

Achat

Objectif de cours 3,60€ (vs 4,00€)
Cours au 22/07/2024 2,04 €
Potentiel 76,5%

Données valeur

ALTUV.PA / ALTUV:FP
Euronext Growth
Capitalisation (M€) 211
Nb de titres (en millions) 10,3
Volume moyen 12 mois (titres) 22 412
Extrêmes 12 mois 1,87 € 3,98 €

Performances boursières

| Performances (%) | Ytd | 1m | 3m | 12m |
|------------------|--------|-------|--------|--------|
| Perf. Absolue | -18,2% | -4,1% | -16,5% | -53,1% |
| Perf CAC Small | -1,2% | 0,9% | -0,1% | -6,8% |

Données financières (en M€)

| au 31/12 | 2023 | 2024e | 2025e | 2026e |
|-----------------|--------|-------|-------|-------|
| CA | 43,1 | 44,0 | 46,0 | 48,1 |
| var % | -15,9% | 2,0% | 4,6% | 4,6% |
| EBE | 5,5 | 6,3 | 6,7 | 7,0 |
| % CA | 12,8% | 14,3% | 14,5% | 14,5% |
| ROC | 2,3 | 3,6 | 3,9 | 4,1 |
| % CA | 5,3% | 8,3% | 8,5% | 8,5% |
| RN | 0,1 | 1,2 | 2,1 | 2,2 |
| % CA | 0,3% | 2,7% | 4,5% | 4,6% |
| Bnpa (€) | 0,01 | 0,12 | 0,20 | 0,22 |
| ROCE (%) | 6,3% | 11,1% | 12,2% | 13,1% |
| ROE (%) | 0,4% | 3,6% | 5,8% | 5,9% |
| Gearing (%) | 68,2% | 54,0% | 43,4% | 34,0% |
| Dette nette | 22,0 | 18,0 | 15,4 | 12,8 |
| Dividende n (€) | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| Yield (%) | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% |

Multiples de valorisation

| | 2023 | 2024e | 2025e | 2026e |
|------------|-------|-------|-------|-------|
| VE/CA (x) | 1,5 | 1,0 | 0,9 | 0,8 |
| VE/EBE (x) | 11,7 | 6,9 | 6,1 | 5,4 |
| VE/ROC (x) | 28,2 | 11,8 | 10,4 | 9,2 |
| P/E (x) | 311,1 | 17,5 | 10,2 | 9,5 |

Actionnariat



CA S1 en ligne, rebond attendu au S2

Publication du chiffre d'affaires S1 2024

Bio-UV publie un chiffre d'affaires de 22,1 M€ au titre de son premier semestre 2024, en recul de -8% par rapport au S1 2023. C'est en ligne avec nos attentes. La division Terrestre a bien résisté pour partiellement compenser le recul du Maritime. La direction attend une accélération de l'activité au S2 et réitère sa guidance annuelle (rentabilité opérationnelle en hausse et FCF plus ou moins égal à 2023).

Segment terrestre: la surperformance continue dans un marché français en berne

Le chiffre d'affaires des activités terrestres du groupe est presque stable sur le semestre et s'établit à 17,5 M€ (-1%). Sur la partie récréative, le groupe a bien résisté dans un marché français de la piscine en chute libre (-20,5% de CA facturé sur 12 mois glissants) et continue de de surperformer (-11%). Sur les autres métiers du terrestre, la forte croissance se poursuit sur la partie industrielle et municipale (+30%), portée par la REUT. A l'export, après une année 2023 compliquée (-12%), Bio-UV retrouve de la vigueur commerciale et affiche une progression de ses revenus de +15%.

Le recul se poursuit sur le maritime

Comme attendu et anticipé, la fin du marché du retrofit continuer de tirer les ventes de Bio-UV dans le rouge. Le segment affiche un chiffre d'affaires de 4,6 M€, en retrait de -28%, après avoir reculé de -16% en 2023. Les activités de services, à travers notamment la création sur le semestre d'une BU dédiée, devraient néanmoins aider à partiellement contenir la baisse de chiffre d'affaires du segment.

Accord enfin trouvé sur le litige aux US

La publication semestrielle s'est accompagnée d'une bonne nouvelle pour le groupe: un accord, pour un montant non dévoilé, a été trouvé avec Neptune Benson, société qui avait racheté en 2018 les titres de Delta UV (ancienne filiale de Bio-UV). La fin du litige va permettre au groupe, s'il le souhaite, de développer sans restriction ses activités sur le sol nord américain.

Perspectives

Bio-UV annonce un carnet de commandes de 10,1 M€ à fin juin 2024, en nette progression par rapport à fin mars (6,8 M€), qui se répartit entre 4,3 M€ sur le maritime et 5,8 M€ sur le terrestre. De quoi anticiper une accélération de l'activité sur la deuxième partie de l'année. De notre côté, nous ajustons à la marge nos estimations annuelles et tablons sur un chiffre d'affaires 2024 de 44,0 M€ (+2,0%) contre 44,3 M€ précédemment. Ce dernier implique un CA S2 de 21,9 M€, en hausse de +15,2% par rapport au S2 2023. Côté rentabilité, l'évolution du mix et la poursuite des efforts opérationnels devraient permettre de soutenir la rentabilité malgré une croissance organique modeste. Nous attendons un EBE de 6,3 M€, soit une marge d'EBITDA de 14,3% (+150 bps) pour un FCF de 3,9 M€. Nous avons par ailleurs intégré l'impact comptable du litige communiqué par le management (-0,8 M€) en exceptionnel (RN 2024 à présent estimé à 1,2 M€).

Recommandation

Nous ajustons notre objectif de cours à 3,60€ (vs 4,00€ précédemment) et conservons notre recommandation à Achat sur le titre. Sur nos estimations, et à notre OC théorique, la société serait valorisée 8,8x EV/EBITDA 2024e et 8,3x EV/EBITDA 2025e, contre un secteur à près du double.



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

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 43,1 M€ de chiffre d'affaires en 2023.

Evolution du cours (base 100)



Evolution du chiffre d'affaires (en M€)



Argumentaire d'investissement

- **Une nouvelle dimension.** Avec l'acquisition de Corelec fin 2021, spécialiste de l'électrolyse de sel, Bio-UV devrait changer de dimension sur le plan financier. Le track record en matière de M&A laisse à penser que cette intégration sera relative, appuyée par une forte symbiose entre les équipes et une proximité (culturelle, opérationnelle, géographique) avantageuse.
- **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...)
- **Une belle exécution.** Le management se distingue par un bon pilotage de ses activités. Le titre allie ainsi croissance forte (TCAM 5y >25%) et rentabilité à travers le fort levier opérationnel inhérent au modèle.
- **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.

Evolution de l'EBITDA (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 |
| Alfa Laval AB | 16 553,9 | 2,9x | 2,7x | 2,6x | 15,0x | 13,9x | 13,2x | 18,2x | 16,6x | 15,6x | 24,7x | 22,3x | 20,8x |
| Halma plc | 11 773,3 | 4,8x | 4,5x | 4,2x | 20,2x | 19,0x | 17,5x | 22,9x | 21,4x | 19,7x | 29,4x | 27,3x | 25,3x |
| UVGermi SA | 9,6 | 1,4x | 1,3x | 1,2x | 12,9x | 10,9x | 9,9x | 19,6x | 15,6x | 14,0x | 11,5x | 9,5x | 11,0x |
| Xylem Inc. | 30 936,8 | 4,0x | 3,8x | 3,6x | 20,0x | 18,2x | 16,5x | 25,1x | 22,4x | 20,1x | 32,8x | 29,1x | 25,9x |
| Moyenne | 14 818,4 | 3,3x | 3,1x | 2,9x | 17,0x | 15,5x | 14,3x | 21,5x | 19,0x | 17,3x | 24,6x | 22,0x | 20,8x |
| Médiane | 14 163,6 | 3,4x | 3,3x | 3,1x | 17,5x | 16,0x | 14,8x | 21,2x | 19,0x | 17,6x | 27,1x | 24,8x | 23,1x |

| Compte de résultat (M€) | 2021 | 2022 | 2023 | 2024e | 2025e | 2026e |
|---|--------------|--------------|---------------|--------------|-------------|-------------|
| Chiffre d'affaires | 33,5 | 51,3 | 43,1 | 44,0 | 46,0 | 48,1 |
| Excédent brut d'exploitation | 3,9 | 7,1 | 5,5 | 6,3 | 6,7 | 7,0 |
| Résultat opérationnel courant | 1,0 | 4,1 | 2,3 | 3,6 | 3,9 | 4,1 |
| Résultat opérationnel | 1,0 | 4,1 | 2,3 | 3,6 | 3,9 | 4,1 |
| Résultat financier | -0,3 | -0,8 | -1,3 | -1,1 | -1,1 | -1,1 |
| Impôts | 0,1 | -0,6 | 0,1 | -0,5 | -0,7 | -0,7 |
| Mise en équivalence | 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 |
| Résultat net part du groupe | 0,7 | 2,4 | 0,1 | 1,2 | 2,1 | 2,2 |
| Bilan (M€) | 2021 | 2022 | 2023 | 2024e | 2025e | 2026e |
| Actifs non courants | 47,9 | 44,6 | 43,7 | 42,8 | 41,9 | 40,9 |
| <i>dont goodwill</i> | 28,6 | 31,2 | 31,2 | 31,2 | 31,2 | 31,2 |
| BFR | 3,7 | 15,4 | 14,7 | 12,8 | 13,2 | 13,8 |
| Disponibilités + VMP | 10,6 | 2,0 | 2,7 | 6,7 | 9,3 | 11,9 |
| Capitaux propres | 30,7 | 32,3 | 32,2 | 33,4 | 35,5 | 37,7 |
| Emprunts et dettes financières (inc IFRS 16) | 30,9 | 29,1 | 28,3 | 28,3 | 28,3 | 28,3 |
| Total Bilan | 81,1 | 74,1 | 71,4 | 73,5 | 76,1 | 78,9 |
| Tableau de flux (M€) | 2021 | 2022 | 2023 | 2024e | 2025e | 2026e |
| Marge Brute d'autofinancement | 3,6 | 5,5 | 4,0 | 3,8 | 4,8 | 5,1 |
| Variation de BFR | -0,3 | -2,9 | 2,2 | 1,8 | -0,4 | -0,6 |
| Flux net de trésorerie généré par l'activité | 3,3 | 2,7 | 6,2 | 5,7 | 4,5 | 4,5 |
| Investissements opérationnels nets | -2,7 | -2,1 | -2,0 | -1,8 | -1,8 | -1,9 |
| FCF | 0,6 | 0,6 | 4,3 | 3,9 | 2,6 | 2,6 |
| Investissements financiers nets | -18,0 | -6,8 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Flux nets de trésorerie liés aux investissements | -20,7 | -8,9 | -2,0 | -1,8 | -1,8 | -1,9 |
| Augmentation de capital | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Variation emprunts | 16,1 | -2,0 | -3,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Dividendes versés | 0,0 | -0,5 | -0,6 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Autres | -0,5 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Flux nets de trésorerie liés au financement | 15,5 | -2,5 | -3,6 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Variation de trésorerie | -2,0 | -8,7 | 0,7 | 3,9 | 2,6 | 2,6 |
| Ratios (%) | 2021 | 2022 | 2023 | 2024e | 2025e | 2026e |
| Variation chiffre d'affaires | 4,0% | 53,3% | -15,9% | 2,0% | 4,6% | 4,6% |
| Marge EBE | 11,7% | 13,8% | 12,8% | 14,3% | 14,5% | 14,5% |
| Marge opérationnelle courante | 3,0% | 8,1% | 5,3% | 8,3% | 8,5% | 8,5% |
| Marge opérationnelle | 3,0% | 8,1% | 5,3% | 8,3% | 8,5% | 8,5% |
| Marge nette | 2,1% | 4,7% | 0,3% | 2,7% | 4,5% | 4,6% |
| CAPEX (% CA) | 7,9% | 4,1% | 4,5% | 4,0% | 4,0% | 4,0% |
| BFR (% CA) | 11,0% | 30,0% | 34,0% | 29,2% | 28,7% | 28,7% |
| ROCE | 1,3% | 5,2% | 3,0% | 4,9% | 5,3% | 5,6% |
| ROCE hors GW | 2,9% | 10,8% | 6,3% | 11,1% | 12,2% | 13,1% |
| ROE | 2,2% | 7,5% | 0,4% | 3,6% | 5,8% | 5,9% |
| Payout | 75,0% | 25,7% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| Dividend yield | 0,9% | 1,2% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| Ratios d'endettement | 2021 | 2022 | 2023 | 2024e | 2025e | 2026e |
| Gearing (%) | 66% | 79% | 68% | 54% | 43% | 34% |
| Dettes nettes/EBE | 5,2 | 3,6 | 4,0 | 2,9 | 2,3 | 1,8 |
| EBE/charges financières | 15,0 | 8,9 | 4,2 | 5,6 | 5,9 | 6,2 |
| Valorisation | 2021 | 2022 | 2023 | 2024e | 2025e | 2026e |
| Nombre d'actions (en millions) | 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 |
| Cours (moyenne annuelle en euros) | 5,7 | 4,9 | 3,8 | 2,0 | 2,0 | 2,0 |
| (1) Capitalisation boursière moyenne | 59,0 | 50,6 | 39,0 | 21,1 | 21,1 | 21,1 |
| (2) Dette nette (+)/trésorerie nette (-) | 20,3 | 25,4 | 22,0 | 18,0 | 15,4 | 12,8 |
| (3) Valeur des minoritaires | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| (4) Valeur des actifs financiers | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Valeur d'entreprise = (1)+(2)+(3)-(4) | 79,3 | 76,0 | 61,0 | 39,2 | 36,5 | 33,9 |
| VE/CA | 2,2 | 1,5 | 1,5 | 1,0 | 0,9 | 0,8 |
| VE/EBE | 19,0 | 11,0 | 11,7 | 6,9 | 6,1 | 5,4 |
| VE/ROC | 74,7 | 18,9 | 28,2 | 11,8 | 10,4 | 9,2 |
| P/E | 85,6 | 20,9 | 311,1 | 17,5 | 10,2 | 9,5 |
| P/B | 1,9 | 1,6 | 1,2 | 0,6 | 0,6 | 0,6 |
| P/CF | 17,9 | 18,8 | 6,3 | 3,7 | 4,7 | 4,7 |
| FCF yield (%) | 0,8% | 0,8% | 7,0% | 10,0% | 7,2% | 7,6% |
| Données par action (€) | 2021 | 2022 | 2023 | 2024e | 2025e | 2026e |
| Bnpa | 0,07 | 0,23 | 0,01 | 0,12 | 0,20 | 0,22 |
| Book value/action | 3,0 | 3,1 | 3,1 | 3,2 | 3,4 | 3,6 |
| Dividende /action | 0,05 | 0,06 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |

Pierre LAURENT

Analyste

01 44 70 20 78

plaurant@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 12/02/2019

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* |
|-------------------|---------------------------------|----------------------------------|--------------------------------------|----------------------|--------------------|
| Non | Non | Non | Non | Non | Oui |

« Disclaimer / Avertissement »

La présente étude a été préparée par EuroLand Corporate indépendamment de Bio-UV Group (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."