

ESI SpA

Sous revue

Capitalisation (M€)	9,0	Ticker	ESIGM-IT	Energie
Objectif de cours	N/A	Nb de titres (en millions)	7,5	Flash valeur
Cours au 10/06/2026	1,19 €	Volume moyen 12m (titres)	19 444	11/06/2026
Potentiel	N/A	Extrêmes 12m (€)	1,10€/1,85€	

Projet de fusion avec l'actionnaire majoritaire, Innovatec

À retenir

- Projet de fusion-absorption d'ESI dans Innovatec, parité de 36 INC pour 5 ESI
- Augmentation de capital Innovatec de 8,0 M€ préalable, garantie par Sostenya Group
- Valorisation implicite d'ESI de 9,7 M€, soit 1,28 € par action

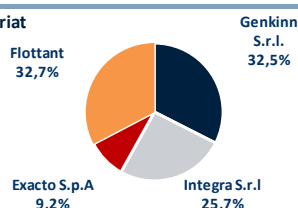
Données financières (en M€)

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 nette	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%

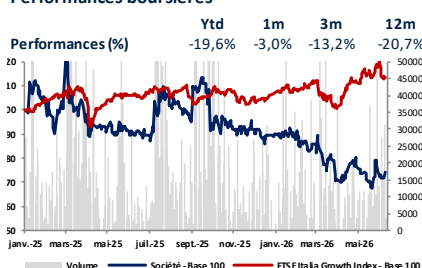
Multiples de valorisation

	2025	2026e	2027e	2028e
VE/CA (x)	0,5	0,4	0,4	0,4
VE/EBE (x)	9,2	5,0	4,2	3,4
VE/ROC (x)	20,9	8,3	6,8	5,2
P/E (x)	51,7	11,2	8,6	6,3

Actionariat



Performances boursières



ESI va être absorbée par Innovatec, son actionnaire de contrôle

ESI et Innovatec, son actionnaire de contrôle à 32,4%, ont annoncé le 26 mai dernier la signature d'un accord engageant portant sur la fusion par absorption d'ESI dans Innovatec. L'objectif : créer un acteur intégré de la transition énergétique couvrant toute la chaîne de valeur photovoltaïque, du développement de projets à l'EPC, au revamping et au System Integration, jusqu'à la production en propre (IPP) et la vente d'énergie. Le rationnel industriel est évident : rationalisation de la structure juridique, suppression des doubles coûts de cotation et de structure, intégration des équipes d'ingénierie et de construction. À l'issue de l'opération, les actions ESI seront radiées d'EGM et les actionnaires actuels d'ESI détiendront environ 21,1% du nouvel ensemble.

Première étape : une AK Innovatec de 8,0 M€, verrouillée par Sostenya

La fusion est conditionnée à la réalisation intégrale d'une augmentation de capital Innovatec avec DPS d'un maximum de 8,0 M€ (40,8 M d'actions nouvelles à 0,196 €, à raison de 11 nouvelles pour 26 anciennes), dont la souscription court jusqu'au 18 juin. Le montage fait ressortir une prime de 2,9% sur le TERP et d'environ 10% sur le dernier cours. L'issue de l'opération est en réalité sécurisée d'avance : Sostenya Group, actionnaire de référence d'Innovatec, s'est engagé irrévocablement à souscrire l'intégralité du solde non souscrit, par compensation avec sa créance de 9,8 M€ sur Innovatec.

Une parité de 7,2 qui valorise ESI environ 1,28 € par action

La parité de la fusion a été fixée à 36 actions Innovatec pour 5 actions ESI, soit 7,2 titres Innovatec par action ESI, sans soulte. Innovatec détenant déjà 32,45% d'ESI, ces titres seront annulés sans échange : seuls les 67,55% détenus par les minoritaires donneront lieu à émission d'actions nouvelles, soit environ 36,6 M de titres. Sur la base du cours Innovatec du 25 mai (0,178 €), la valorisation implicite de 100% des capitaux propres d'ESI ressort à environ 9,7 M€, soit environ 1,28 € par action ESI, un niveau sensiblement inférieur à notre dernier objectif de cours de 2,12 €. La parité devra être certifiée par l'expert indépendant désigné par le tribunal compétent, condition suspensive de l'opération.



Une logique financière et opérationnelle forte

Au-delà de la mécanique de l'opération, le rationale de ce rapprochement semble évident. Sur le plan opérationnel, les deux sociétés sont parfaitement complémentaires : Innovatec apporte un pipeline de projets photovoltaïques et BESS en développement constant, ESI son savoir-faire d'EPCiste et d'intégrateur de systèmes, leader italien du revamping, désormais doublé d'une activité IPP naissante. Réunies, elles couvrent l'intégralité de la chaîne de valeur, du ready-to-build à la production en propre.

Sur le plan financier, les gains sont tout aussi tangibles : élimination des doubles coûts de structure et de cotation (le management nous a indiqué une économie globale d'un million d'euros), mutualisation des fonctions ingénierie et construction (synergies non quantifiées à ce stade) et surtout un profil de crédit transformé, avec des cash-flows diversifiés, et une base de fonds propres élargie post augmentation de capital qui ouvrira au nouvel ensemble un accès facilité au financement bancaire et au project finance, nerf de la guerre du modèle IPP.

À ce stade, et étant donné qu'Innovatec est un donneur d'ordres d'ESI, ce qui implique la présence potentielle de nombreux flux intragroupe, nous ne sommes pas capables de quantifier de manière précise la taille du nouvel ensemble. Pour repère, Innovatec a réalisé des produits d'exploitation de 26,7 M€ en 2025 pour un EBITDA de -2,4 M€ et un RN de -4,7 M€.

Calendrier et informations additionnelles

Aux termes du pacte signé entre Integra et Sostenya, Riccardo Di Pietrogiacomo, actuel CEO d'ESI, prendra la direction générale d'Innovatec dans les 15 jours suivant l'acte de fusion. Le capital du nouvel ensemble serait détenu, pro forma, à 47,2% par Sostenya Group, 8,3% par Integra et 44,6% par le marché, soit un flottant substantiel, qui devrait améliorer la liquidité du titre.

Le calendrier indicatif est le suivant : clôture de l'augmentation de capital le 18 juin prochain, approbation du projet de fusion par les conseils d'ici le 30 juin, assemblées extraordinaires au plus tard le 31 août, acte de fusion attendu d'ici fin 2026. Le plan de développement du nouvel ensemble devrait être communiqué au marché fin septembre.

Recommandation

À la suite de cette publication, et dans l'attente de l'issue de l'opération, nous plaçons notre recommandation Sous revue, contre Achat précédemment.



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.

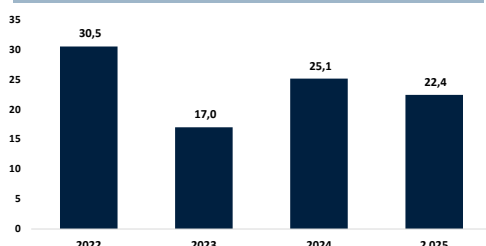
Un triple modèle gagnant. ESI est historiquement un contractant EPC et un intégrateur de systèmes. Plus récemment, le groupe a également lancé une activité de production indépendante d'énergie pour compte propre. Avec un pipeline de 20 MWp et déjà deux projets signés, le groupe avance vite vers la sécurisation 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€.

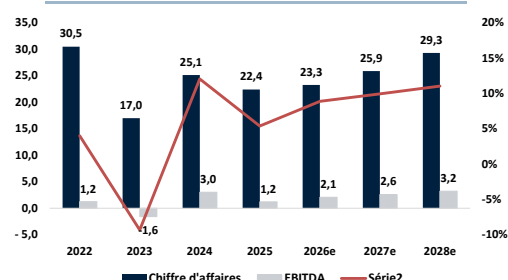
Multiples de valorisation des comparables

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 Francaise 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
Vollatia 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
Capita ux 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	1,2	1,2	1,2
(1) Capitalisation boursière moyenne	14,0	15,1	12,4	9,9	9,0	9,0	9,0
(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	10,4	10,8	11,0
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	5,0x	4,2x	3,4x
VE/ROC	22,9x	ns	5,9x	20,9x	8,3x	6,8x	5,2x
P/E	ns	ns	10,6x	51,7x	11,2x	8,6x	6,3x
P/B	4,1x	5,2x	3,1x	2,3x	1,8x	1,5x	1,2x
P/CF	ns	23,8x	5,6x	64,5x	3,8x	3,4x	2,9x
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 +5% 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 -5% 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 : Du 13/11/2025 au 10/06/2026

Accumuler : (-)

Neutre : (-)

Alléger : (-)

Vente : (-)

Sous revue : Depuis le 11/06/2026

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

