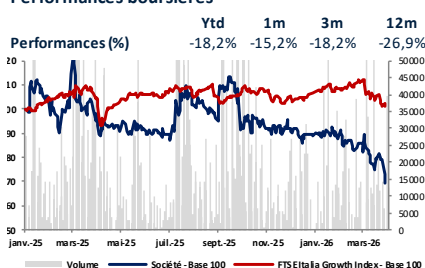
Multiples de valorisation

	2025	2026e	2027e	2028e
VE/CA (x)	0,5	0,4	0,4	0,4
VE/EBE (x)	9,2	4,8	3,9	3,2
VE/ROC (x)	20,9	7,8	6,4	4,9
P/E (x)	51,7	10,4	8,0	5,9

Actionariat



Performances boursières



Publication des résultats annuels 2025

ESI annonce des résultats contrastés mais toujours positifs au titre de son exercice 2025. Les revenus sociaux de la société ressortent à 22,4 M€ pour un EBITDA de 1,4 M€ et un RN de 0,2 M€. Pour la première fois, le groupe présente également des états financiers consolidés, qui intègrent les activités pour compte propre (IPP). Sur cette base, les revenus d'ESI Group ressortent à 22,0 M€, pour un EBITDA de 0,9 M€ et un RN légèrement négatif (-0,1 M€). ESI dispose toujours d'un carnet de commandes solide de 24 M€ et d'une bonne traction commerciale malgré l'environnement géopolitique.

Des résultats sociaux en recul, mais toujours dans le vert

Du fait de l'absence de comparabilité sur le périmètre consolidé, nous commenterons principalement les résultats sociaux à ce stade. Sur l'exercice, ESI affiche des revenus totaux de 22,4 M€, soit une baisse de -10,8% par rapport à 2024. Ils se décomposent entre 20,8 M€ de chiffre d'affaires réalisé via les ventes et les services (dont 4 contrats EPC pour une valeur totale de 18,7 M€ et 3 contrats de revamping pour 2,1 M€) et le reste en production immobilisée. La mise en place du décret FER X courant 2025 a entraîné une phase d'attente et de prudence de la part des donneurs d'ordres et donc des décalages dans les décisions d'investissement.

En matière de rentabilité, l'EBITDA du groupe ressort à 1,4 M€, contre 3,0 M€ en 2024. Le principal impact est essentiellement dû au mix (beaucoup de projets EPC à plus faible marge que le revamping ou l'intégration de systèmes) et au phasage des déploiements (dans la phase finale de construction, les projets affichent souvent une rentabilité inférieure par rapport au commencement des travaux).

Bilan toujours solide

Avec des capitaux propres de 4,3 M€, pour une dette nette de 0,5 M€, la situation financière d'ESI est toujours sous contrôle. Des résultats positifs, une bonne gestion du BFR et des investissements sous contrôle (0,8 M€ ont été dépensés pour les prises de participation dans l'IPP) ont permis à la société de limiter son cash burn. À la clôture des comptes 2025, la trésorerie



brute d'ESI ressort ainsi à 2,4 M€. Sur le périmètre consolidé, la dette nette s'établit toutefois à 2,2 M€ du fait de l'obtention de prêts destinés à financer la construction de l'unité de La Cava, qui est détenue en propre.

Une très belle dynamique commerciale, et un carnet de commandes solide

ESI S.p.A. a affiché une dynamique commerciale soutenue tout au long de 2025 ainsi que post clôture. Côté développement en propre, le groupe a mené à bien son premier projet IPP, la centrale solaire La Cava de 3 MWp à Monterosi, financée, construite et mise en service en décembre 2025. Le premier jalon d'un pipeline de 20 MWp à trois ans, complété par l'acquisition d'ED Solar 2 (1,65 MWp à Nettuno) financée début 2026.

L'activité EPC a parallèlement fortement accéléré, avec une succession de contrats significatifs : 4,5 MWp d'un projet clé en main à Petilia Policastro, 6,5 MWp de revamping en Ombrie, 4 MWp puis 8 MWp de revamping dans les Pouilles, et surtout 15 MWp pour des centrales agrivoltaïques en Ombrie signés en mars 2026 pour environ 5,5 M€.

L'accord-cadre stratégique avec Innovatec et Altea Green Power, portant sur le co-développement de projets solaires sur l'ensemble du territoire national, offre une visibilité supplémentaire à moyen terme. Au total, en tenant compte de la production réalisée au 31 décembre 2025 et des contrats signés à date, ESI affiche un carnet de commandes d'environ 23,8 M€.

Perspectives et estimations

Avec un carnet de commandes de qualité, un cadre réglementaire toujours favorable (selon les données d'Italia Solare/Gaudi-Terna, l'Italie compte désormais plus de 2m d'installations photovoltaïques raccordées pour une capacité totale de 43,5 GW, un niveau proche de la cible intermédiaire du PNIEC (44,2 GW), qui pose les bases de l'objectif de 79,2 GW à horizon 2030) et un contexte géopolitique qui renforce la compétitivité des énergies renouvelables face aux combustibles fossiles, ESI est bien armé pour poursuivre sa stratégie de développement combinant activité EPC tiers et constitution d'un portefeuille de centrales en propre.

Pour 2026e, nous avons retravaillé nos estimations et tablons désormais sur des revenus sociaux de 25,9 M€ pour un EBITDA de 2,1 M€, soit une marge de 8,9% et un RN de 0,8 M€. Avec la consolidation des activités d'IPP, le niveau d'endettement du groupe restera à surveiller sur les prochains exercices. Pour rappel, ESI détient à ce stade 100% de La Cava (3 MW), 100% de Solar 2 (1,65 MWp) et 51% de Solar 1 (4 MW). La vente d'électricité sur l'unité de La Cava devrait débiter le mois prochain.

Recommandation

À la suite de cette publication, nous réitérons notre recommandation à Achat et ajustons notre objectif de cours à 2,12 € (vs 2,50 € précédemment) du fait d'un scénario plus prudent et de la baisse des niveaux de valorisation des comparables.



Présentation de la société

Société italienne active sur le marché des énergies renouvelables, ESI SpA est un contractant EPC ainsi qu'un intégrateur de systèmes capable de couvrir toute la chaîne de valeur et de développer des solutions clés en main pour des projets d'énergie complexes.

Avec un track record de grande qualité, un carnet de commandes solide, un savoir-faire technique riche, ainsi que le lancement de production pour compte propre (IPP), le groupe est armé pour affronter un marché en plein essor et répondre, à son niveau, à l'urgence de s'affranchir des énergies fossiles.

En 2025, ESI SpA a réalisé un chiffre d'affaires de 22,4 M€ pour un EBE de 1,4 M€.

Argumentaire d'investissement

Un expert des contrats EPC et de l'intégration de systèmes. Fort d'un historique de plusieurs années et d'un track record impeccable, ESI SpA a développé une expertise technologique unique autour de l'ingénierie, la construction et l'installation d'unités de production d'électricité d'origine renouvelable. Le groupe maîtrise l'ensemble de la chaîne de valeur et est capable de délivrer des projets clé en main à ses clients.

Un marché en pleine effervescence. Dopés par l'objectif d'un monde « net-zero » et par l'impérieuse nécessité de construire une production d'énergie décarbonée, les marchés sur lesquels évolue ESI sont amenés à fortement croître dans les prochaines années. Le cadre réglementaire, qu'il soit européen ou italien, est très favorable, la demande est dynamique et le potentiel est immense. À son échelle, ESI apporte aussi une réponse pertinente à l'enjeu de la souveraineté énergétique.

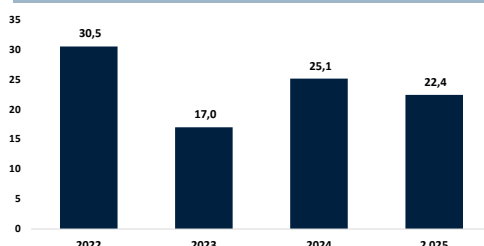
Un triple modèle gagnant. ESI est historiquement un contractant EPC et un intégrateur de systèmes. Plus récemment, le groupe a également lancé une activité de production indépendante d'énergie pour compte propre. Avec un pipeline de 20 MWp et déjà deux projets signés, le groupe avance vite vers la sécurisation de revenus futurs récurrents, hautement rentables et vers la détention d'actifs avec une réelle valeur de marché.

Des avantages concurrentiels identifiés. Avec un actionnaire structurant (Innovatec Group), des partenariats de premier plan, une base de clients solide mais aussi une équipe déjà suffisamment structurée, ESI dispose de solides atouts dans sa manche pour capter une part grandissante d'un marché qui progresse vite. Au cours des derniers mois, le groupe a aussi cumulé les bonnes nouvelles avec un newsflow important, a très largement accéléré commercialement et jouit à présent d'un carnet de commandes de 24,0 M€.

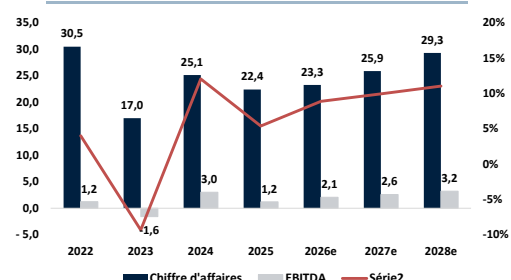
Multiples de valorisation des comparables

Société	Capitalisation	EV/sales			EV/EBITDA			EV/EBIT			P/E		
		FY1	FY2	FY3	FY1	FY2	FY3	FY1	FY2	FY3	FY1	FY2	FY3
Acciona SA	9 896,1	0,9x	0,9x	0,8x	6,2x	6,7x	6,5x	10,5x	12,5x	12,2x	12,1x	20,5x	20,8x
Altea Green Power S.p.A.	145,0	5,2x	2,5x	2,2x	8,9x	4,2x	ns	9,0x	4,2x	4,0x	13,6x	6,2x	5,7x
Elecnor S.A.	2 375,1	0,5x	0,5x	0,5x	9,6x	9,1x	8,9x	13,4x	11,7x	11,5x	21,4x	18,6x	18,0x
ERG S.p.A.	3 313,1	6,4x	6,1x	6,0x	9,4x	8,7x	8,5x	18,3x	16,1x	15,9x	18,7x	16,1x	16,1x
ESPE S.p.A.	27,2	0,6x	0,6x	0,5x	5,1x	3,7x	3,4x	7,4x	4,3x	4,0x	7,5x	4,1x	3,8x
La Française de l'Energie SA	193,7	7,8x	4,2x	2,8x	18,3x	9,3x	6,1x	31,0x	13,4x	8,5x	61,2x	17,7x	10,7x
Grenergy Renewables S.A	2 643,6	5,5x	5,0x	3,6x	18,2x	14,9x	10,6x	21,9x	18,4x	13,8x	26,5x	24,6x	20,4x
Fluor Corporation	6 407,9	0,4x	0,4x	0,4x	12,2x	12,0x	10,6x	16,5x	14,0x	12,0x	4,7x	21,6x	18,5x
Volitalia SA	940,2	5,8x	5,3x	4,8x	16,0x	12,9x	10,8x	100,6x	26,9x	20,9x	ns	111,5x	41,2x
Moyenne	2 882,4	3,7x	2,8x	2,4x	11,5x	9,1x	8,2x	25,4x	13,5x	11,4x	20,7x	26,7x	17,2x
Médiane	2 375,1	5,2x	2,5x	2,2x	9,6x	9,1x	8,7x	16,5x	13,4x	12,0x	16,1x	18,6x	18,0x

Evolution du chiffre d'affaires (en M€)



Prévisions Euroland CA et marge EBE



Compte de résultat (M€)	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e
Revenus	30,5	17,0	25,1	22,4	23,3	25,9	29,3
Excédent brut d'exploitation	1,2	-1,6	3,0	1,2	2,1	2,6	3,2
Résultat opérationnel courant	0,7	-2,0	2,1	0,5	1,3	1,6	2,1
Résultat opérationnel	0,7	-2,0	2,1	0,5	1,3	1,6	2,1
Résultat financier	-0,7	-0,2	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
Impôts	-0,2	0,5	-0,7	-0,2	-0,3	-0,4	-0,6
Mise en équivalence	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Part des minoritaires	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Résultat net part du groupe	-0,2	-1,7	1,2	0,2	0,8	1,0	1,4
Bilan (M€)	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e
Actifs non courants	2,3	2,2	3,0	3,3	5,0	7,0	9,2
dont goodwill	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
BFR	3,6	1,8	1,3	2,1	1,3	0,7	0,2
Disponibilités + VMP	1,9	0,6	2,7	2,4	2,2	1,9	1,6
Capitaux propres	3,4	2,9	4,1	4,3	5,1	6,1	7,5
Emprunts et dettes financières	4,2	1,6	2,6	3,0	3,0	3,0	3,0
Total bilan	43,6	23,0	34,1	36,1	36,9	41,1	46,7
Tableau de flux (M€)	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e
Marge brute d'autofinancement	0,9	-1,9	2,8	0,9	1,6	2,0	2,5
Variation de BFR	-2,8	2,5	-0,6	-0,8	0,8	0,6	0,5
Flux nets de trésorerie généré par l'activité	-1,9	0,6	2,2	0,2	2,4	2,7	3,0
CAPEX nets	-0,4	-0,3	-1,2	-0,1	-2,5	-3,0	-3,3
FCF	-2,3	0,4	1,0	0,1	-0,1	-0,3	-0,3
Augmentation de capital	0,0	1,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Variation emprunts	2,8	-2,7	1,0	0,4	0,0	0,0	0,0
Dividendes versés	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Flux nets de trésorerie liés au financement	2,6	-1,5	1,0	0,4	0,0	0,0	0,0
Variation de trésorerie	0,1	-1,2	2,0	-0,3	-0,1	-0,3	-0,3
Ratios (%)	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e
Variation revenus	458,7%	-44,2%	47,7%	-10,8%	3,8%	11,3%	13,1%
Marge EBE	4,0%	-9,3%	12,0%	5,4%	8,9%	9,9%	11,0%
Marge opérationnelle courante	2,4%	-11,5%	8,3%	2,4%	5,4%	6,1%	7,2%
Marge opérationnelle	2,4%	-11,5%	8,3%	2,4%	5,4%	6,1%	7,2%
Marge nette	-0,7%	-10,2%	4,7%	0,9%	3,4%	4,0%	4,9%
CAPEX (% CA)	1,3%	1,5%	5,0%	0,3%	10,7%	11,6%	11,3%
BFR (% CA)	11,9%	10,5%	5,1%	9,2%	5,6%	2,6%	0,6%
ROCE	8,7%	-35,5%	34,8%	7,1%	14,1%	14,7%	16,1%
ROCE hors GW	8,7%	-35,5%	34,8%	7,1%	14,1%	14,7%	16,1%
ROE	-6,6%	-59,8%	28,9%	4,5%	15,9%	17,1%	18,9%
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	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e
Gearing (%)	69,7%	32,3%	-2,4%	11,9%	14,6%	17,7%	17,8%
Dettes nette/EBE	2,0	-0,6	0,0	0,4	0,4	0,4	0,4
EBE/charges financières	1,7	7,1	16,7	8,8	15,0	18,7	23,5
Valorisation	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e
Nombre d'actions (en millions)	7,0	7,5	7,5	7,5	7,5	7,5	7,5
Nombre d'actions moyen (en millions)	7,0	7,5	7,5	7,5	7,5	7,5	7,5
Cours (moyenne annuelle en euros)	2,0	2,0	1,7	1,3	1,1	1,1	1,1
(1) Capitalisation boursière moyenne	14,0	15,1	12,4	9,9	8,4	8,4	8,4
(2) Dette nette (+)/ trésorerie nette (-)	2,4	0,9	-0,1	0,5	0,7	1,1	1,3
(3) Valeur des minoritaires	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
(4) Valeur des actifs financiers	0,0	0,0	0,0	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7
Valeur d'entreprise = (1)+(2)+(3)-(4)	16,4	16,1	12,3	11,2	9,8	10,2	10,4
VE/CA	0,5x	0,9x	0,5x	0,5x	0,4x	0,4x	0,4x
VE/EBE	13,4x	ns	4,1x	9,2x	4,8x	3,9x	3,2x
VE/ROC	22,9x	ns	5,9x	20,9x	7,8x	6,4x	4,9x
P/E	ns	ns	10,6x	51,7x	10,4x	8,0x	5,9x
P/B	4,1x	5,2x	3,1x	2,3x	1,7x	1,4x	1,1x
P/CF	ns	23,8x	5,6x	64,5x	3,5x	3,1x	2,7x
FCF yield (%)	ns	2,3%	7,8%	0,8%	ns	ns	ns
Données par action (€)	2022	2023	2024	2025	2026	2027e	2028e
Bnpa	0,0	-0,2	0,2	0,0	0,1	0,1	0,2
Book value/action	0,5	0,4	0,5	0,6	0,7	0,8	1,0
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 13/11/2025

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 ESI SpA (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

