

Capitalisation (M€)	23,2	Ticker	ALTUV.PA / ALTUV.FP	Cleantech
Objectif de cours	3,00 €	Nb de titres (en millions)	14,2	Flash valeur
Cours au 18/09/2025	1,64 €	Volume moyen 12m (titres)	13 440	19/09/2025
Potentiel	82,9%	Extrêmes 12m (€)	1,45€/2,37€	

## Résultats solides malgré la baisse du CA

### A retenir

- Marge d'EBITDA S1 2025 de 17,3% (+30 bps)
- FCF positif et poursuite du désendettement
- Objectifs annuels maintenus

#### Données financières (en M€)

au 31/12	2024	2025e	2026e	2027e
CA	39,6	39,6	41,8	44,0
var %	-8,2%	0,2%	5,4%	5,2%
EBE	5,3	4,8	5,2	5,8
% CA	13,5%	12,1%	12,6%	13,1%
ROC	2,1	2,0	2,5	3,6
% CA	5,4%	4,9%	6,1%	8,1%
RN	0,0	0,9	1,4	2,1
% CA	0,1%	2,3%	3,2%	4,9%
Bnpa (€)	0,00	0,07	0,10	0,15
ROCE (%) ex GW	7,2%	6,9%	9,3%	13,4%
ROE (%)	0,1%	2,3%	3,2%	4,8%
Gearing (%)	53,4%	20,1%	13,9%	7,8%
Dette nette	17,5	8,3	5,9	3,5
Dividende n (€)	0,0	0,0	0,0	0,0
Yield (%)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

#### Multiples de valorisation

	2024	2025e	2026e	2027e
VE/CA (x)	1,2	0,8	0,7	0,6
VE/EBE (x)	9,1	6,6	5,6	4,7
VE/ROC (x)	22,7	16,2	11,6	7,5
P/E (x)	ns	25,0	17,1	10,8

#### Actionnariat



#### Performances boursières



#### Publication des résultats semestriels 2025

Après la publication d'un CA S1 2025 en baisse de -8% à 20,4 M€, Bio-UV communique des résultats solides au titre du premier semestre. L'EBITDA ressort à 3,5 M€, soit une marge de 17,3% (+30 bps YoY) pour un RN de 1,3 M€ (vs 0,4 M€ au S1 2024). Le désendettement s'est également accéléré grâce à la génération de FCF (1,0 M€ sur le semestre) et au produit de l'augmentation de capital réalisée en début d'année.

#### Les efforts de gestion et d'efficacité continuent de payer

A l'instar de l'exercice 2024, où le groupe était parvenu à faire progresser ses marges malgré la baisse du chiffre d'affaires, le premier semestre 2025 a permis à Bio-UV de poursuivre ses efforts en matière de gestion des coûts et d'efficacité. Si les charges externes ont reculé dans la même proportion que le chiffre d'affaires (-9% vs -8%), les charges de personnel (+2%) ont été bien contenues grâce à une nouvelle organisation commerciale, plus adaptée à l'offre. Ainsi, malgré la baisse mécanique de -8% de l'EBITDA (3,5 M€ vs 3,8 M€ au S1 2024), la société a réussi à faire progresser son niveau de rentabilité relatif (marge d'EBITDA en hausse de +30 bps à 17,3%).

Le principal élément à retenir dans le bas de P&L est la multiplication par 3,5x du RN, qui ressort à 1,3 M€, contre 0,4 M€ un an auparavant. Nous rappelons que BIO-UV avait comptabilisé un one-off de 0,9 M€ au titre du règlement du litige avec Neptune Benson aux USA.

#### FCF encore positif, et deleverage

Sur le semestre, le FCF du groupe ressort de nouveau positif et s'établit à 1,0 M€, soit un taux de conversion de l'EBITDA légèrement supérieur à 30%, grâce à un CFO de 1,8 M€ et des capex (-0,8 M€) sous contrôle. Après prise en compte du produit net de l'augmentation de capital réalisée en début d'année pour 7,7 M€ et du remboursement de 2,9 M€ d'emprunts, la dette nette du groupe continue de fondre : elle ressort à 9,1 M€ à la clôture des comptes semestriels (ex IFRS 16), soit un gearing de 22%. Il était de 78% fin 2022.



### Perspectives et estimations

Sur le second semestre, la priorité sera donnée au retour à la croissance organique. S'il nous semble difficile de voir un rebond significatif de l'activité Produits du fait des niveaux d'activité affichés par le marché, même avec une nouvelle surperformance, 1/ les Solutions (carnet de commandes non chiffré mais en nette hausse sur le maritime, pipeline non chiffré mais important sur l'aquaculture, croissance attendue sur le REUT) et 2/ les Services (poursuite des efforts commerciaux) devraient permettre à Bio-UV d'atteindre son objectif.

Nous maintenons en conséquence notre estimation de CA 2025e de 39,6 M€, impliquant une croissance annuelle de +0,2% et de +11,3% sur le S2. Côté rentabilité, même si le groupe entend poursuivre l'amélioration de son EBITDA, nous sommes plutôt prudents. Dans un deuxième semestre dont la saisonnalité est déjà historiquement défavorable, le mix devrait peser du fait de la reprise attendue sur les ventes de systèmes dans le maritime, au détriment du récréatif, mieux margé, et malgré la poussée des services. Nous attendons toujours un EBITDA de 4,8 M€, soit une marge de 12,1% (-140 bps) pour un RN de 0,9 M€. Le désendettement, lui devrait se poursuivre grâce à la génération de FCF (gearing de 20% attendu à la fin de l'exercice).

### Recommandation

Nous réitérons notre recommandation à Achat et maintenons notre objectif de cours de 3,00€.



## Présentation de la société

Depuis sa création en 2000, Bio-UV Group conçoit, fabrique et commercialise des systèmes de désinfection et de traitement de l'eau sans chimie à travers le monde. La société est positionnée sur deux segments principaux : les eaux récréatives (municipales, piscines) et industrielles, cœur de métier historique du groupe, ainsi que le marché des eaux de ballast, depuis 2011.

Bio-UV dispose d'une gamme reconnue (et certifiée) de produits maritimes et terrestres (ultraviolet, ozone, AOP, électrolyse de sel), qui a su s'étoffer avec le temps à travers une politique active de croissance externe. La récente acquisition de Corelec en novembre 2021 (électrolyse de sel) devrait notamment permettre au groupe de rentrer dans une nouvelle dimension. Bio-UV a réalisé 39,6 M€ de chiffre d'affaires en 2024.

## Argumentaire d'investissement

**Une technologie compétitive et brevetée.** Le groupe est aujourd'hui l'un des rares acteurs du marché à proposer une gamme complète de produits sans chimie. La technologie ultraviolet, UV-C, est notamment doublement certifiée (OMI & USCG) et garantit un haut niveau de qualité.

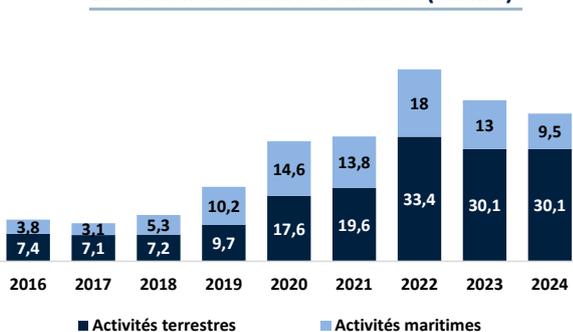
**Des relais de croissance clairs.** Le groupe dispose des capacités nécessaires à son développement, tant sur le plan commercial qu'industriel, et jouit d'une belle visibilité sur ses activités maritimes étant donné la structure du marché. Le potentiel à l'international pourrait également se libérer après la levée des restrictions, ainsi que la montée en puissance de nouveaux marchés (reuse, aquaculture...)

**Un rôle de premier plan dans la transition écologique.** La raison d'être de la société – préserver une des ressources naturelles indispensables à l'homme, l'eau – est claire, tout autant que le rôle essentiel du groupe à long-terme dans la transformation durable de nos sociétés face au changement climatique.

## 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
Alfa Laval AB	15 067,3	2,5x	2,4x	2,3x	12,5x	11,9x	11,4x	14,7x	14,1x	13,4x	19,6x	18,6x	17,7x
Fluidra, S.A.	4 219,2	2,4x	2,3x	2,2x	10,6x	9,7x	9,1x	15,8x	13,5x	12,1x	22,0x	18,4x	16,1x
Industrie De Nora SpA	1 385,0	1,6x	1,6x	1,5x	9,2x	9,8x	9,2x	12,3x	13,4x	12,6x	17,6x	18,1x	16,5x
Hayward Holdings, Inc.	2 655,3	3,5x	3,3x	3,1x	13,1x	12,1x	11,0x	16,6x	14,9x	13,3x	24,0x	20,5x	16,7x
Halma plc	14 111,8	5,3x	5,0x	4,7x	21,9x	20,5x	19,3x	24,5x	22,7x	21,4x	32,4x	29,9x	27,9x
Pentair plc	14 739,0	4,4x	4,3x	4,1x	16,7x	15,4x	14,4x	17,8x	16,4x	15,4x	21,9x	19,9x	18,5x
Pool Corporation	9 603,1	2,3x	2,2x	2,1x	18,6x	17,3x	16,0x	20,6x	19,1x	17,8x	27,3x	25,3x	23,3x
UV GERMI Societe Anonyme	10,2	1,8x	1,6x	1,5x	16,8x	15,0x	12,9x	30,0x	26,4x	22,2x	14,5x	12,4x	13,3x
Veralto Corporation	21 622,1	4,8x	4,6x	4,3x	19,2x	17,8x	16,4x	19,9x	18,4x	16,8x	27,3x	25,1x	23,1x
Xylem Inc.	27 430,3	3,7x	3,5x	3,4x	17,3x	16,0x	14,7x	22,4x	19,9x	18,2x	28,8x	25,9x	23,2x
<b>Moyenne</b>	<b>11 084,3</b>	<b>3,2x</b>	<b>3,1x</b>	<b>2,9x</b>	<b>15,6x</b>	<b>14,5x</b>	<b>13,4x</b>	<b>19,5x</b>	<b>17,9x</b>	<b>16,3x</b>	<b>23,5x</b>	<b>21,4x</b>	<b>19,6x</b>
<b>Médiane</b>	<b>11 857,5</b>	<b>3,0x</b>	<b>2,9x</b>	<b>2,7x</b>	<b>16,8x</b>	<b>15,2x</b>	<b>13,7x</b>	<b>18,8x</b>	<b>17,4x</b>	<b>16,1x</b>	<b>23,0x</b>	<b>20,2x</b>	<b>18,1x</b>

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



## Evolution de l'EBITDA (en M€)



Compte de résultat (M€)	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Chiffre d'affaires	33,5	51,3	43,1	39,6	39,6	41,8	44,0
<b>Excédent brut d'exploitation</b>	<b>3,9</b>	<b>7,1</b>	<b>5,5</b>	<b>5,3</b>	<b>4,8</b>	<b>5,2</b>	<b>5,8</b>
Résultat opérationnel courant	1,0	4,1	2,3	2,1	2,0	2,5	3,6
Résultat opérationnel	1,0	4,1	2,3	2,1	2,0	2,5	3,6
Résultat financier	-0,3	-0,8	-1,3	-1,0	-0,7	-0,7	-0,7
Impôts	0,1	-0,6	0,1	-0,1	-0,3	-0,5	-0,7
Mise en équivalence	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Part des minoritaires	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Résultat net part du groupe</b>	<b>0,7</b>	<b>2,4</b>	<b>0,1</b>	<b>0,0</b>	<b>0,9</b>	<b>1,4</b>	<b>2,1</b>
Bilan (M€)	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Actifs non courants	47,9	44,6	43,7	42,4	41,3	40,5	40,3
<i>dont goodwill</i>	<i>28,6</i>	<i>31,2</i>	<i>31,2</i>	<i>31,2</i>	<i>31,2</i>	<i>31,2</i>	<i>31,2</i>
BFR	3,7	15,4	14,7	10,9	11,2	11,0	11,0
<b>Disponibilités + VMP</b>	<b>10,6</b>	<b>2,0</b>	<b>2,7</b>	<b>3,9</b>	<b>13,1</b>	<b>15,5</b>	<b>17,8</b>
Capitaux propres	30,7	32,3	32,2	32,7	41,1	42,5	44,6
Emprunts et dettes financières (inc IFRS 16)	30,9	29,1	28,3	24,0	24,0	24,0	24,0
<b>Total Bilan</b>	<b>81,1</b>	<b>74,1</b>	<b>71,4</b>	<b>66,1</b>	<b>73,5</b>	<b>75,2</b>	<b>77,7</b>
Tableau de flux (M€)	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Marge Brute d'autofinancement	3,6	5,5	4,0	3,5	3,8	4,1	4,3
Variation de BFR	-0,3	-2,9	2,2	3,4	-0,3	0,2	0,0
<b>Flux net de trésorerie généré par l'activité</b>	<b>3,3</b>	<b>2,7</b>	<b>6,2</b>	<b>6,9</b>	<b>3,5</b>	<b>4,2</b>	<b>4,4</b>
Investissements opérationnels nets	-2,7	-2,1	-2,0	-1,9	-1,8	-1,9	-2,0
<b>FCF</b>	<b>0,6</b>	<b>0,6</b>	<b>4,3</b>	<b>5,0</b>	<b>1,7</b>	<b>2,4</b>	<b>2,4</b>
Investissements financiers nets	-18,0	-6,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Flux nets de trésorerie liés aux investissements</b>	<b>-20,7</b>	<b>-8,9</b>	<b>-2,0</b>	<b>-1,9</b>	<b>-1,8</b>	<b>-1,9</b>	<b>-2,0</b>
Augmentation de capital	0,0	0,0	0,0	0,0	7,5	0,0	0,0
Variation emprunts	16,1	-2,0	-3,0	-4,0	0,0	0,0	0,0
Dividendes versés	0,0	-0,5	-0,6	0,0	0,0	0,0	0,0
Autres	-0,5	0,0	0,0	0,3	0,0	0,0	0,0
<b>Flux nets de trésorerie liés au financement</b>	<b>15,5</b>	<b>-2,5</b>	<b>-3,6</b>	<b>-3,7</b>	<b>7,5</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>
Variation de trésorerie	-2,0	-8,7	0,7	1,4	9,2	2,4	2,4
Ratios (%)	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
<b>Variation chiffre d'affaires</b>	<b>4,0%</b>	<b>53,3%</b>	<b>-15,9%</b>	<b>-8,2%</b>	<b>0,2%</b>	<b>5,4%</b>	<b>5,2%</b>
Marge EBE	11,7%	13,8%	12,8%	13,5%	12,1%	12,6%	13,1%
<b>Marge opérationnelle courante</b>	<b>3,0%</b>	<b>8,1%</b>	<b>5,3%</b>	<b>5,4%</b>	<b>4,9%</b>	<b>6,1%</b>	<b>8,1%</b>
Marge opérationnelle	3,0%	8,1%	5,3%	5,4%	4,9%	6,1%	8,1%
Marge nette	2,1%	4,7%	0,3%	0,1%	2,3%	3,2%	4,9%
CAPEX (% CA)	7,9%	4,1%	4,5%	4,7%	4,5%	4,5%	4,5%
BFR (% CA)	11,0%	30,0%	34,0%	27,6%	28,2%	26,4%	25,0%
<b>ROCE</b>	<b>1,3%</b>	<b>5,2%</b>	<b>3,0%</b>	<b>3,0%</b>	<b>2,8%</b>	<b>3,7%</b>	<b>5,2%</b>
ROCE hors GW	2,9%	10,8%	6,3%	7,2%	6,9%	9,3%	13,4%
ROE	2,2%	7,5%	0,4%	0,1%	2,3%	3,2%	4,8%
Payout	102,7%	35,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Dividend yield	0,9%	1,2%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Ratios d'endettement	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
<b>Gearing (%)</b>	<b>66,2%</b>	<b>78,6%</b>	<b>68,2%</b>	<b>53,4%</b>	<b>20,1%</b>	<b>13,9%</b>	<b>7,8%</b>
Dettes nettes/EBE	5,2	3,6	4,0	3,3	1,7	1,1	0,6
EBE/charges financières	15,0	8,9	4,2	5,5	6,7	7,3	8,0
Valorisation	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Nombre d'actions (en millions)	10,4	10,4	10,4	10,4	10,4	10,4	10,4
Nombre d'actions moyen (en millions)	10,4	10,4	10,4	10,4	10,4	10,4	10,4
Cours (moyenne annuelle en euros)	5,7	4,9	3,8	2,2	1,6	1,6	1,6
(1) Capitalisation boursière moyenne	59,0	50,6	39,0	22,5	17,0	17,0	17,0
(2) Dette nette (+)/ trésorerie nette (-) ex IFRS 16	20,3	25,4	22,0	17,5	8,3	5,9	3,5
(3) Valeur des minoritaires	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
(4) Valeur des actifs financiers	5,4	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
Valeur d'entreprise = (1)+(2)+(3)-(4)	73,9	75,7	60,7	39,6	24,9	22,5	20,2
VE/CA	2,8	1,9	1,8	1,2	0,8	0,7	0,6
<b>VE/EBE</b>	<b>24,1</b>	<b>13,4</b>	<b>13,7</b>	<b>9,1</b>	<b>6,6</b>	<b>5,6</b>	<b>4,7</b>
VE/ROC	94,7	23,0	32,9	22,7	16,2	11,6	7,5
<b>P/E</b>	<b>117,0</b>	<b>28,6</b>	<b>ns</b>	<b>ns</b>	<b>25,0</b>	<b>17,1</b>	<b>10,8</b>
P/B	2,6	2,1	1,7	0,9	0,6	0,5	0,5
P/CF	17,9	18,8	6,3	3,3	4,9	4,0	3,9
<b>FCF yield (%)</b>	<b>0,9%</b>	<b>0,8%</b>	<b>7,1%</b>	<b>12,7%</b>	<b>6,9%</b>	<b>10,5%</b>	<b>11,9%</b>
Données par action (€)	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
<b>Bnpa</b>	<b>0,05</b>	<b>0,17</b>	<b>0,01</b>	<b>0,00</b>	<b>0,07</b>	<b>0,10</b>	<b>0,15</b>
Book value/action	3,0	3,1	3,1	3,2	4,0	4,1	4,3
Dividende /action	0,05	0,06	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00



**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 : Depuis le 12/02/2019

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 Bio-UV (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

