

## Achat

<b>Objectif de cours</b>	<b>62,00 €</b>
Cours au 03/02/2023	52,00 €
<b>Potentiel</b>	<b>19,2%</b>

## Données valeur

DELF.PA / DELF.FP	
Euronext Growth	
Capitalisation (M€)	138,6
Nb de titres (en millions)	2,67
Volume moyen 12 mois (titres)	606
Extrêmes 12 mois	34,30 € 6180 €

## Performances boursières

<b>Performances (%)</b>	<b>Ytd</b>	<b>1m</b>	<b>3m</b>	<b>12m</b>
Perf. Absolue	16,9%	16,1%	36,8%	-1,5%
Perf CAC Small	6,8%	5,1%	10,1%	-11,0%

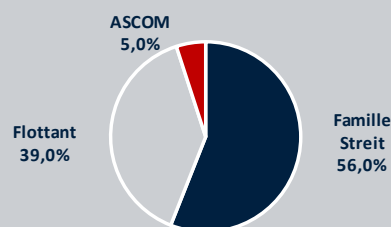
## Données financières (en M€)

<b>au 31/12</b>	<b>2021</b>	<b>2022e</b>	<b>2023e</b>	<b>2024e</b>
CA	363,0	417,1	452,7	495,0
var %	50,1%	14,9%	8,5%	9,3%
EBE	44,9	45,7	56,7	66,5
% CA	12,4%	11,0%	12,5%	13,4%
ROC	24,1	21,5	30,5	37,7
% CA	6,6%	5,2%	6,7%	7,6%
RN	16,1	13,9	19,7	25,1
% CA	4,4%	3,3%	4,3%	5,1%
Bnpa (€)	6,05	5,22	7,37	9,42
ROCE (%)	12,8%	11,3%	16,3%	20,0%
ROE (%)	11,6%	9,3%	11,8%	13,4%
Gearing (%)	51,0%	41,0%	25,0%	8,7%
Dette nette (ex IFRS 16)	70,8	61,4	41,7	16,3
Dividende n (€)	1,1	1,0	1,5	1,9
Yield (%)	2,3%	2,0%	2,8%	3,6%

## Multiples de valorisation

	<b>2021</b>	<b>2022e</b>	<b>2023e</b>	<b>2024e</b>
VE/CA (x)	0,6	0,5	0,4	0,3
VE/EBE (x)	4,5	4,3	3,1	2,3
VE/ROC (x)	8,5	9,2	5,8	4,0
P/E (x)	8,4	10,0	7,1	5,5

## Actionariat



Prochaine publi : Résultats 2022, le 31/03/2023



**Analyste**  
Pierre LAURENT  
01 44 70 20 78  
plaurant@elcorp.com



## Superbe fin d'exercice

## Publication du chiffre d'affaires 2022

Delfingen publie un chiffre d'affaires annuel 2022 de 417,1 M€, faisant ressortir une croissance de +14,9%, dont +10,9% en organique. La société a fini l'année en trombe avec un T4 qui affiche une croissance de +23,6% pour un CA de 103,2 M€ (+19,2% pcc). La performance annuelle de Delfingen est d'excellente facture et dépasse la guidance fournie par la société, guidance qui avait pourtant été revue à la hausse à l'occasion du T3 (410-415 M€, +13%, impliquant un CA T4 en croissance d'environ +18%). Pour l'exercice 2023, le groupe table sur une nouvelle surperformance par rapport à la croissance attendue de la production automobile mondiale (+4%) et vise 450 M€ de CA (+8%).

## Mobilité: surperformance organique de 19 pts au T4 et de 6 pts en 202

Le principal segment de Delfingen, la Mobilité, a continué de bien performer pour finir l'année sur un T4 en croissance de +25,4% (+21,6% pcc vs +2,8% pour le marché), porté par tous les métiers du groupe (systèmes de protection +17,1% pcc, transfert de fluides +27,2% pcc, autres +49,2%).

En annuel, la croissance organique du segment (+12,1%, +16,7% publié) est deux fois supérieure à celle du marché (+6,2%). La performance est impressionnante car elle traduit trois éléments principaux: 1/ la capacité du groupe à compenser sa forte exposition (c50%) au marché géographique le moins dynamique sur l'année, l'Europe (-0,1% vs +3,4% de croissance organique pour Delfingen), 2/ une surperformance sur la plaque Amériques (+12,2 pts) et la plaque Asie (+21,4 pts) et 3/ une croissance généralisée sur l'ensemble des activités de la mobilité, avec notamment une division transfert de fluides qui ressort à +24% pcc. Si l'effet de base sur ce métier est peu exigeant du fait de l'exposition du groupe à la baisse des volumes de Jeep (-8,1% publié et -5,4% pcc en 2021), le rebond n'est resté pas moins remarquable. Côté effets techniques, Delfingen a également bénéficié d'un bel effet de change sur l'année (18,5 M€, +6%).

## Belle dynamique générale sur l'Industriel

Malgré un effet périmètre négatif sur l'exercice (-7,7%) du fait de la cession de l'activité sangles et ceintures au 30/06/2021, le second marché de Delfingen, l'Industriel, affiche une croissance de +5,6% en données publiées sur l'année, dont +5,1% en organique (T4 +13,4% publié et +5,2% pcc). Ce sont principalement les activités isolation électrique et thermique (+13,9% tcc) et Drossbach (+4,9% tcc) qui ont tiré les ventes vers le haut. L'effet de change annuel est par ailleurs aussi positif sur l'année (+4,6 M€, +8,1%).

## Perspectives

Après un début d'année qui aura débuté timidement du fait des nombreuses incertitudes géopolitiques et économiques (CA S1 +5,3% dont +3,2% pcc), la deuxième partie d'exercice de Delfingen a été extrêmement dynamique. Le groupe finit l'année en dépassant de 11bp le milieu de fourchette de sa dernière guidance de CA (410-415 M€) et affiche une croissance deux fois supérieure à celle de la production automobile mondiale 2022. Les gains de parts de marché devraient rester du même ordre sur l'exercice 2023: Delfingen table sur une progression de +8% de son CA, soit 450 M€, contre un marché attendu à +4%. Nous sommes déjà alignés avec le management et confirmons attendre 452,7 M€ (+8,5%) étant donné toutes les garanties qu'offrent le positionnement et le modèle du groupe.

## Recommandation

**Après la mise à jour de notre modèle de valorisation, nous maintenons notre objectif de cours à 62,0 € et notre recommandation reste à l'Achat sur le titre.**



Retrouvez l'actualité boursière des small caps chaque jour dans votre boîte mail, gratuitement. [Inscription ici.](#)

## Présentation de la société

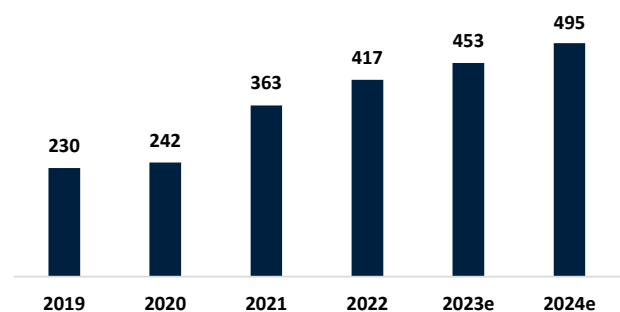
Créé en 1954, Delfingen est un équipementier automobile mondial, devenu leader dans les solutions de protection des réseaux électriques et fluides embarqués. Le groupe s'adresse à deux principaux marchés : le marché automobile et au marché industriel.

Sur le marché automobile, Delfingen propose des systèmes de protection des faisceaux électriques, des tubes et durites. Sur le marché industriel, Delfingen propose aussi des systèmes de protection. En 2020, Delfingen a acquis les activités de Schlemmer, un de ses principaux concurrents, sur le territoire Europe/Afrique afin de renforcer ses parts de marché en Europe et sa proximité avec les constructeurs allemands (notamment pour véhicules lourds), mais aussi de mutualiser les efforts de R&D dans les motorisations hybrides/électriques. En 2021, le groupe a réalisé 363 M€ de CA pour une marge opérationnelle de 6,6%.

## Evolution du cours (base 100)



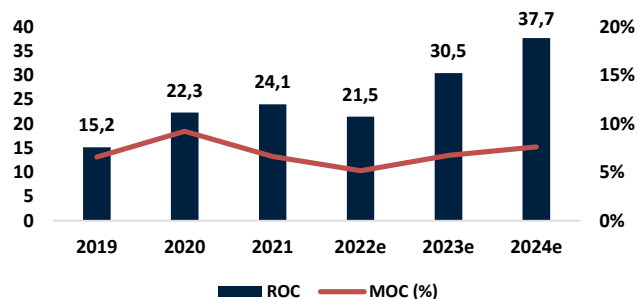
## Evolution du chiffre d'affaires (en M€)



## Argumentaire d'investissement

- **Une position de leader incontesté.** Présent dans plus de 40 pays, et avec près de 400 M€ de CA, Delfingen est le leader mondial du marché des systèmes de production et transfert de fluides. Dans le contexte actuel, où la production automobile tourne au ralenti et le prix des matières premières explose, la position de leader de Delfingen lui confère un avantage concurrentiel considérable : celui d'avoir un pricing power très fort, et par conséquent de pouvoir relativement protéger ses marges par rapport à ses concurrents.
- **Un marché mondial porteur.** Le marché sur lequel évolue la société regorge d'opportunités de croissance induites par des transformations structurelles. La plus évidente, celle de l'électrification des véhicules, est au cœur de la raison d'être de Delfingen : le contenu du véhicule va changer, augmenter, et devrait permettre à la société de croître rapidement.
- **Une acquisition structurante et relative.** L'acquisition d'une partie des activités de l'allemand Schlemmer en 2020 a permis à Delfingen de rentrer dans une nouvelle dimension en matière de chiffre d'affaire. De manière plus importante, elle a également légèrement modifié le business model de l'équipementier, Schlemmer évoluant sur les véhicules lourds, segment de marché un peu moins cyclique que celui de l'automobile et avec de plus fortes barrières à l'entrée. A terme, les synergies entre les deux entités devraient être fortes et très contributives.
- **Des fondamentaux solides.** Delfingen, c'est aussi plus de 60 ans d'une histoire familiale singulière, à l'actionnariat stable, aux racines très ancrées, avec une culture d'entreprise forte. Nous apprécions cette stabilité, ce savoir-faire et cette expertise unique.

## Evolution du ROC (en M€)



## Multiples de valorisation des comparables

Société	Capitalisation	EV/sales			EV/EBITDA			EV/EBIT			P/E		
		2022e	2023e	2024e	2022e	2023e	2024e	2022e	2023e	2024e	2022e	2023e	2024e
AKWEL SA	433,7	0,3x	0,3x	0,3x	3,8x	3,2x	2,9x	8,5x	5,9x	4,7x	19,3x	11,2x	9,0x
Faurecia Societe europeenne	3 800,9	0,5x	0,4x	0,4x	4,3x	4,0x	3,4x	11,7x	8,5x	6,7x	45,5x	8,7x	5,3x
LEONI AG	684,1	0,5x	0,5x	0,5x	12,3x	9,3x	7,2x	ns	ns	20,2x	ns	ns	12,0x
Plastic Omnium SE	2 408,4	0,5x	0,4x	0,4x	5,2x	4,7x	4,1x	12,0x	10,0x	7,8x	14,3x	11,1x	8,0x
Plastiques du Val de Loire SA	73,0	0,4x	0,4x	0,4x	5,7x	5,2x	4,4x	69,7x	25,4x	14,8x	ns	41,7x	10,1x
Valeo SE	5 135,5	0,4x	0,4x	0,4x	3,7x	3,2x	2,9x	14,2x	10,2x	7,4x	25,8x	11,7x	7,8x
<b>Moyenne</b>	<b>2 089,3</b>	<b>0,4x</b>	<b>0,4x</b>	<b>0,4x</b>	<b>5,8x</b>	<b>5,0x</b>	<b>4,1x</b>	<b>23,2x</b>	<b>12,0x</b>	<b>10,2x</b>	<b>26,2x</b>	<b>16,9x</b>	<b>8,7x</b>
<b>Médiane</b>	<b>1 546,2</b>	<b>0,4x</b>	<b>0,4x</b>	<b>0,4x</b>	<b>4,8x</b>	<b>4,4x</b>	<b>3,7x</b>	<b>12,0x</b>	<b>10,0x</b>	<b>7,6x</b>	<b>22,5x</b>	<b>11,2x</b>	<b>8,5x</b>

## Analyste

Pierre LAURENT

01 44 70 20 78

plaurant@elcorp.com



Compte de résultat (M€)	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Chiffre d'affaires	230,5	241,9	363,0	417,1	452,7	495,0
Excédent brut d'exploitation	28,4	37,6	44,9	45,7	56,7	66,5
<b>Résultat opérationnel courant</b>	<b>15,2</b>	<b>22,3</b>	<b>24,1</b>	<b>21,5</b>	<b>30,5</b>	<b>37,7</b>
Résultat opérationnel	15,4	53,8	24,2	21,5	30,5	37,7
Résultat financier	-3,8	-4,3	-2,9	-2,9	-2,9	-2,9
Impôts	-3,1	-4,2	-5,0	-4,6	-6,9	-8,7
Mise en équivalence	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Part des minoritaires	0,0	0,0	0,2	0,0	1,0	1,0
<b>Résultat net part du groupe</b>	<b>8,5</b>	<b>45,3</b>	<b>16,1</b>	<b>13,9</b>	<b>19,7</b>	<b>25,1</b>
Bilan (M€)	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Actifs non courants	113,8	165,7	177,3	173,9	170,3	166,3
<i>dont goodwill</i>	<i>38,0</i>	<i>56,9</i>	<i>60,0</i>	<i>60,0</i>	<i>60,0</i>	<i>60,0</i>
BFR	40,4	65,5	75,2	80,1	80,9	86,2
<b>Disponibilités + VMP</b>	<b>13,0</b>	<b>25,4</b>	<b>26,5</b>	<b>25,8</b>	<b>35,5</b>	<b>51,0</b>
Capitaux propres	76,1	117,7	138,8	149,7	166,6	187,8
Emprunts et dettes financières	64,6	111,2	97,3	87,3	77,3	67,3
<b>Total Bilan</b>	<b>204,2</b>	<b>329,8</b>	<b>329,5</b>	<b>339,6</b>	<b>349,8</b>	<b>367,1</b>
Tableau de flux (M€)	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Marge brute d'autofinancement	24,6	32,7	39,9	41,7	50,6	58,5
Variation de BFR	0,8	-16,0	13,3	4,9	0,8	5,3
<b>Flux nets de trésorerie généré par l'activité</b>	<b>23,9</b>	<b>48,7</b>	<b>26,5</b>	<b>36,8</b>	<b>49,8</b>	<b>53,3</b>
Investissements opérationnels nets	-11,1	-10,8	-14,3	-20,9	-22,6	-24,7
Investissements financiers nets	1,0	-23,4	0,1	0,0	0,0	0,0
<b>Flux nets de trésorerie liés aux investissem</b>	<b>-10,1</b>	<b>-34,2</b>	<b>-14,2</b>	<b>-20,9</b>	<b>-22,6</b>	<b>-24,7</b>
Augmentation de capital	0,0	3,3	0,0	0,0	0,0	0,0
Variation emprunts	-4,2	27,6	-4,2	-10,0	-10,0	-10,0
Dividendes versés	-1,4	0,0	0,0	-3,0	-3,8	-4,9
<b>Flux nets de trésorerie liés au financement</b>	<b>-8,5</b>	<b>27,8</b>	<b>-10,0</b>	<b>-16,7</b>	<b>-17,5</b>	<b>-18,7</b>
Variation de trésorerie	5,2	42,3	2,3	-0,8	9,7	9,9
Ratios (%)	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Variation chiffre d'affaires	7,7%	5,0%	50,1%	14,9%	8,5%	9,3%
Marge EBE	12,3%	15,6%	12,4%	11,0%	12,5%	13,4%
<b>Marge opérationnelle courante</b>	<b>6,6%</b>	<b>9,2%</b>	<b>6,6%</b>	<b>5,2%</b>	<b>6,7%</b>	<b>7,6%</b>
Marge opérationnelle	6,7%	22,3%	6,7%	5,2%	6,7%	7,6%
Marge nette	3,7%	18,7%	4,4%	3,3%	4,3%	5,1%
CAPEX (% CA)	4,8%	4,4%	3,9%	5,0%	5,0%	5,0%
BFR (% CA)	17,5%	27,1%	20,7%	19,2%	17,9%	17,4%
ROCE	10,1%	9,8%	9,7%	8,6%	12,3%	15,2%
<b>ROCE hors GW</b>	<b>13,5%</b>	<b>13,1%</b>	<b>12,8%</b>	<b>11,3%</b>	<b>16,3%</b>	<b>20,0%</b>
ROE	11,2%	38,5%	11,6%	9,3%	11,8%	13,4%
Payout	0,0%	0,0%	18,5%	20,0%	20,0%	20,0%
Dividend yield	0,0%	0,0%	2,2%	2,0%	2,8%	3,6%
Ratios d'endettement	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
<b>Gearing (%)</b>	<b>67,9%</b>	<b>72,9%</b>	<b>51,0%</b>	<b>41,0%</b>	<b>25,0%</b>	<b>8,7%</b>
Dettes nette/EBE	1,8	2,3	1,6	1,3	0,7	0,2
EBE/charges financières	7,6	8,8	15,4	15,6	19,4	22,7
Valorisation	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Nombre d'actions (en millions)	2,7	2,7	2,7	2,7	2,7	2,7
Nombre d'actions moyen (en millions)	2,7	2,7	2,7	2,7	2,7	2,7
Cours (moyenne annuelle en euros)	19,8	30,0	50,9	52,0	52,0	52,0
(1) Capitalisation boursière moyenne	52,8	80,0	135,8	138,6	138,6	138,6
(2) Dette nette (+)/ trésorerie nette (-)	51,6	85,8	70,8	61,4	41,7	16,3
(3) Valeur des minoritaires	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
(4) Valeur des actifs financiers	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3
Valeur d'entreprise = (1)+(2)+(3)-(4)	102,1	163,5	204,3	197,7	178,0	152,6
<b>VE/CA</b>	<b>0,4</b>	<b>0,7</b>	<b>0,6</b>	<b>0,5</b>	<b>0,4</b>	<b>0,3</b>
VE/EBE	3,6	4,3	4,5	4,3	3,1	2,3
<b>VE/ROC</b>	<b>6,7</b>	<b>7,3</b>	<b>8,5</b>	<b>9,2</b>	<b>5,8</b>	<b>4,0</b>
P/E	6,2	1,8	8,4	10,0	7,1	5,5
P/B	0,7	0,7	1,0	0,9	0,8	0,7
Données par action (€)	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Bnpa	3,2	17,0	6,1	5,2	7,4	9,4
<b>Book value/action</b>	<b>28,5</b>	<b>44,1</b>	<b>52,1</b>	<b>56,2</b>	<b>62,5</b>	<b>70,4</b>
Dividende /action	0,0	0,0	1,1	1,0	1,5	1,9

## Analyste

Pierre LAURENT

01 44 70 20 78

plaurent@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 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 depuis 12 mois:**

**Achat**: Du 07/09/2020 au 07/09/2021 et depuis le 28/03/2022

**Accumuler**: (-)

**Neutre**: Du 07/09/2021 au 28/03/2022

**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	Non	Non	Oui

**« Disclaimer / Avertissement »**

La présente étude a été préparée par EuroLand Corporate indépendamment de Delfingen (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."