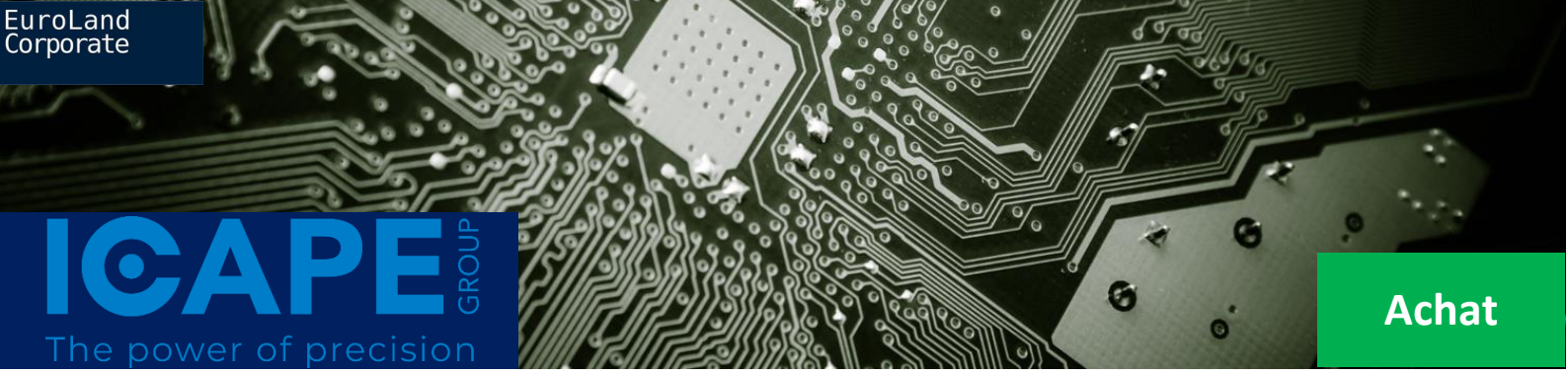


EuroLand Corporate

ICAPE GROUP
The power of precision

Achat

Capitalisation (M€)	79,9	Ticker	ALICA-FR	Électronique PCB
Objectif de cours	15,60 €	Nb de titres (en millions)	8,09	
Cours au 04/11/2026	9,88 €	Volume moyen 12m (titres)	5 633	Flash valeur
Potentiel	*57,9%*	Extrêmes 12m (€)	3,56€/9,94€	05/11/2026

Forte accélération, portée par les prix

A retenir

- CA T3 de 68,7 M€ (+36,4 %), nettement au-dessus de notre estimation de 61,0 M€
- Croissance du T3 portée majoritairement par les prix
- Carnet de commandes record de 119,8 M€ au 30/09 (+145,5 %)

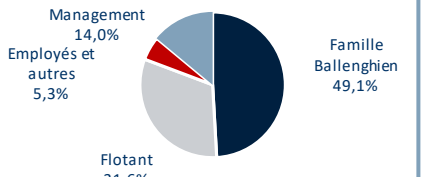
Données financières (en M€)

au 31/12	2025	2026e	2027e	2028e
CA	200,3	241,6	265,7	250,3
var %	*11,7%*	*20,6%*	*10,0%*	*-5,8%*
EBE	14,9	22,4	26,0	23,8
% CA	*7,5%*	*9,3%*	*9,8%*	*9,5%*
EBITA	10,9	18,0	21,6	19,4
% CA	*5,4%*	*7,4%*	*8,1%*	*7,8%*
EBIT	8,8	15,8	18,9	16,2
% CA	*4,4%*	*6,5%*	*7,1%*	*6,5%*
RN	-0,4	10,5	12,7	10,4
% CA	*-0,2%*	*4,3%*	*4,8%*	*4,2%*
Bnpa (€)	-0,05	1,30	1,56	1,29
ROCE hors Goodwill (%)	27,4%	43,8%	41,8%	30,2%
ROE (%)	-1,4%	28,8%	25,8%	17,5%
Gearing (%)	116%	53,4%	26,4%	16,5%
Dette nette	28,8	18,2	12,0	9,1

Multiples de valorisation

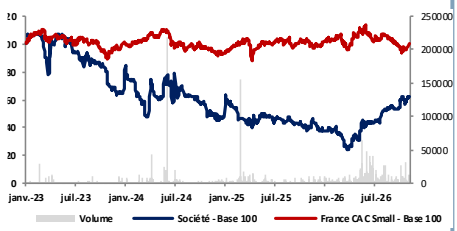
	2025	2026e	2027e	2028e
VE/CA (x)	0,4	0,4	0,3	0,3
VE/EBE (x)	5,7	4,3	3,4	3,5
VE/ROC (x)	7,9	5,3	4,1	4,3
P/E (x)		7,6	6,3	7,7

Actionnariat



Performances boursières

Performances (%)	Ytd	1m	3m	12m
Perf. Absolue	64,1%	4,0%	20,5%	53,9%



Publication du chiffre d'affaires du T3 2026

ICAPE a publié un chiffre d'affaires de 68,7 M€ au T3 2026, en hausse de +36,4 % en données publiées et de +34,2 % en organique à change constant, nettement au-dessus de notre estimation de 61,0 M€ (+21,0 %). C'est le troisième trimestre consécutif d'accélération, après +2,2 % au T1 et +22,9 % au T2 ; sur neuf mois, le chiffre d'affaires atteint 182,0 M€ (+20,5 %). Le carnet de commandes établit un record à 119,8 M€ au 30 septembre (+145,5 %), puis à 152,9 M$ au 31 octobre. Le Groupe confirme ses objectifs 2026.

Tous les secteurs PCB au-delà de +30 %

La croissance publiée du T3 intègre un effet de change favorable de 1,5 point, pour la première fois de l'exercice, et 0,7 point de croissance externe. En séquentiel, le chiffre d'affaires progresse de +11,1 % par rapport au T2. Tous les secteurs PCB croissent de plus de 30 % : PCB Asie (29 % du chiffre d'affaires du trimestre) de +45 %, PCB Europe du Sud (23 %) de +36 % et PCB Amérique de +73 %, porté par ICAPE USA. CIPEM (17 %) progresse de +13,9 %, sans effet prix significatif selon le Groupe, contre +6,0 % dans nos estimations.

Les prix, premier moteur de la croissance

La hausse est portée principalement par l'effet prix et, dans une moindre mesure, par les volumes, dans un contexte de tensions sur l'offre liées à la demande de l'IA. Les prix expliquent environ deux tiers de la croissance du T3, et accélèrent. Les volumes eux sont toujours tirés par le secteur industriel, même s'il est difficile encore à ce stade de savoir quelle est la part de *frontload* ou d'incrémental pur. Lors de notre initiation, prix et volumes nous semblaient contribuer à parts égales. La croissance est donc de qualité un peu moins bonne qu'attendu : le moteur le plus solide serait un volume incrémental apporté par de petits clients. Tout dépendra de la capacité du Groupe à répercuter ces hausses de prix dans sa marge.



Victor Lamarre - Analyste - 01 44 70 20 76 - vlamarre@elcorp.com

Un carnet porté par l'allongement des délais

Sur le trimestre, le carnet de commandes progresse de +45,8 %, quand nous l'attendions stable à 81,1 M€, et le taux de couverture passe de 1,33x fin juin à 1,74x. Cette hausse, portée notamment par les clients OEM, reflète l'augmentation de la taille moyenne des commandes et un effet prix renforcé. L'allongement des délais de transformation des commandes s'est par ailleurs poursuivi. Le délai de livraison serait passé à environ 6-8 mois en progression par rapport aux 3-4 mois normatifs. Nous y voyons un front-loading, accentué au T3 : les clients passent de grosses commandes et en étalent les livraisons. Le book-to-bill poursuit sa hausse, en bonne partie sous cet effet : 1,55x au T3 selon nos calculs, après 1,22x au T2 et 1,14x au T1.

Perspectives et estimations

Pour 2026, le Groupe vise toujours une croissance du chiffre d'affaires d'au moins +18 %, dont environ +18 % en organique, et une marge d'EBIT autour de 6 %. Avec 182,0 M€ réalisés sur neuf mois, un T4 de 54,4 M€, en hausse de +10,3 %, suffirait à atteindre l'objectif, quand le T3 a progressé de +36,4 %. Le Groupe anticipe la poursuite des tensions sur la chaîne d'approvisionnement au moins jusqu'au T1 2027. Le Capital Markets Day du 24 novembre présentera de nouveaux objectifs à moyen terme.

Nous relevons légèrement notre chiffre d'affaires 2026e, à 241,6 M€ (+20,6 %) contre 239,9 M€, soit bien moins que l'avance de 7,7 M€ prise au T3 : nous restons prudents sur le T4, l'allongement des délais étalant la facturation du carnet. Notre T4 2026e de 59,6 M€, croissance externe comprise, reste au-dessus des 54,4 M€ qu'implique la guidance. Nous retenons 265,7 M€ en 2027e (+10,0 %, vs 264,3 M€) et laissons 2028e inchangé à 250,3 M€, année où nous anticipons toujours le contrecoup d'un niveau de commandes exceptionnel. Notre EBITA 2026e passe à 18,0 M€ (vs 17,5 M€), soit 7,4 % du chiffre d'affaires, et notre marge d'EBIT à 6,5 % (vs 6,4 %), pour un objectif d'environ 6 %. Ce léger relèvement ne compense pas, dans notre valorisation, le repli des multiples des comparables.

Recommandation

À la suite de cette publication, nous réitérons notre recommandation Achat et abaissons notre objectif de cours de 16,70 € à 15,60 €, essentiellement en raison du repli des multiples des comparables, nos estimations étant légèrement relevées.



Victor Lamarre - Analyste - 01 44 70 20 76 - vlamarre@elcorp.com

Icape Holding / *Électronique / PCB*

Présentation de la société

Fondé en 1999 par Thierry Ballenghien, ICAPE est un distributeur de circuits imprimés et de pièces techniques sur mesure pour l'industrie électronique. Deuxième acteur européen du sourcing asiatique de circuit imprimés derrière NCAB, le Groupe joue un rôle d'intermédiaire entre plus de 3 800 clients industriels, principalement occidentaux, et un réseau de 88 usines partenaires en Asie. ICAPE propose deux gammes : les circuits imprimés (79 % du chiffre d'affaires 2025) et les pièces techniques sur cahier des charges via CIPEM (21 %). Coté sur Euronext Growth depuis 2022, le Groupe s'est construit en grande partie par croissance externe, avec 23 acquisitions en cinq ans, pour atteindre 200,3 M€ de chiffre d'affaires en 2025, avec un modèle peu consommateur de capitaux puisque la production est confiée à des fabricants partenaires.

Argumentaire d'investissement

L'IA rend l'intermédiaire indispensable. Saturées par la demande des serveurs IA, les usines asiatiques privilégient désormais les grandes séries et délaissent les petites commandes, qui constituent précisément le cœur du marché d'ICAPE. En agrégeant des milliers de commandes individuellement trop modestes, le Groupe reconstitue des volumes suffisants pour sécuriser l'accès aux capacités. Résultat, un carnet de commandes en hausse de +138,0 % sur un an au 31 octobre 2026 (en dollars) et une guidance de croissance relevée à au moins +18 % pour 2026.

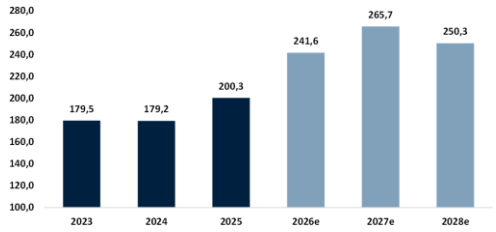
Une plateforme constituée dont la rentabilité reste à récolter. Le ralentissement du cycle en 2023-2024 a retardé l'extraction des synergies issues des acquisitions, comme en témoigne une Europe du Nord encore déficitaire quand l'Europe du Sud dégage 6,3 % de marge d'EBIT. Avec l'arrêt de deux sites industriels déficitaires et un outil de cotation commun, le Groupe peut absorber près de 300 M€ de chiffre d'affaires à effectif constant. Nous attendons un EBITA 2026e de 18,0 M€, soit 7,4 % du chiffre d'affaires.

Un consolidateur qui se désendette. ICAPE et NCAB réunis pèsent moins de 3 % de leur marché adressable, encore largement servi par des distributeurs régionaux sous-capitalisés. Avec un free cash flow estimé à 14,5 M€ en 2026, le gearing devrait revenir de 116 % à 53,4 % en un an, ouvrant la voie à une reprise des acquisitions dès 2027. Notre objectif de cours de 15,60 € fait ressortir un multiple de 8,3x l'EBITA 2026e, soit encore une décote de 66 % sur NCAB, un écart que nous jugeons excessif.

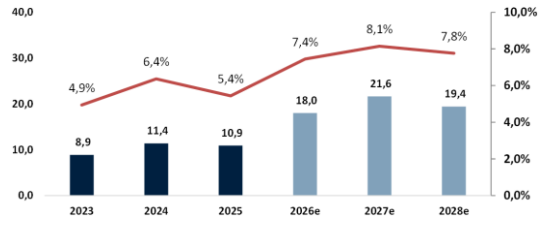
Multiples de valorisation des comparables

				EV/sales			EV/EBITDA			EV/EBITA			P/E		
Société	**Capitalisation (M€)**	**Dette nette**	**VE (M€)**	**FY1**	**FY2**	**FY3**	**FY1**	**FY2**	**FY3**	**FY1**	**FY2**	**FY3**	**FY1**	**FY2**	**FY3**
NCAB Group AB	1 442,3	68,2	1 510,5	3,2x	2,4x	2,5x	22,6x	15,5x	16,2x	24,4x	16,4x	17,2x	38,1x	23,2x	24,0x
Lagercrantz Group AB Class B	4 237,3	338,6	4 575,9	4,0x	3,7x	3,5x	19,0x	17,3x	16,0x	22,4x	20,2x	18,6x	32,4x	29,0x	26,4x
Solid State plc	116,0	8,6	124,6	0,7x	0,6x	0,6x	7,3x	6,7x	5,7x	9,5x	8,4x	7,3x	14,7x	12,9x	10,6x
discoverIE Group PLC	980,0	122,3	1 102,4	1,9x	1,8x	1,7x	11,1x	10,6x	10,2x	13,0x	12,3x	11,7x	18,5x	17,5x	16,7x
Avnet, Inc.	6 593,8	2 373,0	8 966,8	0,4x	0,3x	0,3x	11,1x	6,1x	5,8x				16,1x	7,5x	6,8x
Moyenne	**2 673,9**	**582,1**	**3 256,0**	**2,0x**	**1,8x**	**1,7x**	**14,2x**	**11,2x**	**10,8x**	**17,3x**	**14,3x**	**13,7x**	**24,0x**	**18,0x**	**16,9x**
Médiane	**2 608,7**	**230,5**	**2 839,1**	**1,9x**	**1,8x**	**1,7x**	**11,1x**	**10,6x**	**10,2x**	**17,7x**	**14,3x**	**14,4x**	**18,5x**	**17,5x**	**16,7x**

Evolution du chiffre d'affaires (en M€)



Évolution de l'EBITA (en M€)




Victor Lamarre - Analyste - 01 44 70 20 76 - vlamarre@elcorp.com

Icape Holding / *Électronique / PCB*

Compte de résultat (M€)	2021	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e
Chiffre d'affaires	163,9	219,6	179,5	179,2	200,3	241,6	265,7	250,3
Excédent brut d'exploitation	6,5	14,6	13,7	15,1	14,9	22,4	26,0	23,8
EBITA	**4,3**	**10,0**	**8,9**	**11,4**	**10,9**	**18,0**	**21,6**	**19,4**
EBIT	4,4	10,1	8,5	9,9	8,8	15,8	18,9	16,2
Résultat financier	-1,0	-2,3	-2,3	-3,5	-3,2	-3,4	-3,6	-3,9
Impôts	-0,6	-0,4	-1,1	0,5	-0,2	-3,1	-3,8	-3,1
Mise en équivalence	-0,3	-2,0	-1,0	-1,6	-4,0	0,0	0,0	0,0
Part des minoritaires	0,0	-0,2	-0,3	-0,1	-1,2	-1,2	-1,2	-1,2
Résultat net part du groupe	**2,5**	**5,5**	**4,4**	**3,7**	**-0,4**	**10,5**	**12,7**	**10,4**
Bilan (M€)	**2021**	**2022**	**2023**	**2024**	**2025**	**2026e**	**2027e**	**2028e**
Actifs non courants	19,9	58,2	50,4	74,7	72,7	72,6	78,5	83,9
dont goodwill	5,6	23,7	20,9	35,2	34,5	32,3	29,6	26,4
BFR	-0,8	-4,6	0,5	0,9	-8,3	-9,5	-10,1	-9,2
Disponibilités + VMP	**26,0**	**28,0**	**32,7**	**26,7**	**17,9**	**33,4**	**44,6**	**52,6**
Capitaux propres	6,0	31,7	29,1	31,2	24,8	34,1	45,6	54,9
Emprunts et dettes financières	31,7	36,1	53,2	59,5	46,7	51,7	56,7	61,7
Total Bilan	**108,7**	**150,8**	**144,7**	**159,6**	**145,2**	**171,9**	**195,5**	**204,7**
Tableau de flux (M€)	**2021**	**2022**	**2023**	**2024**	**2025**	**2026e**	**2027e**	**2028e**
Marge brute d'autofinancement	2,5	10,2	12,4	10,4	9,9	15,9	18,6	16,9
Variation de BFR	0,0	-6,7	-1,2	-0,9	-0,5	1,1	0,6	-0,9
Flux nets de trésorerie généré par l'activité	**2,5**	**3,5**	**11,2**	**9,5**	**9,4**	**17,0**	**19,2**	**16,0**
CAPEX nets	0,0	-4,1	-1,4	-1,3	-3,3	-2,5	-2,5	-2,5
Variation de périmètre	**0,0**	**-16,5**	**-11,2**	**-9,6**	**-0,9**	**-4,0**	**-10,5**	**-10,5**
FCF	**2,5**	**-0,6**	**9,8**	**8,2**	**6,1**	**14,5**	**16,7**	**13,5**
Augmentation de capital	0,0	17,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Variation emprunts	0,0	2,5	15,2	4,1	-7,3	5,0	5,0	5,0
Dividendes versés	0,0	0,0	-1,6	-1,6	-1,0	0,0	0,0	0,0
Flux nets de trésorerie liés au financement	**9,3**	**19,0**	**11,8**	**-1,4**	**-10,6**	**5,0**	**5,0**	**5,0**
Variation de trésorerie	1,3	2,1	4,8	-6,3	-8,8	15,5	11,2	8,0
Ratios (%)	**2021**	**2022**	**2023**	**2024**	**2025**	**2026e**	**2027e**	**2028e**
Variation chiffre d'affaires		34,0%	-18,3%	-0,2%	11,7%	20,6%	10,0%	-5,8%
Marge EBE	3,9%	6,6%	7,6%	8,4%	7,5%	9,3%	9,8%	9,5%
Marge opérationnelle courante	**2,6%**	**4,5%**	**4,9%**	**6,4%**	**5,4%**	**7,4%**	**8,1%**	**7,8%**
Marge opérationnelle	2,7%	4,6%	4,7%	5,5%	4,4%	6,5%	7,1%	6,5%
Marge nette	1,5%	2,5%	2,5%	2,1%	-0,2%	4,3%	4,8%	4,2%
CAPEX (% CA)	0,0%	1,9%	0,8%	0,7%	1,6%	1,0%	0,9%	1,0%
BFR (% CA)	-0,5%	-2,1%	0,3%	0,5%	-4,2%	-3,9%	-3,8%	-3,7%
ROCE	14,8%	11,7%	12,8%	11,3%	12,7%	21,4%	23,7%	19,5%
ROCE hors GW	**20,9%**	**18,6%**	**21,5%**	**21,2%**	**27,4%**	**43,8%**	**41,8%**	**30,2%**
ROE	46,4%	17,6%	15,6%	12,0%	-1,4%	28,8%	25,8%	17,5%
Ratios d'endettement	**2021**	**2022**	**2023**	**2024**	**2025**	**2026e**	**2027e**	**2028e**
Gearing (%)	**94,5%**	**27,9%**	**64,7%**	**105,2%**	**115,9%**	**53,4%**	**26,4%**	**16,5%**
Dette nette/EBE	0,9	0,6	1,5	2,2	1,9	0,8	0,5	0,4
EBE/charges financières	22,2	15,0	7,9	6,2	6,0	8,5	9,1	7,6
Valorisation	**2021**	**2022**	**2023**	**2024**	**2025**	**2026e**	**2027e**	**2028e**
Nombre d'actions (en millions)	2,3	8,1	8,1	8,1	8,1	8,1	8,1	8,1
Nombre d'actions moyen (en millions)	2,3	8,1	8,1	8,1	8,1	8,1	8,1	8,1
Cours (moyenne annuelle en euros)	25,0	16,1	14,4	9,7	7,3	9,8	9,8	9,8
(1) Capitalisation boursière moyenne	57	130	117	79	59	79	79	79
(2) Dette nette (+)/ trésorerie nette (-)	6	8	20	33	29	18	12	9
(3) Valeur des minoritaires	1	0	1	0	-1	-2	-3	-5
(4) Valeur des actifs financiers	0	-1	-1	-1	0	0	0	0
Valeur d'entreprise = (1)+(2)+(3)-(4)	63	138	137	110	86	95	87	83
VE/CA	**0,4**	**0,6**	**0,8**	**0,6**	**0,4**	**0,4**	**0,3**	**0,3**
VE/EBE	9,8	9,5	10,0	7,3	5,7	4,2	3,4	3,5
VE/ROC	**14,9**	**13,8**	**15,5**	**9,7**	**7,9**	**5,3**	**4,0**	**4,3**
P/E	23,4	23,5	26,3	21,2	ns	7,6	6,3	7,6
P/B	9,6	4,1	4,0	2,5	2,4	2,3	1,7	1,4
P/CF	23,0	36,9	10,4	8,3	6,3	4,7	4,1	5,0
FCF yield après acquisitions (%)	**3,9%**	**-12,4%**	**-1,0%**	**-1,3%**	**6,1%**	**11,1%**	**7,1%**	**3,6%**
Données par action (€)	**2021**	**2022**	**2023**	**2024**	**2025**	**2026e**	**2027e**	**2028e**
Bnpa	1,1	0,7	0,5	0,5	0,0	1,3	1,6	1,3
Book value/action	**2,6**	**3,9**	**3,6**	**3,9**	**3,1**	**4,2**	**5,6**	**6,8**



Victor Lamarre - Analyste - 01 44 70 20 76 - vlamarre@elcorp.com

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'anaslyste ou d'une situation de conflit d'intérêt temporaire entre Euroland Corporate et l'émetteur..

Historique de recommandations :
Achat : Depuis le 06/10/2026
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*
Non	Non	Non	Oui	Non	Oui


Victor Lamarre - Analyste - 01 44 70 20 76 - vlamarre@elcorp.com

“Disclaimer / Avertissement“

La présente étude a été préparée par EuroLand Corporate indépendamment de Icape Holding (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 évènements 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 règlementation 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 règlementaires 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

