

Delfingen


Achat

Capitalisation (M€)	77,2	Ticker	DEL.F.PA / DEL.F.FP	Équipementiers
Objectif de cours	40,00 €	Nb de titres (en millions)	2,6	Flash valeur
Cours au 31/03/2026	29,70 €	Volume moyen 12m (titres)	2 401	01/04/2026
Potentiel	34,7%	Extrêmes 12m (€)	13,00€/38,90€	

Un exercice très solide

A retenir

- ROC 2025 de 30 M€ (MOC 7,5% +190 bps), au-dessus des attentes
- FCF largement positif (27,2 M€) qui permet la poursuite du désendettement
- Objectifs 2026 non rappelés, le ton est plutôt à la prudence du fait de l'environnement

Données financières (en M€)

au 31/12	2024	2025e	2026e	2027e
CA	423,7	400,3	395,2	412,5
var %	-7,2%	-5,5%	-1,3%	4,4%
EBE	46,2	55,1	51,8	55,8
% CA	10,9%	13,8%	13,1%	13,5%
ROC	23,8	30,0	28,1	31,0
% CA	5,6%	7,5%	7,1%	7,5%
RNpg	-0,2	12,6	13,1	15,0
% CA	0,0%	3,1%	3,3%	3,6%
Bnpa (€)	-0,07	4,84	5,04	5,77
ROCE (%)	8,1%	10,9%	10,4%	11,8%
ROE (%)	-0,1%	7,9%	7,8%	8,4%
Gearing (%) (ex IFRS)	76,9%	61,3%	45,8%	33,4%
Dette nette (ex IFRS)	114,4	97,8	77,1	60,0
Dividende n (€)	0,8	1,7	1,5	1,7
Yield (%)	2,5%	7,2%	5,1%	5,8%

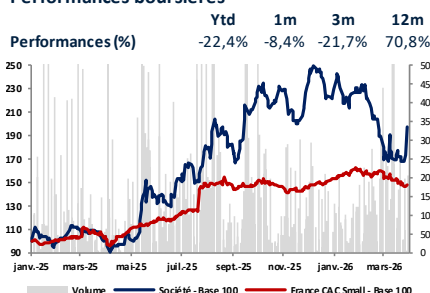
Multiples de valorisation

	2024	2025e	2026e	2027e
VE/CA (x)	0,5	0,5	0,5	0,4
VE/EBE (x)	4,8	3,3	3,5	3,0
VE/ROC (x)	9,4	6,0	6,5	5,4
P/E (x)	ns	5,0	5,9	5,1

Actionnariat



Performances boursières



Publication des résultats 2025

Après avoir publié un chiffre d'affaires 2025 de 400,3 M€, en baisse de -5,5%, Delfingen annonce de solides résultats annuels, globalement au-dessus des attentes. Le ROC du groupe ressort à 30 M€ (cons 28,4 M€), soit une MOC de 7,5% (+190 bps YoY), et le RNpg à 12,6 M€ (vs -0,1 M€ en 2024). Le FCF s'établit à 27,2 M€, ce qui permet à Delfingen d'afficher un niveau de levier hors IFRS 16 (2,1x) plus pilotable. Sur 2026, le ton de la direction est extrêmement prudent à la vue du contexte géopolitique et macroéconomique.

Un deuxième semestre encore très solide

Malgré un chiffre d'affaires qui a accéléré sa décroissance séquentielle au S2 (-7% vs -4,2% au S1), Delfingen a maintenu un excellent niveau de rentabilité sur la deuxième partie d'année. Le ROC S2 ressort à 13,4 M€, soit une MOC de 7,2% (+120 bps YoY).

Sur l'ensemble de l'exercice, la progression des résultats (ROC +26% pour un marge opérationnelle courante de 7,5%, soit une hausse de +190 bps) est attribuable à deux principaux facteurs : 1/ une marge brute en amélioration de 310 bps, sous l'effet de prix d'achat plus avantageux et d'un mix produits favorable, et 2/ un réel effort d'efficacité industrielle et financière via le plan Impulse 2026, qui a également permis la rationalisation d'une partie des activités FTT, non rentables. Pour rappel, Delfingen avait guidé sur une MOC 2025 de 7% au moment de la publication du chiffre d'affaires annuel, en janvier.

Le bas du compte de résultat du groupe n'appelle à aucun commentaire particulier, si ce n'est que le RNpg repasse largement dans le vert et ressort à 12,6 M€ sur l'année (-0,1 M€ en 2024). Un one-off de 7,6 M€, lié au plan Impulse, avait été comptabilisé l'année précédente.



Poursuite du désendettement et de la génération de cash

À fin décembre 2025, la dette nette ex IFRS 16 Delfingen repasse sous les 100 M€ et atteint 97,8 M€, soit un levier de 2,12x et un gearing de 67%. Sur l'exercice, le groupe a généré 27,2 M€ de FCF, qui correspond à un taux de conversion de l'EBITDA de près de 50%. À noter la baisse sensible des CAPEX, qui ressortent sur l'exercice à 14,4 M€ (vs 18,7 M€ en 2024), soit 3,5% (vs 4,3%) du CA, un niveau historiquement bas pour Delfingen. La société a également continué ses efforts en matière de BFR, qui s'améliore de 2,9 M€ sur l'année.

Avec ces bons résultats, Delfingen proposera le versement d'un dividende de 1,73 € au titre de 2025, contre 0,75 € en 2024 et 1,15 € en 2023. Sur le cours moyen de 2025 (24,06 €), ce dividende représente un rendement de 7,2%. C'est le montant unitaire le plus élevé proposé dans l'histoire du groupe, qui correspond à un payout supérieur à 35%.

Perspectives et estimations

Pour 2026, du fait du contexte macroéconomique et géopolitique fortement contraint, Delfingen n'a pas rappelé à l'écrit ses objectifs fixés en janvier (stabilité du chiffre d'affaires à taux de change constants, progression de la rentabilité et poursuite du désendettement). Le groupe se fixe comme priorité stratégique la poursuite de l'adaptation de son modèle, l'accélération du repositionnement géographique en Chine ainsi que la diversification sur d'autres marchés finaux que l'automobile, qui représentent déjà 20% du chiffre d'affaires consolidé. Financièrement, la priorité est accordée au deleverage, qui permettrait à Delfingen de repartir à la chasse de croissances externes, notamment en Chine, où la pression sur les prix devrait rapidement entraîner une vague de consolidation et des opportunités.

Il est encore un peu tôt dans l'année pour fournir des prévisions fiables du fait des potentiels impacts du contexte macro sur la top line ainsi que sur les approvisionnements de Delfingen. La société a toutefois indiqué être prête à répercuter de possibles hausses de prix sur ses marchés les plus matures. Après la revue de notre modèle, nous maintenons pour le moment notre estimation de CA 2026e à 395,2 M€, qui implique une décroissance de -5,5%, pour un ROC de 28,1 M€ (MOC 7,1% ; -40 bps YoY) et un RNpg de 13,1 M€.

Recommandation

À la suite de cette publication, nous maintenons notre recommandation à Achat ainsi que notre objectif de cours à 40,00€ sur le titre, qui fait ressortir un potentiel de hausse de +35%.



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 le marché industriel.

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 2025, le groupe a réalisé 400,3 M€ de CA pour une marge opérationnelle de 7,5%.

Argumentaire d'investissement

Une position de leader incontesté. Présent dans plus de 40 pays, et avec près de 450 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 nouveau débouché. Dans une volonté de diversification, Delfingen adresse de plus en plus un nouveau marché, celui de l'industriel, qui présente des taux de croissance organiques à deux chiffres et une rentabilité substantiellement supérieure à celle de l'automobile. L'opportunité est réelle pour le groupe et pourrait à terme, représenter près de 30% de son CA.

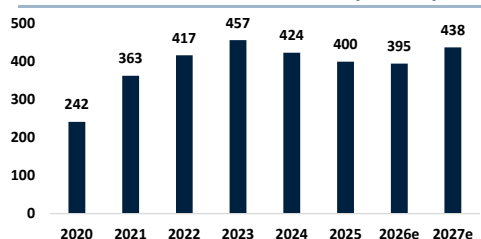
Une vraie culture d'entreprise. Delfingen, c'est aussi plus de 60 ans d'une histoire familiale singulière, à l'actionariat stable, aux racines très ancrées, avec une culture d'entreprise forte. Nous apprécions cette stabilité, ce savoir-faire et cette expertise unique.

Un nouveau souffle avec Impulse 2026. Dans un contexte de marché dégradé sous beaucoup d'aspects, le groupe a annoncé en septembre 2024 le lancement d'un grand plan, qui destine le groupe à retrouver le chemin d'une croissance qualitative, à dégager la meilleure rentabilité du secteur et à le rendre plus imperméable aux différents cycles économiques.

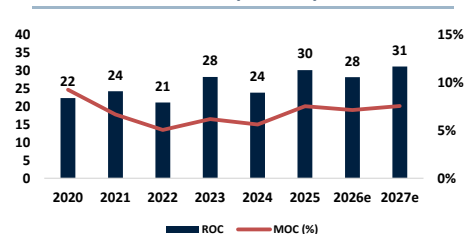
Multiples de valorisation des comparables

Société	Capitalisation	EV/sales			EV/EBITDA			EV/EBIT			P/E		
		FY1	FY2	FY3	FY1	FY2	FY3	FY1	FY2	FY3	FY1	FY2	FY3
Actia Group	66,3	0,3x	0,3x	0,3x	4,9x	4,1x	3,6x	26,2x	11,6x	9,1x	ns	8,1x	5,2x
AKWEL SA	193,2	0,1x	0,1x	0,1x	1,1x	1,1x	1,0x	1,8x	4,9x	2,8x	7,5x	13,3x	9,1x
Fonia SE	1 866,4	0,3x	0,3x	0,3x	2,3x	2,2x	2,1x	4,8x	4,3x	4,4x	13,3x	5,4x	4,8x
LISI SA	2 378,1	1,3x	1,2x	1,1x	8,5x	7,6x	6,9x	13,4x	11,6x	10,5x	19,2x	15,7x	13,7x
OPmobility	2 125,8	0,3x	0,3x	0,3x	3,4x	3,2x	3,1x	6,7x	6,1x	5,7x	9,4x	8,1x	7,1x
Plastiques du Val de Loire SA	44,3	0,3x	0,2x	ns	2,8x	2,7x	nd	9,3x	8,5x	nd	6,3x	5,1x	ns
Valeo SE	2 450,2	0,3x	0,3x	0,3x	2,1x	2,0x	1,9x	6,2x	5,3x	4,7x	6,7x	4,9x	3,8x
Moyenne	1 303,5	0,4x	0,4x	0,4x	3,6x	3,3x	3,1x	9,8x	7,5x	6,2x	10,4x	8,7x	7,3x
Médiane	1 866,4	0,3x	0,3x	0,3x	2,8x	2,7x	2,6x	6,7x	6,1x	5,2x	8,4x	8,1x	6,1x

Evolution du chiffre d'affaires (en M€)



Evolution du ROC (en M€)



Compte de résultat (M€)	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Chiffre d'affaires	230,5	241,9	363,0	417,1	456,7	423,7	400,3	395,2	412,5
Excédent brut d'exploitation	28,4	37,6	44,9	40,0	49,0	46,2	55,1	51,8	55,8
Résultat opérationnel courant	15,2	22,3	24,1	21,0	28,1	23,8	30,0	28,1	31,0
Résultat opérationnel	15,4	53,8	24,2	17,7	23,8	16,2	29,6	28,1	31,0
Résultat financier	-3,8	-4,3	-2,9	-3,6	-9,6	-9,4	-9,8	-7,6	-7,6
Impôts	-3,1	-4,0	-5,0	-5,9	-7,2	-6,9	-6,9	-7,2	-8,2
Mise en équivalence	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Part des minoritaires	0,0	0,1	0,2	0,1	0,1	0,1	0,3	0,2	0,2
Résultat net part du groupe	8,5	45,3	16,1	8,1	7,0	-0,2	12,6	13,1	15,0
Bilan (M€)	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Actifs non courants	113,8	165,7	177,3	182,3	215,8	223,2	212,1	204,2	195,2
<i>dont goodwill</i>	38,0	56,9	60,0	60,7	83,0	85,5	85,5	85,5	85,5
BFR	40,3	65,5	75,2	100,1	86,5	82,6	79,4	84,0	87,2
Disponibilités + VMP	13,0	25,4	26,5	14,9	21,0	23,4	48,7	60,8	77,9
Capitaux propres	76,1	117,7	138,8	145,7	147,4	148,8	159,7	168,5	179,8
Emprunts et dettes financières	82,4	129,1	130,3	143,1	168,2	169,3	169,3	169,3	169,3
Total Bilan	204,3	329,8	329,5	352,8	386,4	383,5	388,6	399,4	413,3
Tableau de flux (M€)	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Marge brute d'autofinancement	26,8	33,9	44,0	40,3	45,5	46,1	38,0	37,0	40,0
Variation de BFR	-0,8	-16,0	-13,3	-27,5	15,4	3,6	3,3	-4,6	-3,2
Flux nets de trésorerie généré par l'activité	23,9	14,5	26,5	6,1	51,2	41,3	41,3	32,4	36,7
CAPEX nets	-10,6	-10,9	-14,4	-18,3	-19,8	-18,1	-14,0	-15,8	-15,7
FCF	13,3	3,6	12,1	-12,2	31,5	23,1	27,3	16,6	21,1
Augmentation de capital	0,0	3,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Variation emprunts	-4,2	27,6	-4,2	-2,1	20,6	-15,8	0,0	0,0	0,0
Dividendes versés	0,0	0,0	-1,0	-3,0	-1,7	-3,0	-2,0	-4,5	-3,9
Flux nets de trésorerie liés au financement	-7,2	27,8	-9,0	-8,9	9,9	-30,4	-2,0	-4,5	-3,9
Variation de trésorerie	6,5	7,5	4,2	-20,9	16,4	-7,1	25,3	12,1	17,1
Ratios (%)	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Variation chiffre d'affaires	7,7%	5,0%	50,1%	14,9%	9,5%	-7,2%	-5,5%	-1,3%	4,4%
Marge EBE	12,3%	15,6%	12,4%	9,6%	10,7%	10,9%	13,8%	13,1%	13,5%
Marge opérationnelle courante	6,6%	9,2%	6,7%	5,0%	6,2%	5,6%	7,5%	7,1%	7,5%
Marge opérationnelle	6,7%	22,2%	6,7%	4,2%	5,2%	3,8%	7,4%	7,1%	7,5%
Marge nette	3,7%	18,7%	4,4%	1,9%	1,5%	0,0%	3,1%	3,3%	3,6%
CAPEX (% CA)	4,6%	4,5%	4,0%	4,4%	4,3%	4,3%	3,5%	4,0%	3,8%
BFR (% CA)	17,5%	27,1%	20,7%	24,0%	18,9%	19,5%	19,8%	21,3%	21,1%
ROCE	6,6%	6,4%	6,4%	5,6%	7,0%	5,8%	7,7%	7,3%	8,2%
ROCE hors GW	8,7%	8,5%	8,4%	7,1%	9,6%	8,1%	10,9%	10,4%	11,8%
ROE	11,2%	38,6%	11,7%	5,6%	4,8%	-0,1%	7,9%	7,8%	8,4%
Payout	0,0%	2,2%	18,3%	21,1%	43,7%	N/A	35,8%	30,0%	30,0%
Dividend yield	0,0%	2,2%	2,2%	1,3%	2,3%	2,5%	7,2%	5,1%	5,8%
Ratios d'endettement	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Gearing (%)	91,3%	88,1%	74,8%	87,9%	99,8%	98,1%	75,6%	64,4%	50,9%
Dettes nettes/EBE	2,4	2,8	2,3	3,2	3,0	3,2	2,2	2,1	1,6
EBE/charges financières	9,6	12,1	12,1	11,4	6,1	5,0	8,1	7,6	8,2
Valorisation	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Nombre d'actions (en millions)	2,4	2,7	2,7	2,7	2,6	2,6	2,6	2,6	2,6
Nombre d'actions moyen (en millions)	2,4	2,7	2,7	2,7	2,6	2,6	2,6	2,6	2,6
Cours (moyenne annuelle en euros)	20,2	17,2	50,7	47,6	51,0	30,8	24,1	29,7	29,7
(1) Capitalisation boursière moyenne	49,2	45,8	135,0	126,9	133,5	80,5	62,7	77,2	77,2
(2) Dette nette (+)/trésorerie nette (-)	51,6	103,7	103,9	128,2	147,2	145,9	120,6	108,6	91,5
(3) Valeur des minoritaires	0,2	0,4	0,7	0,8	0,8	0,9	1,2	1,4	1,6
(4) Valeur des actifs financiers	2,4	2,2	2,3	2,0	2,6	3,3	3,3	3,3	3,3
Valeur d'entreprise = (1)+(2)+(3)-(4)	98,7	147,7	237,2	253,8	278,8	223,9	181,2	183,9	167,0
VE/CA	0,4x	0,6x	0,7x	0,6x	0,6x	0,5x	0,5x	0,5x	0,4x
VE/EBE	3,5x	3,9x	5,3x	6,3x	5,7x	4,8x	3,3x	3,5x	3,0x
VE/ROC	6,5x	6,6x	9,8x	12,1x	9,9x	9,4x	6,0x	6,5x	5,4x
P/E	5,8x	1,0x	8,4x	15,7x	19,1x	ns	5,0x	5,9x	5,1x
P/B	0,6x	0,4x	1,0x	0,9x	0,9x	0,5x	0,4x	0,5x	0,4x
P/CF	2,1x	3,2x	5,1x	20,9x	2,6x	1,9x	1,5x	2,4x	2,1x
FCF yield (%)	13,5%	2,4%	5,1%	-4,8%	11,3%	10,3%	15,1%	9,0%	12,6%
Données par action (€)	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Bnpa	3,5	17,0	6,1	3,0	2,7	-0,1	4,8	5,0	5,8
Book value/action	31,1	44,1	52,1	54,7	56,4	56,9	61,3	64,8	69,1
Dividende /action	0,0	0,4	1,1	0,6	1,2	0,8	1,7	1,5	1,7



Système de recommandations :

Les recommandations d'EuroLand Corporate portent sur les douze prochains mois et sont définies comme suit :

- Achat** : Potentiel de hausse du titre supérieur à 15% en absolu par rapport au cours actuel, assorti d'une qualité des fondamentaux.
Accumuler : Potentiel de hausse du titre compris entre 0% et 15% en absolu par rapport au cours actuel.
Neutre : Potentiel du titre compris entre -5% et +5% en absolu par rapport au cours actuel.
Alléger : Potentiel de baisse du titre compris entre 0% et 15% en absolu par rapport au cours actuel.
Vente : Potentiel de baisse du titre supérieur à 15% en absolu par rapport au cours actuel, valorisation excessive.
Sous revue : La recommandation est sous revue en raison d'une opération capitalistique (OPA / OPE / Augmentation de capital...), d'un changement d'analyste ou d'une situation de conflit d'intérêt temporaire entre EuroLand Corporate et l'émetteur.

Historique de recommandations :

Achat : 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	Oui	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."

EuroLand Corporate
17 avenue George V
75008 Paris
01 44 70 20 80

