

Capitalisation (M€)	11,6	Ticker	ALGRO.PA / ALGRO:FP	Industrie
Objectif de cours	7,50€ (vs 8,80€)	Nb de titres (en millions)	2,8	Flash valeur
Cours au 16/10/2024	4,07 €	Volume moyen 12m (titres)	421,3	17/10/2024
Potentiel	84,3%	Extrêmes 12m (€)	3,92€/6,98€	

Résultats semestriels en ligne

A retenir

- Résultats semestriels en ligne avec nos attentes (CA 22,6 M€, EBE légèrement positif)
- Bilan sain, avec un atterrissage de dette nette à 2,3 M€ (5,3 M€ de trésorerie brute)
- Exercice 2024 de consolidation, dédié à l'intégration d'OMP et au développement des synergies

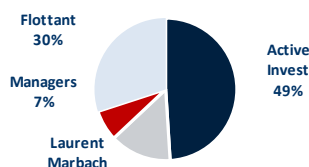
Données financières (en M€)

au 31/12	2023 (pf)	2024e	2025e	2026e
CA	44,3	41,1	65,9	76,0
var %	30,0%	-7,1%	60,3%	15,3%
EBE	1,9	1,0	4,1	5,1
% CA	4,4%	2,4%	6,3%	6,7%
ROC	-0,1	-0,9	1,1	1,6
% CA	-0,2%	-2,2%	1,7%	2,2%
RN	-0,4	-0,9	0,7	1,1
% CA	-1,0%	-2,1%	1,0%	1,4%
Bnpa (€)	N/A	-0,30	0,23	0,37
ROCE (%)	N/A	-4,5%	4,9%	7,2%
ROE (%)	N/A	-6,9%	5,0%	7,5%
Gearing (%)	13,1%	32,6%	36,7%	27,8%
Dette nette	1,7	4,1	4,8	4,0
Dividende n (€)	0,0	0,0	0,0	0,0
Yield (%)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Multiples de valorisation

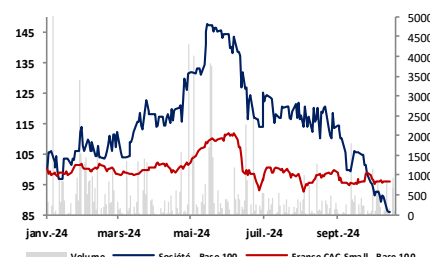
	2023 (pf)	2024e	2025e	2026e
VE/CA (x)	N/A	0,4	0,2	0,2
VE/EBE (x)	N/A	15,3	3,8	2,9
VE/ROC (x)	ns	ns	14,4	9,2
P/E (x)	ns	ns	17,8	11,0

Actionnariat



Performances boursières

	Ytd	1m	3m	12m
Performances (%)	-18,6%	-13,6%	-26,4%	-28,0%



Publication des résultats semestriels 2024

Après avoir publié un chiffre d'affaires de 22,6 M€ au titre de son S1 2024, incluant, pour rappel, OMP en intégration proportionnelle à 49,9%, Grolleau communique des résultats en ligne avec nos attentes. L'EBE du groupe ressort légèrement positif à 0,6 M€ (marge de 2,8%). L'exercice 2024 confirme son statut d'année de consolidation pour le groupe, qui anticipe un chiffre d'affaires de l'ordre de 41 M€ avec une rentabilité en léger recul.

Rentabilité opérationnelle et marges S1 en hausse

Sur le semestre, Grolleau affiche un EBE de 632 k€, faisant ressortir une marge de 2,8%, des niveaux supérieurs au S1 2023 (239 k€ pour une marge de 1,6%). Pour rappel, la date de clôture des comptes a été récemment recalée au 31 décembre par le groupe. La base de comparaison du S1 2023 couvre donc la période avril-septembre 2023, rendant toute comparabilité assez limitée du fait de la saisonnalité de l'activité et des coûts, d'autant que le S1 2023 incorpore 2 mois d'intégration proportionnelle (49,9%) d'OMP Mechtron contre 6 mois au S1 2024.

Cela étant, nous notons que le principal élément explicatif à la progression de l'EBE est la hausse de la marge brute (+160 bps à 54,0%), traduisant une bonne maîtrise des COGS. Plus bas dans le compte de résultat, malgré une forte progression des DAP (+300 k€ YoY), qui reflète les investissements industriels d'OMP, le RNpg de Grolleau s'établit à -321 k€, en nette progression relative par rapport au S1 2023 (-948 k€).

Bilan solide et consommation de trésorerie bien maîtrisée

La consommation de cash du groupe sur la période a été plutôt bien maîtrisée. Les flux de trésorerie générés par l'activité sont notamment légèrement positifs (0,5 M€) à la faveur d'une variation de BFR presque nulle. Le FCF est toujours négatif (-1,4 M€) mais sous contrôle, ce qui permet à Grolleau d'afficher une trésorerie brute de 5,3 M€ (vs 6,5 M€) à la clôture du semestre fiscal, soit une dette nette de 2,3 M€ pour des capitaux propres de 12,9 M€.



Perspectives

Avec un carnet de commandes de 14,0 M€ au 30 septembre, qui n'inclut pas le contrat décroché dans l'énergie pour 15,0 M€ sur les trois prochaines années (démarrage début 2025), Grolleau devrait vivre un deuxième semestre assez calme, notamment le troisième trimestre, comme annoncé par le groupe depuis plusieurs mois.

Dans l'ensemble, la société anticipe un chiffre d'affaires 2024 de l'ordre de 41,0 M€, impliquant un recul d'environ -7% par rapport au CA 2023 pro-forma (44,0 M€). Le groupe n'avait jusqu'alors pas fourni de guidance chiffrée pour cet exercice. La rentabilité, sous l'effet d'un mix moins favorable sur le S2, devrait aussi connaître une tendance négative, tout en restant dans le vert. Grolleau s'attèle en parallèle à la mise en place de mesures pour améliorer son efficacité opérationnelle.

En conséquence, nous ajustons nos attentes et tablons désormais sur un CA 2024 de 41,1 M€ (-7,1%). Nous maintenons notre attente de marge d'EBE de 2,3%, qui fait ressortir un EBE de 1,0 M€ en valeur absolue et qui implique environ 200 bps de recul par rapport à la marge d'EBE 2023 pro forma (4,4%).

Comme déjà indiqué précédemment, nous nous attendions à un exercice 2024 de consolidation (nous tablions initialement sur une croissance pro-forma légèrement positive), confirmé par cette publication. Nous continuons de penser que notre thèse d'investissement sur le titre (voir notre initiation de couverture d'avril [ici](#)) devrait prendre toute sa dimension dès l'exercice prochain, en 2025, une fois l'(importante) intégration d'OMP digérée et les premières synergies commerciales en place.

Recommandation

À la suite de cette publication, nous ajustons (comparables + scénario un peu moins ambitieux) notre objectif de cours à 7,50€ (vs 8,80€ précédemment) et restons à Achat sur le titre.



Présentation de la société

Société créée en 1950, Grolleau est un acteur industriel français spécialisé dans la conception et la fabrication de produits nécessaires à l'équipement des territoires.

Avec un track record d'excellente facture, des produits connus et qui bénéficient d'une reconnaissance nationale, le groupe est progressivement devenu une référence sur ses marchés de destination (smart city/urbain, télécoms, mobilité électrique, industrie), et un acteur incontournable dans l'accompagnement de la transformation numérique des territoires. Le groupe a réalisé 44,3 M€ de chiffre d'affaires en 2023 (pro-forma) pour une rentabilité positive. Il ambitionne, à travers l'acquisition d'OMP Mechtron, de doubler de taille à horizon trois ans.

Argumentaire d'investissement

Une offre clé en main. Grolleau, en tant que concepteur avec un bureau d'études qui représente 10% des effectifs, fabricant, intégrateur ou encore installateur, a une maîtrise pointue, voire complète, de la chaîne de valeur. Le groupe dispose notamment d'un outil industriel propriétaire, sur lequel il capitalise depuis plusieurs décennies pour offrir le meilleur à ses clients, dont la fidélité à travers le temps est une juste récompense de la qualité du travail fourni.

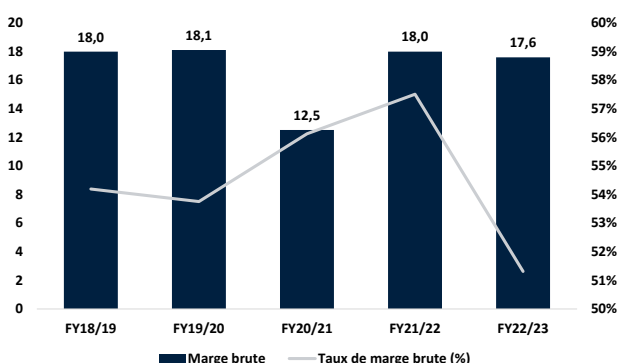
Un game changer avec l'acquisition d'OMP. Courant 2023, le groupe est passé à la vitesse supérieure en annonçant une opération de croissance externe structurante : le rachat d'OMP Mechtron, acteur industriel italien spécialisé dans la fabrication d'armoires métalliques, de châssis, de racks et de structures de bornes de recharges rapides. Cette opération, dont l'intégration se fera en plusieurs temps, devrait permettre à Grolleau de doubler de taille à terme et d'améliorer son profil financier du fait de synergies commerciales et opérationnelles importantes.

Des marchés de niche et des marchés en croissance. La société est exposée à des marchés de niche, au sein desquels ses importantes parts de marché lui assurent un « repeat business » confortable. Elle l'est aussi à des marchés en très forte croissance, comme la transition énergétique (mobilité électrique, smart grids, développement des énergies renouvelables) ou encore la transformation « smart » de nos territoires urbains, qui sont les garants de sa croissance structurelle, tant à l'échelle française qu'à l'échelle mondiale.

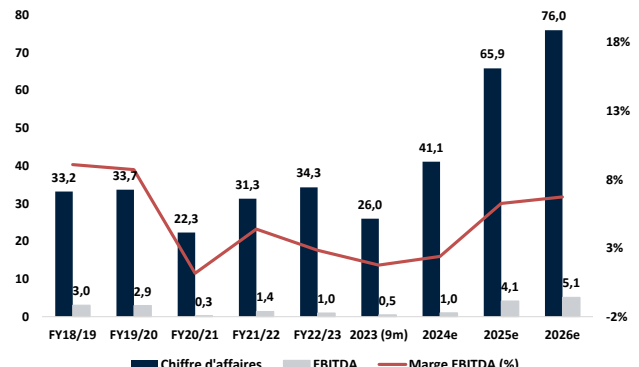
Multiples de valorisation des comparables

Société	Capitalisation	EV/sales			EV/EBITDA			EV/EBIT			P/E		
		2024e	2025e	2026e	2024e	2025e	2026e	2024e	2025e	2026e	2024e	2025e	2026e
Actia Group	71,2	0,4x	0,4x	0,3x	4,9x	4,6x	3,9x	30,1x	11,2x	9,2x	3,2x	5,8x	4,4x
Delta Plus Group SA	531,3	1,6x	1,5x	1,5x	9,8x	9,3x	9,0x	11,6x	10,9x	10,5x	15,0x	13,2x	12,5x
Exail Technologies SA	289,6	1,7x	1,3x	1,2x	8,8x	6,2x	5,4x	12,4x	8,3x	7,7x	ns	25,4x	15,8x
EXEL Industries SA	351,6	0,4x	0,4x	0,4x	4,8x	4,7x	4,5x	6,7x	6,7x	6,4x	8,3x	7,7x	7,4x
Haulotte Group SA	95,1	0,5x	0,5x	0,4x	5,5x	5,8x	5,5x	8,2x	8,9x	8,4x	7,5x	6,5x	5,6x
Lacroix Group SA	96,6	0,4x	0,4x	0,3x	8,3x	6,1x	4,9x	25,9x	12,7x	8,5x	ns	11,2x	6,5x
LISI SA	1 116,9	0,9x	0,8x	0,8x	7,0x	6,2x	5,6x	13,3x	11,6x	9,9x	16,6x	13,9x	11,3x
Precia SA	166,3	0,8x	0,8x	0,7x	5,6x	5,2x	4,9x	8,1x	7,4x	7,0x	15,7x	14,6x	13,7x
STIF	81,4	1,3x	1,1x	1,0x	5,8x	4,8x	4,2x	7,3x	6,0x	5,2x	11,2x	8,9x	7,7x
Moyenne	311,1	0,9x	0,8x	0,8x	6,7x	5,9x	5,3x	13,7x	9,3x	8,1x	11,1x	11,9x	9,4x
Médiane	166,3	0,8x	0,8x	0,7x	5,8x	5,8x	4,9x	11,6x	8,9x	8,4x	11,2x	11,2x	7,7x

Evolution de la marge brute 2019-2023



Evolution du CA et de l'EBE 2019-2026e



Compte de résultat (M€)	FY20/21	FY21/22	FY22/23	2023 (9m)	2023 (pf)	2024e	2025e	2026e
Chiffre d'affaires	22,3	31,3	34,1	26,0	44,3	41,1	65,9	76,0
Excédent brut d'exploitation	0,3	1,4	1,0	0,5	1,9	1,0	4,1	5,1
Résultat opérationnel courant	-0,5	0,7	0,0	-1,0	-0,1	-0,9	1,1	1,6
Résultat opérationnel	-0,5	0,7	0,0	-0,7	0,0	-0,9	1,1	1,6
Résultat financier	-0,1	0,0	0,0	-0,1	-0,3	-0,1	-0,1	-0,1
Impôts	0,2	0,1	0,1	0,1	0,2	0,2	-0,3	-0,4
Mise en équivalence	0,0	0,0	0,0	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0
Part des minoritaires	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Résultat net part du groupe	-0,5	0,6	0,0	-1,3	-0,4	-0,9	0,7	1,1
Bilan (M€)	FY20/21	FY21/22	FY22/23	2023 (9m)	2023 (pf)	2024e	2025e	2026e
Actifs non courants	3,6	4,1	7,6	10,4	N/A	9,7	8,7	7,5
dont goodwill	0,0	0,0	0,0	1,6	N/A	1,6	1,6	1,6
BFR	2,1	2,4	2,5	4,9	N/A	7,1	9,6	11,1
Disponibilités + VMP	7,7	14,0	11,5	6,5	N/A	4,1	3,4	4,2
Capitaux propres	6,7	14,5	14,7	13,2	N/A	12,4	13,2	14,3
Emprunts et dettes financières	6,5	5,9	6,8	8,2	N/A	8,2	8,2	8,2
Total Bilan	20,5	30,0	29,7	38,4	N/A	48,0	65,6	73,5
Tableau de flux (M€)	FY20/21	FY21/22	FY22/23	2023 (9m)	2023 (pf)	2024e	2025e	2026e
Marge brute d'autofinancement	0,1	1,3	1,1	-0,1	N/A	1,1	3,7	4,6
Variation de BFR	0,7	-0,3	-0,2	-1,4	N/A	-2,2	-2,5	-1,5
Flux nets de trésorerie généré par l'activité	0,8	1,0	0,9	-1,6	N/A	-1,1	1,2	3,1
CAPEX nets	0,0	-1,2	-4,3	-1,3	N/A	-1,2	-2,0	-2,3
FCF	0,8	-0,1	-3,4	-2,9	N/A	-2,3	-0,8	0,9
Augmentation de capital	0,0	7,1	0,0	0,0	N/A	0,0	0,0	0,0
Variation emprunts	0,0	-0,7	0,6	-1,8	N/A	0,0	0,0	0,0
Dividendes versés	0,0	0,0	-0,1	0,0	N/A	0,0	0,0	0,0
Flux nets de trésorerie liés au financement	0,0	6,4	0,8	-1,8	N/A	0,0	0,0	0,0
Variation de trésorerie	0,8	6,3	-2,6	-4,8	N/A	-2,3	-0,8	0,9
Ratios (%)	FY20/21	FY21/22	FY22/23	2023 (9m)	2023 (pf)	2024e	2025e	2026e
Variation chiffre d'affaires	-33,7%	39,9%	8,9%	-23,6%	70,2%	-7,1%	60,3%	15,3%
Marge EBE	1,2%	4,4%	2,9%	1,8%	4,4%	2,4%	6,3%	6,7%
Marge opérationnelle courante	-2,2%	2,2%	0,1%	-3,7%	-0,2%	-2,2%	1,7%	2,2%
Marge opérationnelle	-2,2%	2,2%	0,1%	-2,8%	0,1%	-2,2%	1,7%	2,2%
Marge nette	-2,1%	2,0%	0,0%	-4,8%	-1,0%	-2,1%	1,0%	1,4%
CAPEX (% CA)	0,0%	3,7%	12,7%	5,1%	N/A	3,0%	3,0%	3,0%
BFR (% CA)	9,5%	7,8%	7,2%	18,9%	N/A	17,3%	14,6%	14,6%
ROCE	-5,7%	7,8%	0,3%	-4,8%	N/A	-4,0%	4,5%	6,6%
ROCE hors GW	-5,7%	7,8%	0,3%	-5,3%	N/A	-4,5%	4,9%	7,2%
ROE	-7,1%	4,3%	0,1%	-9,5%	N/A	-6,9%	5,0%	7,5%
Payout	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	N/A	0,0%	0,0%	0,0%
Dividend yield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	N/A	0,0%	0,0%	0,0%
Ratios d'endettement	FY20/21	FY21/22	FY22/23	2023 (9m)	2023 (pf)	2024e	2025e	2026e
Gearing (%)	-17,6%	-55,8%	-31,7%	13,1%	N/A	32,6%	36,7%	27,8%
Dettes nettes/EBE	-4,5	-5,9	-4,8	3,8	ns	4,1	1,2	0,8
EBE/charges financières	12,5	45,5	ns	3,4	ns	12,0	50,4	62,6
Valorisation	FY20/21	FY21/22	FY22/23	2023 (9m)	2023 (pf)	2024e	2025e	2026e
Nombre d'actions (en millions)	0,0	2,8	2,8	2,8	N/A	2,8	2,8	2,8
Nombre d'actions moyen (en millions)	0,0	2,8	2,8	2,8	N/A	2,8	2,8	2,8
Cours (moyenne annuelle en euros)	0,0	9,0	5,4	5,7	N/A	4,0	4,0	4,0
(1) Capitalisation boursière moyenne	0,0	25,6	15,3	16,1	N/A	11,4	11,4	11,4
(2) Dette nette (+)/ trésorerie nette (-)	-1,2	-8,1	-4,7	1,7	N/A	4,1	4,8	4,0
(3) Valeur des minoritaires	0,0	0,0	0,0	0,0	N/A	0,0	0,1	0,2
(4) Valeur des actifs financiers	-0,3	-0,5	-2,1	-0,7	N/A	-0,7	-0,7	-0,7
Valeur d'entreprise = (1)+(2)+(3)-(4)	-1,5	17,0	8,5	17,1	N/A	14,9	15,7	14,9
VE/CA	-0,1	0,5	0,3	0,7	N/A	0,4	0,2	0,2
VE/EBE	-5,6	12,4	8,7	37,5	N/A	15,1	3,8	2,9
VE/ROC	3,0	24,9	ns	ns	N/A	ns	14,3	9,1
P/E	0,0	41,2	ns	ns	N/A	ns	17,5	10,9
P/B	0,0	1,8	1,0	1,2	N/A	0,9	0,9	0,8
P/CF	0,0	24,6	16,9	ns	N/A	ns	9,5	3,6
FCF yield (%)	ns	ns	ns	ns	N/A	ns	ns	5,7%
Données par action (€)	FY20/21	FY21/22	FY22/23	2023 (9m)	2023 (pf)	2024e	2025e	2026e
Bnpa	ns	0,2	0,0	-0,4	N/A	-0,3	0,2	0,4
Book value/action	ns	5,1	5,2	4,7	N/A	4,4	4,6	5,0
Dividende /action	0,0	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 :

Achat : 30/04/2024

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	Oui	Non	Oui



“Disclaimer / Avertissement”

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

