

## Achat

**Objectif de cours** 15,5 € (vs 17,0 €)  
Cours au 13/02/2024 9,26 €  
**Potentiel** 67,4%

## Données valeur

ALCOG:PA / ALCOG:FP  
Euronext Growth  
Capitalisation (M€) 31,7  
Nb de titres (en millions) 3,4  
Volume moyen 12 mois (titres) 3 383  
Extrêmes 12 mois 8,2 € 14,3 €

## Performances boursières

Performances (%)	Ytd	1m	3m	12m
Perf. Absolue	-22,2%	-11,0%	-27,6%	-30,9%
Perf CAC Small	0,5%	1,8%	13,2%	-8,6%

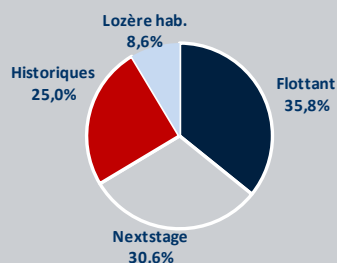
## Données financières (en M€)

au 30/06	22/23	23/24e	24/25e	25/26e
CA	51,2	49,6	50,9	52,2
var %	21,7%	-3,2%	2,7%	2,6%
EBE	8,5	7,1	7,7	8,1
% CA	16,5%	14,2%	15,1%	15,6%
ROC	5,5	4,3	4,8	5,2
% CA	10,8%	8,6%	9,5%	9,9%
RN	4,1	3,1	3,6	3,8
% CA	8,0%	6,3%	7,0%	7,4%
Bnpa (€)	1,19	0,91	1,04	1,12
ROCE (%)	14,2%	10,0%	11,1%	12,1%
ROE (%)	16,1%	11,0%	11,1%	10,7%
Gearing (%)	15,2%	11,6%	1,3%	-10,8%
Dette nette	3,9	3,3	0,4	-3,9
Dividende n (€)	0,0	0,0	0,0	0,0
Yield (%)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

## Multiples de valorisation

	22/23	23/24e	24/25e	25/26e
VE/CA (x)	0,9x	0,7x	0,6x	0,5x
VE/EBE (x)	5,6x	4,9x	4,1x	3,4x
VE/ROC (x)	8,5x	8,1x	6,6x	5,3x
P/E (x)	10,7x	10,2x	8,9x	8,3x

## Actionnariat



## Résultats plutôt solides, forte prudence sur le S2

## Publication des résultats S1 2023/2024 (juillet-décembre)

Après avoir publié un chiffre d'affaires en hausse de +5,6%, à 26,7 M€, Cogra communique des résultats semestriels solides, et en ligne avec nos attentes. L'EBITDA du groupe ressort à 5,0 M€, en progression de +2,0%, et matérialise une marge de 18,6% (-50 bps vs S1 2022/2023), marge qui se maintient à un niveau élevé. Le RN est presque stable YoY et atteint 2,5 M€ (vs 2,6 M€). Le deuxième semestre, à l'image du T2, devrait être plus compliqué du fait d'un contexte de marché perturbé.

## Un modèle toujours maîtrisé

Malgré une hausse de chiffre d'affaires plus contenue que l'année précédente, la grande maîtrise et l'agilité de Cogra ont permis à la société d'afficher un niveau de rentabilité en légère progression. L'EBITDA a notamment profité d'un retour à un niveau de marge brute plus normatif (45,3%, + 200bps YoY) malgré la croissance d'une partie des charges externes (+19%) et de l'inflation salariale (+6%). La marge d'EBITDA réalisée sur la période (18,6%) est d'ailleurs tout proche du niveau historique observé par le groupe à cette période, et réalisé au S1 2022/2023 (19,1%).

Après prise en compte des autres soldes de gestion, le RN de Cogra ressort à un niveau très solide (2,5 M€, soit une marge nette de 9,5%, traduisant toute l'efficacité opérationnelle du groupe et de la direction dans un contexte pourtant bien moins favorable que celui de l'exercice précédent.

## Le désendettement se poursuit

Malgré la hausse classique du BFR en cette période intense de production (stocks 36%, à 14,3 M€), le profil du bilan de Cogra continue de s'améliorer avec un désendettement qui se poursuit. La dette nette du groupe ressort à 3,6 M€ (vs 3,9 M€ à la clôture 2022/2023), soit un gearing de moins de 15% et un levier de 0,7x EBITDA (vs 1,5x au S1 2022/2023).

## Perspectives

Avec une saison hivernale moins froide que l'année dernière et un effet de stockage important de la part des consommateurs, le deuxième semestre de Cogra s'annonce assez compliqué, selon la direction. Si, en temps normal, nous ne partageons pas toujours la prudence naturelle du management de Cogra, les éléments de marché dont nous disposons nous pousse à adopter beaucoup de précaution, d'autant que 1/ la saisonnalité devrait à nouveau être plus marquée durant cet exercice et que 2/ l'effet de base sur la croissance (environ +20% au S2 2022/2023) va être difficilement surmontable, surtout sans revalorisations tarifaires. En somme, nous prévoyons à présent une décroissance de -10% au S2, soit un CA 2023/2024e de 49,6 M€ (-3,2%) pour un EBITDA de 7,1 M€ (marge de 14,2%, -230 bps) et un RN de 3,1 M€. Ces prévisions impliquent un EBITDA S2 de 2,0 M€ (marge de 9,2%, -480 bps) et un RN de 0,8 M€.

## Recommandation

Suite à cette publication, nous maintenons notre recommandation à Achat et ajustons notre OC à 15,50 € (vs 17,00 €). A cet objectif de cours théorique, la société serait valorisée un peu moins de 8,0x notre estimation d'EBITDA 2023/2024e, une prime par rapport au secteur mais un multiple que nous jugeons largement cohérent avec les fondamentaux et l'historique du groupe (CAGR 10 ans >12%, ROCE moyen >10%, FCF positif, net cash probable sous deux ans...). Le cours actuel offre de toute évidence une valorisation suffisamment attractive (<5,0x EBITDA 2023/2024e) pour se positionner sur le dossier ou pour le conserver, en dépit d'un contexte de marché S2 qui pourrait pousser à l'attentisme.



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



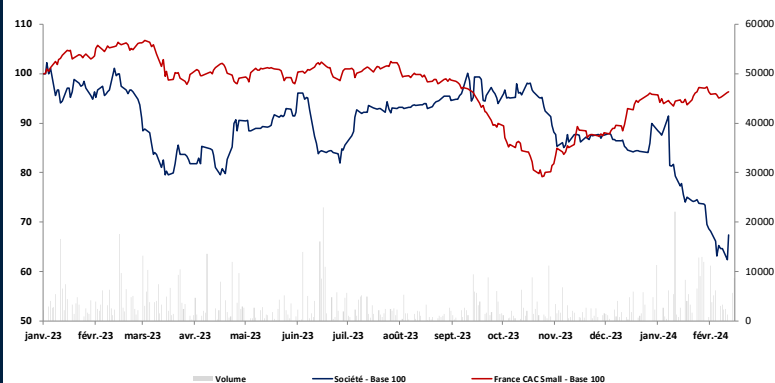
Retrouvez l'actualité boursière des small caps chaque jour dans votre boîte mail, gratuitement. [Inscription ici.](#)

## Présentation de la société

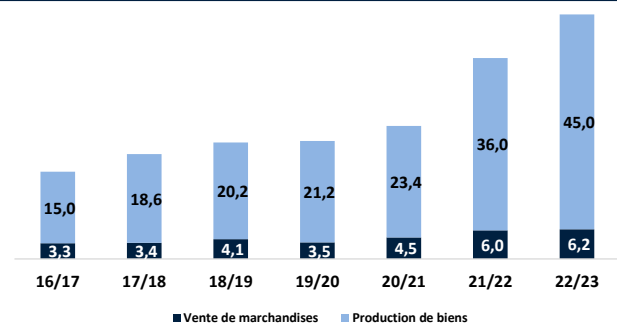
Créé en 1982, Cogra est un producteur de granulés de bois, certifiés DIN+. Issus des connexes de la première transformation du bois, les granulés, une fois brûlés, produisent de la chaleur ou de l'énergie. Cogra ne détient aucune forêt, mais trois sites de production: un à Séverac (12) et deux à Craponne-sur-Arzon (43). Ils totalisent une capacité de production de près de 200 000 tonnes par an. Le groupe est par ailleurs revendeur de chaudières Froling et importateur de poêles Harman.

Cogra, qui réalise plus de 50 M€ de chiffre d'affaires annuel, est une société mature et par conséquent rentable. Forte de liens historiques avec les forestiers locaux et de coûts d'exploitation maîtrisés, la société a largement dépassé son objectif de 10% de marge d'EBITDA fixé dans son plan Cap 2022 (marge de 16,5% en 22-23). Le groupe doit maintenant continuer à capitaliser sur la place essentielle qu'il occupe dans la transition énergétique.

## Evolution du cours (base 100)



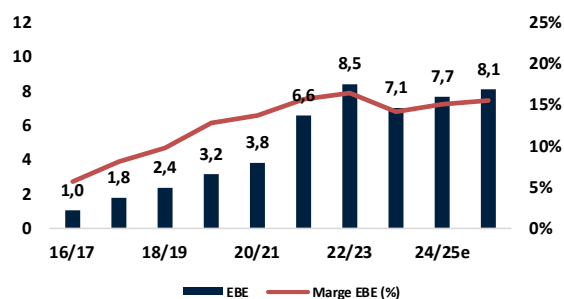
## Evolution du chiffre d'affaires (en M€)



## Argumentaire d'investissement

- **Un modèle économique maîtrisé.** De l'approvisionnement à la distribution, le modèle de Cogra est sous contrôle: la société dispose de partenariats long-terme avec des scieurs locaux, détient ses usines, gère le stockage et le conditionnement des sacs de granulés qui sont ensuite distribués (vente directe, via GSM et GSB). Ce modèle a l'avantage d'être dénué de toute complexité et offre par ailleurs un levier opérationnel conséquent, les coûts fixes du producteur étant très importants.
- **Une réponse à l'augmentation de la demande.** Dans un contexte plus que favorable à l'essor des énergies renouvelables, aussi bien à long terme étant donné la nécessité de la transition écologique, qu'à court terme avec le contexte géopolitique, la société est en position idéale pour répondre à une demande en forte croissance. La société a achevé en 2020 la construction de sa troisième usine, augmentant sa capacité de production à près de 200 000 tonnes par an. Avec près de 10% de parts de marché, Cogra est un des acteurs majeurs du granulés de bois en France.
- **Des perspectives solides de croissance et de rentabilité.** Même si la société est traditionnellement plutôt prudente quant aux anticipations de son marché et ne fournit aucune guidance chiffrée, les éléments précédemment évoqués (hausse de la demande, augmentation de la capacité de production, maîtrise des coûts) devraient permettre à Cogra de générer une croissance de plus en plus rentable et créatrice de valeur sur les exercices à venir.

## Evolution de l'EBE (en M€)



## 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
Moulinvest SA	98,4	1,1x	1,0x	1,0x	4,3x	4,0x	3,5x	7,1x	6,3x	5,2x	9,9x	8,3x	6,5x
Etablissements Poujoulat SA	227,2	0,6x	0,6x	0,5x	5,7x	5,4x	5,1x	8,0x	7,8x	7,6x	9,7x	9,5x	9,3x
<b>Moyenne</b>	<b>162,8</b>	<b>0,8x</b>	<b>0,8x</b>	<b>0,7x</b>	<b>5,0x</b>	<b>4,7x</b>	<b>4,3x</b>	<b>7,6x</b>	<b>7,0x</b>	<b>6,4x</b>	<b>9,8x</b>	<b>8,9x</b>	<b>7,9x</b>
<b>Médiane</b>	<b>162,8</b>	<b>0,8x</b>	<b>0,8x</b>	<b>0,7x</b>	<b>5,0x</b>	<b>4,7x</b>	<b>4,3x</b>	<b>7,6x</b>	<b>7,0x</b>	<b>6,4x</b>	<b>9,8x</b>	<b>8,9x</b>	<b>7,9x</b>

Compte de résultat (M€)	19/20	20/21	21/22	22/23e	23/24e	24/25e	25/26e
Chiffre d'affaires	24,7	27,8	42,1	51,2	49,6	50,9	52,2
<b>Excédent brut d'exploitation</b>	<b>3,2</b>	<b>3,8</b>	<b>6,6</b>	<b>8,5</b>	<b>7,1</b>	<b>7,7</b>	<b>8,1</b>
Résultat opérationnel courant	1,9	2,0	4,0	5,5	4,3	4,8	5,2
Résultat opérationnel	1,9	2,0	4,0	5,5	4,3	4,8	5,2
Résultat financier	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
Impôts	-0,6	-0,5	-1,1	-1,4	-1,0	-1,2	-1,3
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>1,3</b>	<b>1,4</b>	<b>2,9</b>	<b>4,1</b>	<b>3,1</b>	<b>3,6</b>	<b>3,8</b>
Bilan (M€)	19/20	20/21	21/22	22/23e	23/24e	24/25e	25/26e
Actifs non courants	13,8	21,1	19,8	18,6	17,7	16,9	16,0
<i>dont goodwill</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>
BFR	6,5	6,9	7,4	10,7	14,1	15,6	16,1
<b>Disponibilités + VMP</b>	<b>6,1</b>	<b>3,5</b>	<b>6,0</b>	<b>5,9</b>	<b>5,3</b>	<b>6,9</b>	<b>10,0</b>
Capitaux propres	17,2	18,6	21,4	25,4	28,5	32,1	35,9
Emprunts et dettes financières	9,3	13,0	11,7	9,7	8,5	7,3	6,1
<b>Total Bilan</b>	<b>29,8</b>	<b>36,1</b>	<b>39,3</b>	<b>43,8</b>	<b>42,4</b>	<b>45,8</b>	<b>48,6</b>
Tableau de flux (M€)	19/20	20/21	21/22	22/23e	23/24e	24/25e	25/26e
Marge Brute d'autofinancement	2,6	3,3	5,7	7,0	6,0	6,5	6,8
Variation de BFR	-0,9	-0,3	-0,3	-3,5	-3,4	-1,5	-0,4
<b>Flux net de trésorerie généré par l'activité</b>	<b>1,7</b>	<b>2,9</b>	<b>5,3</b>	<b>3,5</b>	<b>2,5</b>	<b>4,9</b>	<b>6,4</b>
Investissements opérationnels nets	-3,1	-9,1	-1,4	-1,7	-2,0	-2,0	-2,1
FCF	-1,4	-6,2	4,0	1,8	0,6	2,9	4,3
<b>Flux nets de trésorerie liés aux investissements</b>	<b>-3,1</b>	<b>-9,2</b>	<b>-1,6</b>	<b>-1,7</b>	<b>-2,0</b>	<b>-2,0</b>	<b>-2,1</b>
Augmentation de capital	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Variation emprunts	5,5	3,6	-1,2	-1,9	-1,2	-1,2	-1,2
Dividendes versés	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Autres	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Flux nets de trésorerie liés au financement</b>	<b>5,5</b>	<b>3,6</b>	<b>-1,2</b>	<b>-1,9</b>	<b>-1,2</b>	<b>-1,2</b>	<b>-1,2</b>
Variation de l'endettement financier net	4,1	-2,6	2,5	-0,1	-0,6	1,7	3,1
Ratios (%)	19/20	20/21	21/22	22/23e	23/24e	24/25e	25/26e
Variation chiffre d'affaires	1,3%	12,8%	51,0%	21,7%	-3,2%	2,7%	2,6%
<b>Marge EBE</b>	<b>12,8%</b>	<b>13,8%</b>	<b>15,7%</b>	<b>16,5%</b>	<b>14,2%</b>	<b>15,1%</b>	<b>15,6%</b>
Marge opérationnelle courante	7,9%	7,3%	9,4%	10,8%	8,6%	9,5%	9,9%
Marge opérationnelle	7,9%	7,3%	9,4%	10,8%	8,6%	9,5%	9,9%
Marge nette	5,5%	5,1%	7,0%	8,0%	6,3%	7,0%	7,4%
CAPEX (% CA)	12,5%	32,8%	3,2%	3,3%	4,0%	4,0%	4,0%
BFR (% CA)	26,5%	25,0%	17,5%	20,9%	28,4%	30,7%	30,8%
<b>ROCE</b>	<b>6,4%</b>	<b>4,8%</b>	<b>10,9%</b>	<b>14,2%</b>	<b>10,0%</b>	<b>11,1%</b>	<b>12,1%</b>
ROCE hors GW	6,4%	4,8%	10,9%	14,2%	10,0%	11,1%	12,1%
ROE	7,9%	7,7%	13,7%	16,1%	11,0%	11,1%	10,7%
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	19/20	20/21	21/22	22/23e	23/24e	24/25e	25/26e
<b>Gearing (%)</b>	<b>18,6%</b>	<b>50,7%</b>	<b>26,8%</b>	<b>15,2%</b>	<b>11,6%</b>	<b>1,3%</b>	<b>-10,8%</b>
Dettes nettes/EBE	1,0	2,5	0,9	0,5	0,5	0,1	-0,5
EBE/charges financières	39,0	60,8	120,5	96,7	85,8	107,7	134,1
Valorisation	19/20	20/21	21/22	22/23e	23/24e	24/25e	25/26e
Nombre d'actions (en millions)	3,4	3,4	3,4	3,4	3,4	3,4	3,4
Nombre d'actions moyen (en millions)	3,4	3,4	3,4	3,4	3,4	3,4	3,4
Cours (moyenne annuelle en euros)	5,5	7,5	10,3	12,8	9,3	9,3	9,3
(1) Capitalisation boursière moyenne	18,8	25,8	35,3	43,9	31,7	31,7	31,7
(2) Dette nette (+)/trésorerie nette (-)	3,2	9,4	5,7	3,9	3,3	0,4	-3,9
(3) Valeur des minoritaires	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
(4) Valeur des actifs financiers	0,4	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
Valeur d'entreprise = (1)+(2)+(3)-(4)	21,6	34,8	40,5	47,2	34,5	31,6	27,3
VE/CA	0,9	1,2	0,9	0,9	0,7	0,6	0,5
<b>VE/EBE</b>	<b>6,7</b>	<b>9,1</b>	<b>5,5</b>	<b>5,6</b>	<b>4,9</b>	<b>4,1</b>	<b>3,4</b>
VE/ROC	10,9	17,1	9,2	8,5	8,1	6,6	5,3
PER	13,7	18,0	10,6	10,7	10,2	8,9	8,3
P/B	1,1	1,4	1,5	1,7	1,1	1,0	0,9
P/CF	11,2	8,8	6,6	12,5	12,5	6,4	5,0
FCF yield (%)	-6,5%	-17,8%	9,8%	3,8%	1,6%	9,1%	15,7%
Données par action (€)	19/20	20/21	21/22	22/23e	23/24e	24/25e	25/26e
<b>Bnpa</b>	<b>0,40</b>	<b>0,42</b>	<b>0,86</b>	<b>1,19</b>	<b>0,91</b>	<b>1,04</b>	<b>1,12</b>
Book value/action	5,0	5,4	6,3	7,4	8,3	9,4	10,5
Dividende /action	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00

Pierre LAURENT

Analyste

01 44 70 20 78

pl Laurent@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 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 12/01/2021

**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 Cogra (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."