EuroLand Corporate



Agripower FRANCE

Sous revue

Capitalisation (M€)	7,8	Ticker	ALAGA.PA / ALGA:EN		Energie
Objectif de cours	**NC**	Nb de titres (en millions)	14,7		Flash valeur
Cours au 20/11/2026	0,53 €	Volume moyen 12m (titres)	18 267		23/11/2026
Potentiel	*NC*	Extrêmes 12m (€)	0,45€/1,65€		

Premier verrou bancaire levé

À retenir

- Finalisation du financement bancaire de 5,3 M€ de l'unité « Les Gourmets », détenue à 49% via Eliona
- Encaissement immédiat de 1,4 M€ par Agripower France au titre de son contrat de
- Six autres projets en cours d'instruction bancaire, mise en service des Gourmets attendue fin T1 2027

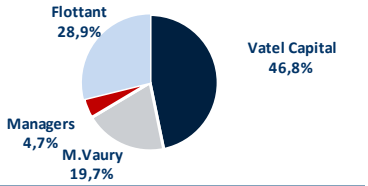
Données financières (en M€)

au 30/06	FY25	FY25 pf	FY26	FY26 cons
CA net	3,7	4,4	8,3	11,5
var %	*168,0%*	*ns*	*125,3%*	*161,3%*
EBE	-2,7	-3,8	-2,5	-3,5
% CA	*-73,6%*	*-87,0%*	*-29,8%*	*-30,8%*
ROC	-4,0	-5,4	-2,1	-3,7
% CA	*-109,3%*	*-122,4%*	*-25,0%*	*-32,2%*
RN	-3,9	-5,4	-1,9	-4,4
% CA	*-104,5%*	*-122,4%*	*-22,3%*	*-38,3%*
Bnpa (€)	-1,08	-1,51	-0,13	-0,31
ROCE hors GW (%)	-59,9%	-101,4%	-14,4%	-23,1%
ROE (%)	-119,0%	-316,2%	-18,0%	-67,4%
Gearing (%)	16,3%	152,6%	-1,5%	109,5%
Dette nette	0,5	2,6	-0,2	7,3
Dividende n (€)	0,0	0,0	0,0	0,0
Yield (%)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Multiples de valorisation

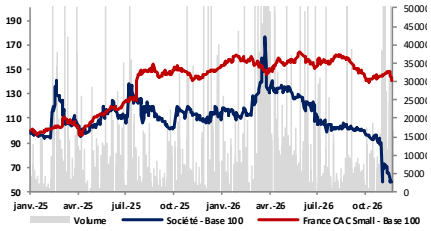
	FY25	FY25 pf	FY26	FY26 cons
VE/CA (x)	0,4	1,3	0,1	1,4
VE/EBE (x)	ns	ns	ns	ns
VE/ROC (x)	ns	ns	ns	ns
P/E (x)	ns	ns	ns	ns

Actionnariat



Performances boursières

	Ytd	1m	3m	12m
Performances (%)	-46,6%	-39,6%	-44,3%	-47,9%



Finalisation du financement bancaire sur Les Gourmets

Agripower annonce la finalisation du financement bancaire de 5,3 M€ destiné à la construction de l'unité de méthanisation en injection « Les Gourmets », dont sa filiale Eliona détient 49% du capital et des droits économiques. Les fonds permettront notamment le remboursement immédiat du prêt participatif de 2,5 M€ levé au S1 2026 et le règlement de 1,4 M€ de factures de travaux à Agripower France. Les travaux sont largement avancés et la mise en service est prévue fin T1 2027. Un premier feu vert bancaire, trois semaines après l'observation des commissaires aux comptes sur la continuité d'exploitation.

1,4 M€ de cash pour la maison-mère

L'élément tangible à court terme est l'encaissement de 1,4 M€ par Agripower France, soit un peu moins de la moitié de son contrat de travaux de 3,0 M€. Ce montant est perçu en intégralité par la maison-mère, indépendamment du taux de détention. Le remboursement du prêt participatif allège pour sa part la structure de la société de projet, sans effet direct sur la trésorerie du groupe selon notre lecture. Concernant le compte courant de 0,8 M€ mis à disposition de la SPV par Agripower, il reste bloqué dans le projet car il constitue la parts en fonds propres demandée par les banques et nécessaire à la réalisation du projet.

Une lecture consolidée un peu différente

Le projet devant être intégré proportionnellement, la lecture consolidée diffère de la lecture en cash. Les opérations entre Agripower France et la société de projet étant éliminées à hauteur de 49%, seuls 51% du contrat de travaux, soit c1,5 M€, ressortiront en chiffre d'affaires consolidé. En contrepartie, le groupe intégrera 49% de la dette bancaire, soit c2,6 M€. Dit autrement, une partie de la trésorerie consolidée sera logée dans la société de projet, où elle n'est pas librement disponible pour le groupe.


Pierre LAURENT - Head Equity Research - 01 44 70 20 78 - plaurent@elcorp.com

Perspectives et estimations

Au-delà du montant, qui va donner un peu d'air à Agripower France, l'opération valide selon nous la bancabilité d'un projet greenfield sous tarif réglementé et le schéma visé par le management. Reste à le dupliquer sur les autres projets en cours, alors que le groupe étudie toujours des financements complémentaires pour renforcer sa trésorerie. Pour rappel, à la clôture des comptes 2025/2026, Agripower disposait d'une trésorerie brute de 3,0 M€, dont 1,9 M€ au niveau d'Agripower France, pour un EBITDA consolidé de -3,5 M€. Nous maintenons donc, pour le moment, la suspension de notre recommandation et nos estimations.

Présentation de la société

Acteur de référence sur le marché français de la méthanisation depuis 2012, Agripower est un bureau d'études qui conçoit, installe et s'occupe de la maintenance d'unités de méthanisation, principalement en milieu agricole. La méthanisation est un procédé qui permet de transformer des intrants organiques en biogaz.

Après un changement de management fin 2023 et une revue drastique de son modèle, Agripower a ouvert une nouvelle page de son histoire et ambitionne désormais 1/ de se concentrer sur l'injection biométhane sur l'activité pour compte de tiers, 2/ de développer une base de revenus récurrents à travers des services de maintenance et 3/ de remonter la chaîne de valeur en devenant producteur pour compte propre.

Sur les derniers mois, l'actualité de la société a été très dynamique. Agripower a notamment signé sept prises de participation dans des unités en injection biométhane, à la fois en greenfield et en brownfield.

Argumentaire d'investissement

Une exposition directe à un marché structurellement en croissance. La production française de biométhane injecté a atteint 13,6 TWh fin 2025 (+17 % sur un an), tandis que la PPE vise 44 TWh en 2030, soit plus de trois fois le niveau actuel, offrant une visibilité sectorielle rare.

Un acteur crédible, bien positionné dans la chaîne de valeur. Avec près de 100 unités livrées (≈5 % du parc national), un partenariat industriel de long terme avec Weltec et un réseau d'une dizaine de coopératives agricoles majeures, le groupe dispose d'avantages compétitifs difficiles à reproduire.

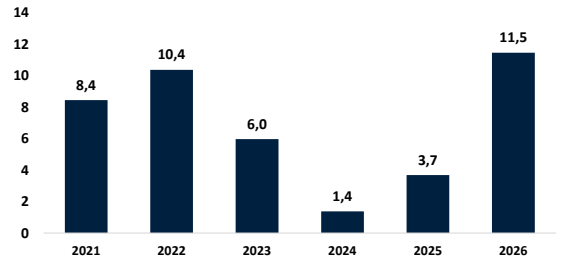
Une transformation stratégique déjà engagée et crédible. Depuis fin 2023, le recentrage sur l'injection biométhane, l'arrêt des projets « à la ferme » et la montée dans la chaîne de valeur via l'IPP ont profondément modifié le profil d'Agripower, avec sept prises de participation signées et un premier actif productif consolidé.

La bascule vers l'IPP, puissant relais de création de valeur. Les unités détenues en propre ciblent des marges normatives d'EBITDA de 25–35 % et des TRI equity ≥15 %, tandis que le premier actif (Méthélec) vise >6 M€ de CA annuel pour environ 30 % de marge à terme, illustrant concrètement le potentiel du modèle.

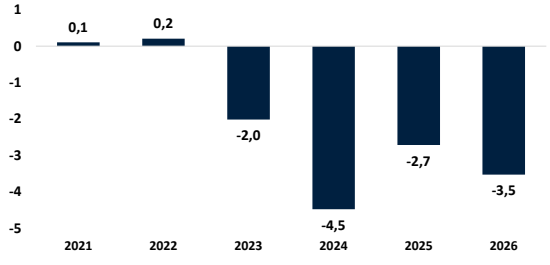
Multiples de valorisation des comparables

		EV/sales			EV/EBITDA			EV/EBIT			P/E		
Société	**Capitalisation**	**FY1**	**FY2**	**FY3**	**FY1**	**FY2**	**FY3**	**FY1**	**FY2**	**FY3**	**FY1**	**FY2**	**FY3**
Altea Green Power S.p.A.	93,9	4,9x	3,0x	2,1x	8,9x	5,5x	3,8x	9,2x	5,8x	3,9x	11,2x	6,9x	4,6x
Charwood Energy S.A	21,1	2,3x	1,7x	1,4x	ns	26,2x	13,8x	ns	ns	37,5x	ns	ns	ns
La Francaise de l'Energie SA	98,0	6,7x	3,4x	3,5x	17,6x	8,8x	5,2x	44,9x	13,8x	6,2x	ns	10,7x	3,3x
Fluor Corporation	5 539,8	0,3x	0,3x	0,2x	9,2x	7,9x	6,7x	10,0x	8,3x	6,4x	14,0x	14,1x	12,1x
Montauk Renewables, Inc.	306,4	2,2x	2,0x	ns	8,9x	7,6x	5,5x	26,8x	15,1x	7,7x	23,8x	14,5x	7,1x
Voltalia SA	486,5	4,3x	3,8x	3,5x	13,1x	9,6x	8,4x	48,6x	20,3x	16,4x	ns	ns	18,6x
Verbio SE	1 761,5	0,9x	0,8x	0,9x	6,9x	5,8x	5,8x	9,6x	7,7x	7,5x	16,2x	12,1x	10,3x
Moyenne	**935,0**	**3,1x**	**2,1x**	**1,9x**	**10,8x**	**10,2x**	**7,0x**	**24,8x**	**11,8x**	**12,2x**	**16,3x**	**11,7x**	**9,3x**
Médiane	**173,0**	**2,3x**	**2,0x**	**1,7x**	**9,1x**	**7,9x**	**5,8x**	**18,4x**	**11,1x**	**7,5x**	**15,1x**	**12,1x**	**8,7x**

CA 2021-2026 (2026 consolidé) (M€)



EBITDA 2021-2026 (2026 consolidé) (M€)



Agripower / *Energie*

EuroLand Corporate

Compte de résultat (M€)	2020/21	2021/22	2022/23	2023/24	2024/25	2024/2025 pf	2025/26	2025/2026 cons
Chiffre d'affaires	8,4	10,4	6,0	1,4	3,7	4,4	8,3	11,5
Excédent brut d'exploitation	0,1	0,2	-2,0	-4,5	-2,7	-3,8	-2,5	-3,5
Résultat opérationnel courant	**0,1**	**0,2**	**-2,3**	**-4,7**	**-4,0**	**-5,4**	**-2,1**	**-3,7**
Résultat opérationnel	0,1	0,2	-2,3	-4,7	-4,0	-5,4	-2,1	-3,7
Résultat financier	0,0	0,0	0,0	0,2	0,2	0,0	0,2	-0,7
Impôts	0,0	0,2	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Mise en équivalence	0,0	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	0,0
Résultat net part du groupe	**0,1**	**0,4**	**-2,3**	**-4,9**	**-3,9**	**-5,4**	**-1,9**	**-4,4**
Bilan (M€)	**2020/21**	**2021/22**	**2022/23**	**2023/24**	**2024/25**	**2024/2025 pf**	**2025/26**	**2025/2026 cons**
Actifs non courants	0,3	0,8	1,5	2,9	4,5	5,8	12,7	15,6
dont goodwill	*0,0*	*0,0*	*0,0*	*0,0*	*0,0*	*1,5*	*0,0*	*2,6*
BFR	1,0	4,4	5,7	1,8	0,6	-0,3	-1,9	-1,1
Disponibilités + VMP	**14,4**	**12,1**	**8,1**	**5,6**	**1,5**	**1,7**	**1,9**	**3,0**
Capitaux propres	13,7	14,1	11,8	7,1	3,2	1,7	10,3	6,7
Emprunts et dettes financières	2,0	3,3	3,3	3,1	2,0	4,3	1,8	10,3
Total Bilan	**20,5**	**22,2**	**21,6**	**13,4**	**10,0**	**13,2**	**21,9**	**29,9**
Tableau de flux (M€)	**2020/21**	**2021/22**	**2022/23**	**2023/24**	**2024/25**	**2024/2025 pf**	**2025/26**	**2025/2026 cons**
Marge Brute d'autofinancement	0,1	0,4	-1,9	-4,9	-2,5	-3,9	-2,3	-3,9
Variation de BFR	-0,4	-3,4	-1,3	3,8	1,3	1,4	-0,1	-2,3
Flux net de trésorerie généré par l'activité	**-0,3**	**-3,0**	**-3,2**	**-1,0**	**-1,3**	**-2,4**	**-2,4**	**-6,2**
Investissements opérationnels nets	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,0	-2,3	0,0	-4,4
FCF	**-0,3**	**-3,0**	**-3,2**	**-1,2**	**-1,3**	**-4,7**	**-2,4**	**-10,6**
Investissements financiers nets	0,0	0,0	0,0	-1,5	-1,7	-0,1	-8,4	-0,2
Flux nets de trésorerie liés aux investissements	**0,0**	**0,0**	**0,0**	**-1,6**	**-1,7**	**-2,3**	**-8,4**	**-4,6**
Augmentation de capital	9,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	8,9	8,9
Variation emprunts	1,3	0,0	0,0	0,1	-1,0	0,9	2,3	3,2
Dividendes versés	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Flux nets de trésorerie liés au financement	**10,7**	**0,0**	**0,0**	**0,1**	**-1,0**	**0,9**	**11,2**	**12,1**
Variation de trésorerie	10,4	-3,0	-3,2	-2,6	-4,0	-3,9	0,4	1,3
Ratios (%)	**2020/21**	**2021/22**	**2022/23**	**2023/24**	**2024/25**	**2024/2025 pf**	**2025/26**	**2025/2026 cons**
Variation chiffre d'affaires	**9,6%**	**22,9%**	**-42,4%**	**-76,9%**	**168,0%**	**ns**	**125,3%**	**161,3%**
Marge EBE	1,3%	2,0%	-33,8%	-325,3%	-73,6%	-87,0%	-29,8%	-30,8%
Marge opérationnelle courante	**1,2%**	**1,7%**	**-39,0%**	**-340,2%**	**-109,3%**	**-122,4%**	**-25,0%**	**-32,2%**
Marge opérationnelle	1,2%	1,7%	-39,0%	-340,2%	-109,3%	-122,4%	-25,0%	-32,2%
Marge nette	0,6%	3,5%	-37,7%	-355,0%	-104,5%	-122,4%	-22,3%	-38,3%
CAPEX (% CA)	0,1%	0,1%	0,1%	10,4%	0,4%	52,0%	0,2%	38,6%
BFR (% CA)	12,2%	42,6%	95,1%	133,1%	15,8%	-7,8%	-23,1%	-9,5%
ROCE	**5,1%**	**2,3%**	**-24,3%**	**-73,6%**	**-59,9%**	**-73,9%**	**-14,4%**	**-19,0%**
ROCE hors GW	5,1%	2,3%	-24,3%	-73,6%	-59,9%	-101,4%	-14,4%	-23,1%
ROE	0,4%	2,6%	-19,0%	-68,8%	-119,0%	-316,2%	-18,0%	-67,4%
Payout	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Dividend yield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Ratios d'endettement	**2020/21**	**2021/22**	**2022/23**	**2023/24**	**2024/25**	**2024/2025 pf**	**2025/26**	**2025/2026 cons**
Gearing (%)	**-90,4%**	**-62,9%**	**-41,0%**	**-35,0%**	**16,3%**	**152,6%**	**-1,5%**	**109,5%**
Dette nette/EBE	-116,0	-42,8	2,4	0,6	-0,2	-0,7	0,1	-2,1
EBE/charges financières	3,2	29,9	ns	ns	ns	ns	ns	ns
Valorisation	**2020/21**	**2021/22**	**2022/23**	**2023/24**	**2024/25**	**2024/2025 pf**	**2025/26**	**2025/2026 cons**
Nombre d'actions (en millions)	3,5	3,6	3,6	3,6	3,6	3,6	14,1	14,1
Cours (moyenne annuelle en euros)	9,3	7,6	4,5	1,8	1,1	1,1	0,9	0,9
(1) Capitalisation boursière moyenne	32,3	27,1	16,0	6,5	3,9	3,9	13,2	13,2
(2) Dette nette (+)/ trésorerie nette (-)	-12,4	-8,9	-4,9	-2,5	0,5	2,6	-0,2	7,3
(3) Valeur des minoritaires	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
(4) Valeur des actifs financiers	0,3	0,6	0,8	2,3	4,0	2,0	12,5	5,1
Valeur d'entreprise = (1)+(2)+(3)-(4)	19,7	17,7	10,3	1,7	0,4	4,5	0,6	15,5
VE/CA	**2,2x**	**1,7x**	**1,7x**	**1,2x**	**0,4x**	**1,3x**	**0,1x**	**1,4x**
VE/EBE	ns	ns	ns	ns	ns	ns	ns	ns
VE/ROC	**ns**	**ns**	**ns**	**ns**	**ns**	**ns**	**ns**	**ns**
P/E	ns	ns	ns	ns	ns	ns	ns	ns
P/B	2,2x	1,9x	1,3x	0,9x	1,2x	2,3x	1,3x	2,0x
FCF yield (%)	-1,6%	-17,0%	-31,1%	-69,3%	-294,5%	-104,7%	-406,1%	-68,9%
Données par action (€)	**2020/21**	**2021/22**	**2022/23**	**2023/24**	**2024/25**	**2024/2025 pf**	**2025/26**	**2025/2026 cons**
Bnpa	**0,02**	**0,10**	**-0,63**	**-1,38**	**-1,08**	**-1,51**	**-0,13**	**-0,31**
Book value/action	4,0	4,0	3,3	2,0	0,9	0,5	0,7	0,5
Dividende /action	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00



Pierre LAURENT - Head Equity Research - 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 +5% et 15% en absolu par rapport au cours actuel.
Neutre : Potentiel du titre compris entre -5% et +5% en absolu par rapport au cours actuel.
Alléger : Potentiel de baisse du titre compris entre -5% et -15% en absolu par rapport au cours actuel.
Vente : Potentiel de baisse du titre supérieur à -15% en absolu par rapport au cours actuel, valorisation excessive.
Sous revue : La recommandation est sous revue en raison d'une opération capitalistique (OPA / OPE / Augmentation de capital…), d'un changement d'analyste ou d'une situation de conflit d'intérêt temporaire entre Euroland Corporate et l'émetteur.

Historique de recommandations :
Achat : Du 07/12/2020 au 12/02/2024, et du 09/02/2026 au 03/11/2026
Accumuler : (-)
Neutre : (-)
Alléger : (-)
Vente : (-)
Sous revue : Du 12/02/2024 au 09/02/2026 et depuis le 04/11/2026

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


Pierre LAURENT - Head Equity Research - 01 44 70 20 78 - plaurent@elcorp.com

"Disclaimer / Avertissement"

La présente étude a été préparée par EuroLand Corporate indépendamment de Agripower (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