

Charwood Energy  
Energie

## Achat

**Objectif de cours** 6,50 €  
Cours au 01/03/2023 3,86 €  
**Potentiel** 68%

## Données valeur

ALCWE.PA / ALCWE.FP  
Euronext Growth  
Capitalisation (M€) 20,1  
Nb de titres (en millions) 5,2  
Volume moyen 12 mois (titres) 492  
Extrêmes 12 mois 3,7 € 8,5 €

## Performances boursières

Performances (%)	Ytd	1m	3m	12m
Perf. Absolue	-1,0%	-4,5%	-5,9%	-53,2%
Perf CAC Small	-0,7%	-2,1%	8,9%	-10,4%

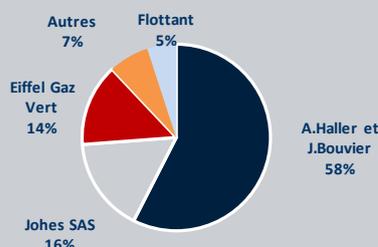
## Données financières (en M€)

au 31/12	2022	2023e	2024e	2025e
CA	4,9	4,2	8,5	16,1
var %	6,6%	-13,6%	102,1%	90,0%
EBE	-0,3	-1,8	0,5	1,5
% CA	-6,5%	-42,3%	6,0%	9,4%
ROC	-0,5	-2,0	0,1	0,6
% CA	-11,1%	-46,8%	1,0%	3,9%
RN	-0,5	-1,6	-0,1	0,2
% CA	-11,1%	-39,2%	-0,7%	1,3%
Bnpa (€)	-0,10	-0,32	-0,01	0,04
ROCE (%)	-7,6%	-21,5%	0,6%	3,3%
ROE (%)	-5,3%	-19,2%	-0,7%	2,4%
Gearing (%)	-47,7%	-15,4%	34,9%	74,6%
Dette nette	-4,8	-1,2	2,8	6,2
Dividende n (€)	0,00	0,00	0,00	0,00
Yield (%)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

## Multiples de valorisation

	2022	2023e	2024e	2025e
VE/CA (x)	7,4	4,3	2,6	1,6
VE/EBE (x)	ns	ns	43,7	16,8
VE/ROC (x)	ns	ns	ns	40,6
P/E (x)	ns	ns	ns	ns

## Actionnariat



## Une activité en progression à deux chiffres

## Publication des revenus 2023

Charwood publie un volume d'activité 2023 de 6,5 M€, en croissance de +18% par rapport à 2022. Le chiffre d'affaires du groupe, qui est un indicateur de la dynamique commerciale moins pertinent du fait de la nature du modèle, constitué de projets longs (et donc d'une partie de production immobilisée/stockée), s'établit à 4,2 M€ sur l'année, contre 4,9 M€ en 2022.

## Activité EPC (compte de tiers): des progrès notables

Sur l'année, le chiffre d'affaires reconnu par la société a été intégralement réalisé par l'activité EPC. Il est constitué de plusieurs avancées opérationnelles significatives sur différents projets: 1/ le lancement d'une unité d'hygiénisation (couplée à une chaufferie biomasse) pour un site de production de biogaz en Normandie, 2/ la mise en chantier de deux chaufferies biomasse (dont une couplée à un réseau de chaleur) pour le compte de deux grands éleveurs avicoles situés respectivement dans la Sarthe et en Mayenne, et 3/ le commissioning d'une unité d'hygiénisation (couplée aussi à une chaufferie biomasse) en Normandie.

## Activité IPP (compte propre): des résultats chiffrés en 2024

En ce qui concerne le deuxième métier du groupe, celui pour compte propre, les premiers résultats concrets (chiffrés) devraient arriver durant le deuxième semestre 2024. Nous rappelons que pour le moment, ce segment ne génère aucun chiffre d'affaires. Le pipeline de projets est tout de même fourni: Charwood dénombre 5 centrales en cours de développement, dont une pour le compte de Verallia. Cette dernière, dotée d'une capacité de production supérieure à 3MWth, sera constituée d'une unité de réception et de préparation de la biomasse, d'une unité de production d'oxygène, d'une ligne de production de syngaz, d'un stockage du syngaz, d'un réseau d'énergie thermique, d'un réseau de distribution du syngaz et d'une ligne de conditionnement du biochar. Elle devrait être mise en service à l'été 2025 et sera située à Cognac. Charwood travaille actuellement au bouclage du financement du projet.

## Perspectives

Le marché devrait rester structurellement porteur pour le groupe en 2024. Concrètement, côté EPC, Charwood évoque un carnet de commandes sécurisé d'un montant de 1,8 M€, livrable et facturable sur l'année à venir. De nouveaux projets sont à nouveau à l'étude et pourraient garnir le pipeline du groupe. Le management a affiché sa confiance à ce sujet. Sur le compte propre, les 5 unités, une fois mises en service, généreront au total un ARR de 7,7 M€ minimum. Nous rappelons aussi que plusieurs autres projets sont actuellement en discussions.

À la suite de cette publication, nous revoyons légèrement nos estimations de résultats et tablons désormais sur un EBITDA 2023e de -1,8 M€ (vs -1,5 M€). Pour 2024, nous maintenons notre projection de chiffre d'affaires, que nous voyons fortement progresser. Nous pensons que l'exercice à venir pourrait également être celui de l'atteinte du point mort, à condition qu'il n'y ait pas de décalages trop importants dans les projets du groupe. Niveau cash, nous ne prévoyons aucune difficulté de financement sur les 18 mois à venir. Comme indiqué au moment de notre initiation de couverture (à retrouver [ici](#)), la modélisation de prévisions financières n'est pas aisée dans le cas présent étant donné que le rythme et le niveau de croissance sont tributaires de la montée en puissance des signatures (et de leur taille). Nous continuons de penser que la conclusion de contrats d'envergure pourrait être assez transformationnel pour le profil financier de Charwood.

## Recommandation

**Notre recommandation à Achat et notre objectif de cours de 6,50 sont renouvelés.**



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



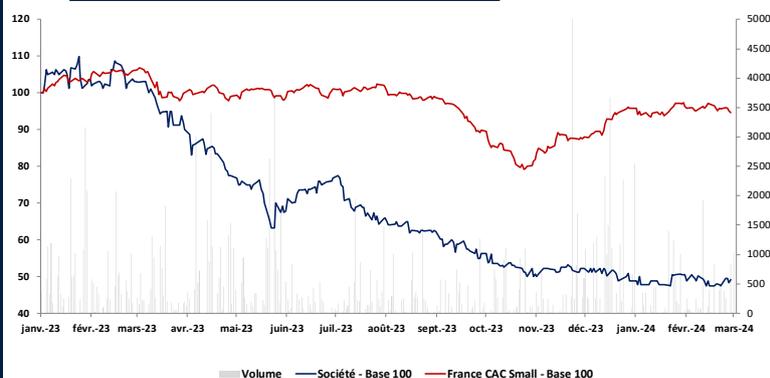
Retrouvez l'actualité boursière des small caps chaque jour dans votre boîte mail, gratuitement. [Inscription ici.](#)

## Présentation de la société

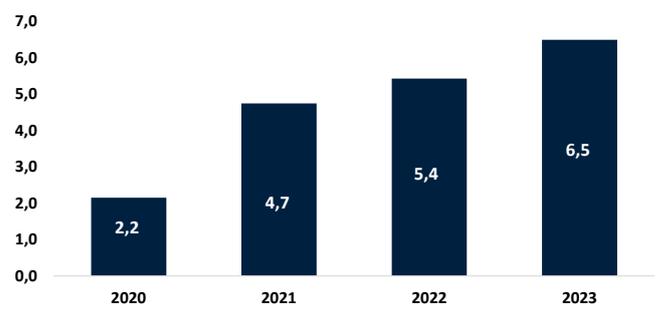
Société créée en 2006 par son actuel PDG et actionnaire majoritaire, Charwood Energy est une PME bretonne spécialisée dans la valorisation énergétique de la biomasse sous toutes ses formes. Le groupe offre des solutions sur-mesure à ses clients (collectivités, industriels, exploitants agricoles), désireux de réduire une partie de leur empreinte carbone, et exploite un double modèle d'EPC (pour compte de tiers) et d'IPP (pour compte propre)

Avec plus de 100 projets réalisés pour compte de tiers depuis sa création, soit une puissance cumulée de 54 MW produisant environ 250 GWh/an, la société dispose d'un track record de 15 ans, aussi solide que diversifié. En 2023, Charwood a réalisé 6,5 M€ de produits d'exploitation, une hausse de +18% par rapport à l'année dernière.

## Evolution du cours (base 100)



## Evolution des produits d'exploitation (M€)



## Multiples de valorisation des comparables

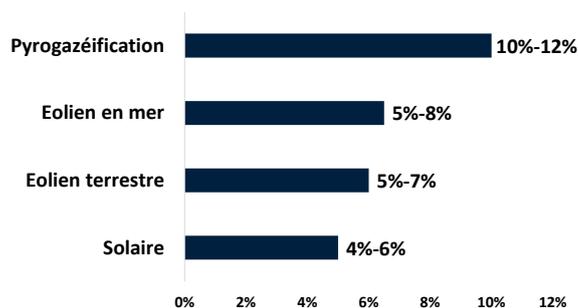
Société	Capitalisation	EV/sales			EV/EBITDA			EV/EBIT			P/E		
		2023e	2024e	2025e	2023e	2024e	2025e	2023e	2024e	2025e	2023e	2024e	2025e
Encavis AG	1 743,2	7,7x	7,1x	6,4x	11,0x	10,3x	9,4x	19,9x	18,8x	17,0x	18,2x	18,0x	16,4x
Haffner Energy SAS	21,5	2,8x	0,5x	0,2x	ns	ns	ns	ns	ns	ns	ns	ns	ns
La Francaise de l'Energie SA	209,3	6,0x	5,1x	4,1x	8,8x	8,3x	6,7x	11,8x	10,2x	8,2x	17,5x	13,9x	10,5x
Lhyfe SA	224,7	ns	13,2x	2,8x	ns	ns	ns	ns	ns	ns	ns	ns	ns
Neoen SA	3 340,6	11,4x	9,7x	7,4x	13,8x	12,0x	9,2x	22,4x	20,4x	15,2x	40,7x	42,5x	27,1x
Volitalia SA	944,2	4,8x	4,2x	3,8x	10,2x	9,0x	7,9x	17,8x	17,0x	14,3x	28,4x	40,3x	36,8x
Waga Energy SA	387,2	12,8x	7,3x	3,4x	ns	ns	23,2x	ns	ns	ns	ns	ns	ns
<b>Moyenne</b>	<b>981,5</b>	<b>7,6x</b>	<b>6,7x</b>	<b>4,0x</b>	<b>10,9x</b>	<b>9,9x</b>	<b>11,3x</b>	<b>18,0x</b>	<b>16,6x</b>	<b>13,7x</b>	<b>26,2x</b>	<b>28,7x</b>	<b>22,7x</b>
<b>Médiane</b>	<b>387,2</b>	<b>6,9x</b>	<b>7,1x</b>	<b>3,8x</b>	<b>10,6x</b>	<b>9,6x</b>	<b>9,2x</b>	<b>18,9x</b>	<b>17,9x</b>	<b>14,7x</b>	<b>23,3x</b>	<b>29,2x</b>	<b>21,7x</b>

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

## Argumentaire d'investissement

- Un expert de la biomasse.** Fort d'un historique de plus de quinze ans, Charwood Energy a développé une expertise technologique unique autour de l'ingénierie, la construction et l'installation d'unités de valorisation énergétique de la biomasse. Le groupe maîtrise l'ensemble de la chaîne de valeur de la filière, mais aussi tous ces procédés technologiques et spécificités techniques (chaufferie biomasse, réseaux de chaleur, méthanisation, pyrogazéification), lui conférant une polyvalence sans égale sur le marché français.
- Un double modèle.** Depuis 2014, le groupe est fournisseur de solutions énergétiques clés en main pour compte de tiers. Depuis 2022, il est aussi producteur indépendant d'énergie pour compte propre. Cette double casquette (EPC & IPP) est un atout différenciant.
- Au cœur de la transition écologique.** Charwood Energy s'appuie sur la prise de conscience grandissante de la nécessité environnementale, et d'ainsi recourir aux énergies renouvelables. Le cadre réglementaire est favorable, la demande très dynamique et le potentiel immense. A son échelle, Charwood apporte également une réponse pertinente à l'enjeu de la souveraineté énergétique, plus que jamais mis en avant dans le contexte géopolitique actuel.
- La pyrogazéification, viable et attractive.** Avec des facteurs de charge bien supérieurs à ceux observés sur le renouvelable intermittent, des revenus presque entièrement récurrents, des taux de rentabilité interne à deux chiffres (>10%) et un niveau de risque projet en ligne avec les autres modes de production, la valorisation par la biomasse présente en plus un profil économique à la fois viable et attractif pour les financeurs des projets.

## IRR projet (%) – Estimation Euroland



Compte de résultat (M€)	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e
Chiffre d'affaires	2,1	4,6	4,9	4,2	8,5	16,1	34,5
Excédent brut d'exploitation	-0,1	1,0	-0,3	-1,8	0,5	1,5	4,7
<b>Résultat opérationnel courant</b>	<b>-0,2</b>	<b>0,9</b>	<b>-0,5</b>	<b>-2,0</b>	<b>0,1</b>	<b>0,6</b>	<b>2,7</b>
Résultat opérationnel	-0,2	0,9	-0,5	-2,0	0,1	0,6	2,7
Résultat financier	0,0	-0,1	-0,2	-0,1	-0,2	-0,3	-0,4
Impôts	0,0	-0,3	0,2	0,0	0,0	-0,1	-0,6
Mise en équivalence	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Part des minoritaires	0,0	-0,1	0,0	-0,4	0,0	0,1	0,3
<b>Résultat net part du groupe</b>	<b>-0,1</b>	<b>0,6</b>	<b>-0,5</b>	<b>-1,6</b>	<b>-0,1</b>	<b>0,2</b>	<b>1,3</b>
Bilan (M€)	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e
Actifs non courants	0,9	1,1	2,3	3,2	4,8	7,9	13,3
dont goodwill	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
BFR	0,6	0,3	3,0	3,7	6,0	6,6	7,0
<b>Disponibilités + VMP</b>	<b>0,2</b>	<b>1,5</b>	<b>6,4</b>	<b>3,3</b>	<b>1,3</b>	<b>0,9</b>	<b>0,2</b>
Capitaux propres	0,3	0,8	10,1	8,1	8,0	8,3	9,9
Emprunts et dettes financières	1,5	2,0	1,6	2,1	4,1	7,1	10,6
<b>Total Bilan</b>	<b>2,8</b>	<b>4,4</b>	<b>14,3</b>	<b>11,9</b>	<b>15,5</b>	<b>22,0</b>	<b>35,8</b>
Tableau de flux (M€)	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e
Marge brute d'autofinancement	0,0	0,5	-0,4	-1,9	0,4	1,1	3,7
Variation de BFR	-0,7	0,3	-2,5	-0,6	-2,4	-0,5	-0,5
<b>Flux nets de trésorerie généré par l'activité</b>	<b>-0,8</b>	<b>0,9</b>	<b>-2,9</b>	<b>-2,5</b>	<b>-2,0</b>	<b>0,6</b>	<b>3,3</b>
CAPEX nets	0,0	-0,2	-1,2	-1,1	-2,0	-4,0	-7,5
<b>FCF</b>	<b>-0,8</b>	<b>0,7</b>	<b>-4,0</b>	<b>-3,6</b>	<b>-4,0</b>	<b>-3,4</b>	<b>-4,2</b>
Variation de trésorerie	0,0	1,3	4,9	-3,1	-2,0	-0,4	-0,7
Ratios (%)	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e
Variation chiffre d'affaires		112,8%	6,6%	-13,6%	102,1%	90,0%	114,0%
Marge EBE	-5,8%	22,8%	-6,5%	-42,3%	6,0%	9,4%	13,7%
<b>Marge opérationnelle courante</b>	<b>-9,6%</b>	<b>19,3%</b>	<b>-11,1%</b>	<b>-46,8%</b>	<b>1,0%</b>	<b>3,9%</b>	<b>7,7%</b>
Marge opérationnelle	-9,6%	19,3%	-11,1%	-46,8%	1,0%	3,9%	7,7%
Marge nette	-5,4%	12,3%	-11,1%	-39,2%	-0,7%	1,3%	3,9%
CAPEX (% CA)	0,7%	3,6%	24,4%	26,2%	23,6%	24,8%	21,7%
BFR (% CA)	29,8%	6,7%	62,5%	87,1%	71,1%	40,6%	20,3%
ROCE	-8,7%	47,3%	-7,6%	-21,5%	0,6%	3,3%	9,9%
<b>ROCE hors GW</b>	<b>-8,7%</b>	<b>47,3%</b>	<b>-7,6%</b>	<b>-21,5%</b>	<b>0,6%</b>	<b>3,3%</b>	<b>9,9%</b>
ROE	-34,3%	62,6%	-5,3%	-19,2%	-0,7%	2,4%	13,3%
Payout	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%
Ratios d'endettement	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e
<b>Gearing (%)</b>	<b>363,9%</b>	<b>65,6%</b>	<b>-47,7%</b>	<b>-15,4%</b>	<b>34,9%</b>	<b>74,6%</b>	<b>104,5%</b>
Dettes nettes/EBE	-9,8	0,5	15,2	0,7	5,5	4,1	2,2
EBE/charges financières	2,6	17,0	1,4	19,2	3,3	5,4	10,7
Valorisation	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e
Nombre d'actions (en millions)	ns	ns	5,2	5,2	5,2	5,2	5,2
Nombre d'actions moyen (en millions)	ns	ns	5,2	5,2	5,2	5,2	5,2
Cours (moyenne annuelle en euros)	ns	ns	7,9	3,9	3,9	3,9	3,9
(1) Capitalisation boursière moyenne	ns	ns	41,1	20,1	20,1	20,1	20,1
(2) Dette nette (+)/trésorerie nette (-)	ns	ns	-4,8	-1,2	2,8	6,2	10,4
(3) Valeur des minoritaires	ns	ns	-0,1	-0,5	-0,5	-0,5	-0,1
(4) Valeur des actifs financiers	ns	ns	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3
Valeur d'entreprise = (1)+(2)+(3)-(4)	ns	ns	35,9	18,0	22,0	25,5	30,0
<b>VE/CA</b>	<b>ns</b>	<b>ns</b>	<b>7,4</b>	<b>4,3</b>	<b>2,6</b>	<b>1,6</b>	<b>0,9</b>
VE/EBE	ns	ns	ns	ns	43,7	16,8	6,3
<b>VE/ROC</b>	<b>ns</b>	<b>ns</b>	<b>ns</b>	<b>ns</b>	<b>ns</b>	<b>40,6</b>	<b>11,2</b>
P/E	ns	ns	ns	ns	ns	ns	15,0
P/B	ns	ns	4,1	2,5	2,5	2,4	2,0
P/CF	ns	ns	ns	ns	ns	31,5	6,1
<b>FCF yield (%)</b>	<b>ns</b>	<b>ns</b>	<b>ns</b>	<b>ns</b>	<b>ns</b>	<b>ns</b>	<b>ns</b>
Données par action (€)	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Bnpa	ns	ns	-0,1	-0,3	0,0	0,0	0,3
<b>Book value/action</b>	<b>ns</b>	<b>ns</b>	<b>1,9</b>	<b>1,6</b>	<b>1,5</b>	<b>1,6</b>	<b>1,9</b>
Dividende /action	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

**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**: Depuis le 21/11/2023

**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	Non	Non	Oui

**« Disclaimer / Avertissement »**

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