



Achat

Capitalisation (M€)	192,1	Ticker	Euronext Paris	
Objectif de cours	35€ (vs 50€)	Nb de titres (en millions)	6,8	Industriel
Cours au 25/05/2026	28,3 €	Volume moyen 12m (titres)	948	Flash valeur
Potentiel	23,7%	Extrêmes 12m (€)	27,80€/45,80€	26/05/2026

## Une rentabilité érodée en bas de cycle

### A retenir

- EBITDA -7,2 M€, ROC -22,2 M€ au S1 2025/26
- Toujours très peu de visibilité
- OC abaissé à 35€ (vs 50€ précédemment)

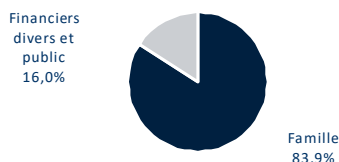
#### Données financières (en M€)

au 30/09	2025	2026e	2027e	2028e
CA	983,1	903,9	938,1	962,0
var %	-10,6%	-8,1%	3,8%	2,5%
EBE	74,2	36,8	45,7	50,9
% CA	7,5%	4,1%	4,9%	5,3%
ROC	37,4	3,7	12,0	15,7
% CA	1,7%	0,0%	0,6%	0,9%
RN	16,4	0,0	5,5	8,9
% CA	1,7%	0,0%	0,6%	0,9%
Bnpa (€)	2,41	0,00	0,81	1,31
ROCE (%)	4,9%	0,5%	1,7%	2,2%
ROE (%)	3,5%	0,0%	1,2%	1,9%
Gearing (%)	21,1%	12,7%	12,3%	10,4%
Dette nette ex IFRS 16	72,1	32,9	31,5	23,4
Dividende n (€)	0,6	0,0	0,2	0,3
Yield (%)	1,5%	0,0%	0,7%	1,1%

#### Multiples de valorisation

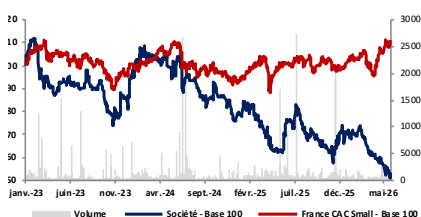
	2025	2026e	2027e	2028e
VE/CA (x)	0,4	0,2	0,2	0,2
VE/EBE (x)	4,7	6,0	4,8	4,1
VE/ROC (x)	9,3	60,5	18,3	13,4
P/E (x)	17,2	ns	35,3	21,9

#### Actionariat



#### Performances boursières

Performances (%)	Ytd	1m	3m	12m
Perf. Absolue	-26,3%	-8,7%	-23,0%	-14,6%



#### Publication des résultats S1 2025/26

EXEL Industries a publié vendredi ses résultats semestriels 2025/26, qui confirment une dégradation marquée de la rentabilité. Pour rappel, le groupe avait déjà communiqué un CA de 380,9 M€, (-14,1% en publié, -12,2% à tcpc). L'EBITDA récurrent ressort à -7,2 M€ (vs 20,3 M€ au S1 2024/25), et le ROC à -22,2 M€ (vs 6,5 M€ y/y). Le résultat net enregistre une perte de -18,6 M€ (vs 1,5 M€ y/y).

#### Analyse par division

**La Pulvérisation agricole (-20,8% publié sur 6 mois, -18,6% tcpc).** La plus importante division du groupe (42,6% du CA) est le principal foyer de perte sur le semestre, comme attendu. Le management ne table pas sur une reprise de cycle avant le S2 2026-2027, citant des carnets de commandes toujours en retrait, des taux d'intérêt élevés et une compression des revenus agricoles. L'Australie montre des premiers signes de stabilisation, mais sans accélération. L'activité reste partiellement soutenue par les machines d'occasion et l'après-vente, sans compenser la chute du neuf. C'est dans cette division que se concentrent les plans d'ajustement des coûts évoqués.

**Arrachage de betteraves (-8,1% publié, -7,9% tcpc).** La division reste pénalisée par la baisse des surfaces betteravières en Europe et la crise agricole, qui limitent les renouvellements. La priorité affichée est la réduction du BFR plutôt que la défense des volumes. Une amélioration est évoquée sur le prochain exercice mais sans engagement.

**Loisirs (-2,5% publié, -2,9% tcpc).** Le Jardin tient bien et bénéficie d'un plan d'innovations produits jugé bien accueilli dans l'arrosage et les outils à main. Les hausses de matières premières sont en cours de répercussion sur les prix.

**Industrie (-11,8% publié, -8,9% tcpc).** La Pulvérisation industrielle souffre du ralentissement de l'automobile, particulièrement sur les Projets, mais les gammes standards et les pièces résistent (Amérique du Nord, Asie). En Europe, le carnet de commandes montre des signes de stabilisation après un point bas. Les Tuyaux techniques affichent de bonnes perspectives de croissance, portées par des partenariats clients renforcés.



**Une rentabilité fortement impactée par la baisse des volumes**

Au-delà des résultats, c'est surtout l'ampleur de l'effet de levier opérationnel négatif qui retient l'attention. Le niveau atteint reste toutefois cohérent avec la structure de coûts fixes industriels du groupe, mais rappelle la sensibilité élevée du P&L aux volumes en bas de cycle. Le management indique étudier "des plans forts d'ajustement des coûts" dans les sociétés en difficulté, sans encore en chiffrer la portée ni le calendrier. L'EBITDA s'établit à -7,2 M€, reflet principal de la baisse de l'activité pulvérisation agricole.

Néanmoins, le résultat financier net s'améliore nettement à -0,5 M€ (vs -4,7 M€), grâce à un effet de change favorable et à la baisse des charges d'intérêts liée à une utilisation optimisée des lignes de financement. De plus, EXEL Industries bénéficie d'un produit d'impôt différé de 3,5 M€ (effet net de 3,8 M€ avec les sociétés mises en équivalence) qui atténue partiellement la perte nette (-18,6 M€ sur le semestre).

**Un endettement financier qui se réduit malgré la rentabilité négative**

Côté bilan, l'endettement financier net s'établit à 167,8 M€ au 31 mars 2026, en amélioration de -6,7 M€ par rapport au 31 mars 2025 (174,5 M€), malgré une variation de BFR conforme à la saisonnalité (-45 M€ sur le semestre, contre -33 M€ il y a un an) et 16,1 M€ de Capex maintenus. Le Groupe a finalisé le renouvellement de ses lignes de crédit sur la période et conserve une trésorerie brute de 41,3 M€.

**Perspectives & estimations**

Le message du management reste défensif, le DG a confirmé l'absence de visibilité sur les marchés agricoles et le maintien des plans d'ajustement de coûts en cours d'étude. Les projets d'investissement et d'innovation sont en revanche préservés.

Concernant nos estimations, compte tenu de la persistance du cycle bas en Pulvérisation agricole, de l'absence de catalyseur tangible sur les autres divisions hors Loisirs, et du calendrier d'une reprise désormais clairement repoussée au S2 2026-2027, nous révisons fortement à la baisse nos estimations sur l'exercice.

Nous attendons désormais un chiffre d'affaires 2025/26 à 903,9 M€ (vs 944,9 M€ précédemment), soit une contraction de -8,0% sur l'exercice et un S2 implicite à 523,0 M€ (-3,1% vs S2 2024-25). La marge d'EBITDA récurrent devrait se redresser au S2 grâce à la saisonnalité (le S2 concentre historiquement l'essentiel de la rentabilité annuelle du Groupe), pour ressortir à 36,8 M€ d'EBE sur l'année (marge 4,1%) contre 73,2 M€ précédemment, tandis que le ROC est attendu à 3,7 M€ (marge 0,4%) (vs 43,2 M€ précédemment) et le résultat net à l'équilibre.

Côté cash, le retour à une génération de FCF de 39,2 M€, porté par la variation de BFR et la maîtrise des Capex, devrait permettre une nette réduction de l'endettement financier net à 59,3 M€ au 30 septembre 2026, soit un désendettement de près de 40 M€ sur l'exercice.

Pour 2026/27, nous tablons sur une stabilisation puis un début de rebond progressif, avec un chiffre d'affaires de 938,1 M€ (+3,8%) reflétant la matérialisation d'une reprise de cycle uniquement sur la seconde partie de l'exercice. La levée progressive du déleveraging opérationnel et l'effet attendu des plans d'ajustement de coûts devraient permettre une amélioration sensible de la rentabilité, avec un EBE projeté à 45,7 M€ (marge 4,9%), un ROC à 12,0 M€ (marge 1,3%) et un résultat net positif à 5,5 M€.



## Recommandation

À la suite de cette publication, de la mise à jour des comparables et de la révision importante à la baisse de nos estimations, nous abaissons notre objectif de cours à 35€ (vs 50€ précédemment) et réitérons notre recommandation à Achat.



## Présentation de la société

Spécialiste mondial des solutions de pulvérisation agricole et industrielle, EXEL Industries dispose d'un savoir-faire reconnu dans les domaines de l'agriculture, de l'industrie et du jardin. Soutenu par une dynamique favorable dans les agroéquipements, le groupe bénéficie d'une bonne visibilité structurelle, d'un positionnement technologique différenciant (R&D internalisée, marques fortes comme Tecnomat, Hardi, Hozelock, Sames) et d'une exposition équilibrée entre marchés matures et émergents. Sa stratégie de diversification renforce sa résilience et prépare le terrain à une croissance plus régulière.

En 2024/25, la société a généré un chiffre d'affaires de 983 M€ sur les segments des agroéquipements (56,1% CA), des loisirs (jardin et nautique) pour 14,5% du CA et de l'industrie (29,4% CA).

## Argumentaire d'investissement

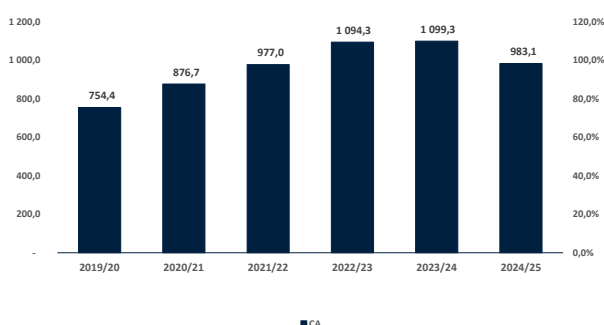
**Un bilan renforcé et une génération de cash qui progresse.** Au cours des dernières années, EXEL Industries est parvenu à renforcer son bilan, notamment grâce à une gestion rigoureuse de ses coûts et une stratégie de développement maîtrisé. Cette solidité financière se traduit par un ratio d'endettement relativement faible (dette nette ex IFRS 16 / EBITDA de 1,0x à fin septembre 2025), permettant à l'entreprise de faire face à d'éventuels chocs économiques tout en maintenant un niveau de liquidité suffisant pour soutenir ses investissements et sa stratégie de croissance. De plus, la génération de trésorerie montre des signes positifs d'amélioration, soutenue par l'optimisation du BFR (46,5 M€ de FCF en 2024/25). Cette situation renforce la capacité d'EXEL Industries à financer ses projets de développement, ses acquisitions stratégiques et à rémunérer ses actionnaires par le biais de dividendes réguliers (taux de distribution autour de 25%).

**Un acquéreur en série.** Avec 17 opérations en 24 années, EXEL Industries a démontré sa capacité à identifier et à intégrer efficacement des acquisitions, ce qui lui offre l'opportunité d'élargir son portefeuille de produits, d'accroître sa part de marché et de renforcer sa compétitivité. Son profil d'acquéreur en série constitue un moteur de croissance externe, favorisant l'accès à de nouvelles technologies et l'extension de son réseau de distribution à l'international.

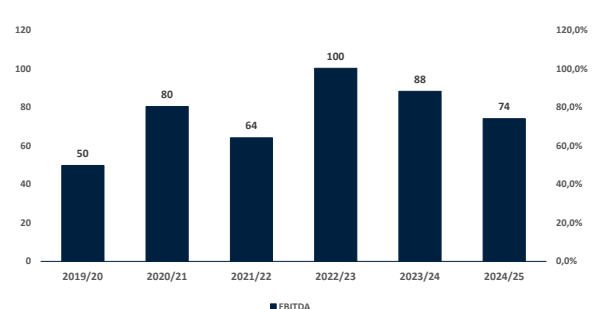
## Multiples de valorisation des comparables

Société	Capitalisation (€M)	Dette nette	VE	EV/sales			EV/EBITDA			EV/EBIT			P/E		
				FY1	FY2	FY3	FY1	FY2	FY3	FY1	FY2	FY3	FY1	FY2	FY3
CNH Industrial NV	10845,5	2161,1	13006,6	0,8x	0,8x	0,7x	14,9x	10,4x	7,6x	22,1x	15,4x	10,1x	25,2x	14,8x	10,6x
Bucher Industries AG	3516,6	-531,5	2985,0	0,9x	0,9x	0,9x	8,4x	7,6x	7,0x	11,7x	10,4x	9,3x	17,1x	15,4x	13,9x
Lindsay Corporation	978,1	-144,0	834,1	1,5x	1,5x	1,4x	11,5x	9,9x	9,3x	15,9x	13,2x	12,2x	21,1x	18,0x	16,9x
Manitou BF SA	815,2	243,2	1058,4	0,4x	0,4x	0,4x	4,5x	4,0x	3,8x	7,1x	6,2x	5,6x	8,7x	7,5x	6,8x
Masterflex SE	139,9	-1,4	138,6	1,3x	1,2x	1,1x	6,9x	5,9x	5,3x	9,4x	7,7x	6,7x	14,3x	11,0x	9,9x
Cofle S.p.A.	10,2	13,8	24,0	0,4x	0,4x		2,6x	2,2x		5,5x	4,2x				
<b>Moyenne</b>	<b>2 717,6</b>	<b>290,2</b>	<b>3 007,8</b>	<b>0,9x</b>	<b>0,8x</b>	<b>0,9x</b>	<b>8,1x</b>	<b>6,7x</b>	<b>6,6x</b>	<b>11,9x</b>	<b>9,5x</b>	<b>8,8x</b>	<b>17,3x</b>	<b>13,4x</b>	<b>11,6x</b>
<b>Médiane</b>	<b>896,6</b>	<b>6,2</b>	<b>946,2</b>	<b>0,9x</b>	<b>0,9x</b>	<b>0,9x</b>	<b>7,7x</b>	<b>6,8x</b>	<b>7,0x</b>	<b>10,6x</b>	<b>9,0x</b>	<b>9,3x</b>	<b>17,1x</b>	<b>14,8x</b>	<b>10,6x</b>

## Evolution du chiffre d'affaires, 2019-2025 (en M€)



## Evolution de l'EBE, 2019-2025 (en M€)



Compte de résultat (M€)	2021	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e
Chiffre d'affaires	877	977	1 094	1 099	983	904	938	962
Excédent brut d'exploitation	80	64	100	88	74	37	46	51
<b>Résultat opérationnel courant</b>	<b>55</b>	<b>37</b>	<b>67</b>	<b>56</b>	<b>37</b>	<b>4</b>	<b>12</b>	<b>16</b>
Résultat opérationnel	60	36	71	55	37	4	12	16
Résultat financier	-2	1	-10	-12	-15	-4	-5	-4
Impôts	-15	-9	-19	-13	-6	0	-2	-3
Mise en équivalence	0	1	1	1	0	0	0	0
Part des minoritaires	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>Résultat net part du groupe</b>	<b>43</b>	<b>29</b>	<b>42</b>	<b>31</b>	<b>16</b>	<b>0</b>	<b>6</b>	<b>9</b>
Bilan (M€)	2021	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e
Actifs non courants	272	302	308	332	327	319	311	302
dont goodwill	64	71	72	72	71	71	71	71
BFR	253	353	332	345	321	291	302	310
<b>Disponibilités + VMP</b>	<b>83</b>	<b>66</b>	<b>65</b>	<b>50</b>	<b>42</b>	<b>61</b>	<b>42</b>	<b>30</b>
Capitaux propres	390	420	444	464	467	467	471	478
Dettes financières nette ex IFRS 16	43	161	99	100	72	33	31	23
<b>Total Bilan</b>	<b>781</b>	<b>893</b>	<b>889</b>	<b>887</b>	<b>840</b>	<b>813</b>	<b>803</b>	<b>794</b>
Tableau de flux (M€)	2021	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e
Marge brute d'autofinancement	56	50	59	59	47	33	39	44
Variation de BFR	7	-92	23	-9	24	30	-11	-8
<b>Flux nets de trésorerie généré par l'activité</b>	<b>63</b>	<b>-42</b>	<b>83</b>	<b>50</b>	<b>71</b>	<b>64</b>	<b>28</b>	<b>36</b>
CAPEX nets	-11	-25	-17	-28	-24	-24	-25	-26
<b>FCF</b>	<b>52</b>	<b>-67</b>	<b>65</b>	<b>21</b>	<b>47</b>	<b>39</b>	<b>3</b>	<b>10</b>
Augmentation de capital	0	0	0	0	0	0	0	0
Variation emprunts	-20	103	-43	-13	-36	-20	-20	-20
Dividendes versés	0	-11	-7	-11	-8	0	-1	-2
<b>Flux nets de trésorerie liés au financement</b>	<b>-26</b>	<b>85</b>	<b>-58</b>	<b>-33</b>	<b>-53</b>	<b>-20</b>	<b>-21</b>	<b>-22</b>
Variation de trésorerie	25	-7	0	-14	-9	19	-19	-12
Ratios (%)	2021	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e
Variation chiffre d'affaires	16,2%	11,4%	12,0%	0,5%	-10,6%	-8,1%	3,8%	2,5%
Marge EBE	9,2%	6,6%	9,2%	8,0%	7,5%	4,1%	4,9%	5,3%
<b>Marge opérationnelle courante</b>	<b>6,2%</b>	<b>3,8%</b>	<b>6,1%</b>	<b>5,1%</b>	<b>3,8%</b>	<b>0,4%</b>	<b>1,3%</b>	<b>1,6%</b>
Marge opérationnelle	6,8%	3,6%	6,5%	5,0%	3,8%	0,4%	1,3%	1,6%
Marge nette	5,0%	2,9%	3,9%	2,8%	1,7%	0,0%	0,6%	0,9%
CAPEX (% CA)	1,2%	2,6%	1,6%	2,6%	2,5%	2,7%	2,7%	2,7%
BFR (% CA)	28,9%	36,2%	30,3%	31,3%	32,7%	32,2%	32,2%	32,2%
ROCE	7,8%	4,3%	7,8%	6,3%	4,3%	0,4%	1,5%	1,9%
<b>ROCE hors GW</b>	<b>8,9%</b>	<b>4,8%</b>	<b>8,8%</b>	<b>7,0%</b>	<b>4,9%</b>	<b>0,5%</b>	<b>1,7%</b>	<b>2,2%</b>
ROE	11,1%	6,8%	9,6%	6,7%	3,5%	0,0%	1,2%	1,9%
Payout	25,0%	24,9%	25,1%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%
Dividend yield	2,4%	1,7%	3,2%	2,2%	1,5%	0,0%	0,7%	1,1%
Ratios d'endettement	2021	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e
<b>Gearing (%)</b>	<b>10,9%</b>	<b>38,3%</b>	<b>26,5%</b>	<b>27,7%</b>	<b>21,1%</b>	<b>12,7%</b>	<b>12,3%</b>	<b>10,4%</b>
Dette nette/EBE	0,5	2,5	1,2	1,5	1,3	1,6	1,3	1,0
EBE/charges financières	31,3	16,0	16,9	10,7	11,8	9,2	9,3	12,6
Valorisation	2021	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e
Nombre d'actions (en millions)	6,8	6,8	6,8	6,8	6,8	6,8	6,8	6,8
Nombre d'actions moyen (en millions)	6,8	6,8	6,8	6,8	6,8	6,8	6,8	6,8
Cours (moyenne annuelle en euros)	67,5	61,3	49,7	51,5	41,5	28,7	28,7	28,7
(1) Capitalisation boursière moyenne	458	416	337	350	282	195	195	195
(2) Dette nette (+)/ trésorerie nette (-)	43	161	99	100	72	33	31	23
(3) Valeur des minoritaires	0	0	1	1	1	1	1	1
(4) Valeur des actifs financiers	-6	-7	-8	-8	-8	-8	-9	-9
Valeur d'entreprise = (1)+(2)+(3)-(4)	495	569	430	443	347	221	219	211
<b>VE/CA</b>	<b>0,6</b>	<b>0,6</b>	<b>0,4</b>	<b>0,4</b>	<b>0,4</b>	<b>0,2</b>	<b>0,2</b>	<b>0,2</b>
VE/EBE	6,1	8,9	4,3	5,0	4,7	6,0	4,8	4,1
<b>VE/ROC</b>	<b>9,0</b>	<b>15,3</b>	<b>6,4</b>	<b>7,8</b>	<b>9,3</b>	<b>60,5</b>	<b>18,3</b>	<b>13,4</b>
P/E	10,5	14,6	7,9	11,2	17,2	8 903,9	35,3	21,9
P/B	1,2	1,0	0,8	0,8	0,6	0,4	0,4	0,4
P/CF	7,3	-9,9	4,1	7,1	4,0	3,1	6,9	5,4
<b>FCF yield (%)</b>	<b>10,5%</b>	<b>-11,8%</b>	<b>15,2%</b>	<b>4,8%</b>	<b>13,4%</b>	<b>17,8%</b>	<b>1,3%</b>	<b>4,9%</b>
Données par action (€)	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027e	2028e
Bnpa	6,4	4,2	6,3	4,6	2,4	0,0	0,8	1,3
<b>Book value/action</b>	<b>57,4</b>	<b>61,8</b>	<b>65,4</b>	<b>68,4</b>	<b>68,8</b>	<b>68,8</b>	<b>69,4</b>	<b>70,4</b>
Dividende /action	1,6	1,1	1,6	1,2	0,6	0,0	0,2	0,3



**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 : depuis le 29/01/2026

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 EXEL Industries (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

