

Precia Molen  
Industriel

## Achat

<b>Objectif de cours</b>	<b>40,00 €</b>
Cours au 02/10/2023	27,40 €
<b>Potentiel</b>	<b>46,0%</b>

## Données valeur

PREC.PA / PREC.FP	
Euronext Paris	
Capitalisation (M€)	157,1
Nb de titres (en millions)	5,7
Volume moyen 12 mois (titres)	10
Extrêmes 12 mois	23,5 € 35,2 €

## Performances boursières

<b>Performances (%)</b>	<b>Ytd</b>	<b>1m</b>	<b>3m</b>	<b>12m</b>
Perf. Absolue	-16,3%	-14,5%	-16,8%	-14,8%
Perf CAC Small	-8,7%	-9,2%	-10,6%	1,0%

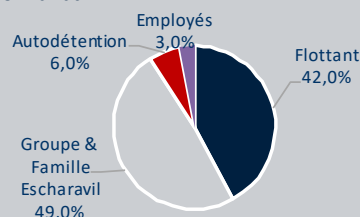
## Données financières (en M€)

<b>au 31/12</b>	<b>2022</b>	<b>2023e</b>	<b>2024e</b>	<b>2025e</b>
CA	158,4	166,5	175,3	183,2
var %	5,1%	5,1%	5,3%	4,5%
EBE	18,7	22,2	25,1	28,5
% CA	11,8%	13,3%	14,3%	15,6%
ROC	11,0	14,1	16,6	19,6
% CA	6,9%	8,4%	9,5%	10,7%
RN	5,6	7,6	9,0	10,7
% CA	3,5%	4,6%	5,1%	5,8%
Bnpa (€)	1,2	1,3	1,6	1,9
ROCE (%)	11,9%	16,2%	20,6%	24,8%
ROE (%)	6,6%	8,4%	9,2%	10,0%
Gearing (%)	-17,5%	-24,0%	-33,9%	-40,7%
Dette nette	-16,0	-23,7	-36,4	-47,9
Dividende n (€)	0,4	0,3	0,4	0,4
Yield (%)	1,3%	1,3%	1,3%	1,4%

## Multiples de valorisation

	<b>2022e</b>	<b>2023e</b>	<b>2024e</b>	<b>2025e</b>
VE/CA (x)	1,1	0,9	0,8	0,7
VE/EBE (x)	9,4	6,5	5,3	4,3
VE/ROC (x)	16,0	10,3	8,0	6,3
P/E (x)	32,4	20,6	17,4	14,7

## Actionnariat



## Première partie d'exercice excellente, légère prudence sur le S2

## Publication des résultats semestriels 2023

Precia communique d'excellents résultats au titre du premier semestre 2023. Le chiffre d'affaires du groupe atteint 86,4 M€ (+10,4%, +11,8% en organique) pour un ROC de 10,6 M€, soit une marge de 12,3% (vs 6,7% au S1 2022) et un RNpg de 6,7 M€ (vs 3,0 M€), traduisant l'excellente gestion du groupe ainsi que le levier opérationnel du modèle. La direction invite toutefois à une relative prudence sur le second semestre et constate un ralentissement du carnet de commandes dans un contexte macro-économique incertain.

## Une croissance S1 organique à deux chiffres

Après avoir publié un T1 déjà de bonne facture (+4,1% en données consolidées), Precia a connu un second trimestre très dynamique (+16,3%), faisant ressortir un CA S1 en croissance de +10,4% (+11,8% pcc avec un effet change de -0,8% et un effet périmètre de -0,6% suite à la fermeture de la filiale australienne). La croissance organique a principalement été tirée par les volumes (+6,9 M€). Nous notons par ailleurs des dynamiques à deux chiffres sur toutes les zones géographiques du groupe (France +7%, Europe ex France +13,3%, reste du monde +31,8%).

## Doublement du résultat opérationnel courant

Le groupe affiche une très forte progression de ses résultats sur la période avec un doublement du ROC, de 5,2 M€ à 10,6 M€ (marge de 12,3%, + 560 bps). Cette excellente performance est à mettre au crédit des éléments suivants: 1/ le presque maintien de la marge brute du groupe, 2/ une gestion opérationnelle exemplaire, que ce soit dans les filiales bien orientées commercialement (+1,5 M€ de résultat opérationnel pour PM India, PMS +0,6 M€) ou dans celles plus exposées géopolitiquement (+0,6 M€ pour les trois entités en Afrique de l'Ouest, 0,8 M€ en absolu pour Milviteka), 3/ un levier opérationnel conséquent sur la progression des volumes, malgré l'inflation salariale et 4/ la cession définitive des activités déficitaires en Norvège et Australie (impact positif de 0,8 M€). Sur le semestre, Precia n'a par ailleurs comptabilisé aucun élément exceptionnel. Pour rappel, une provision pour garantie de 1,1 M€ lié à un problème de qualité avait été passée au S1 2022.

## Un bilan toujours aussi solide et un FCF de 7,1 M€

Nous calculons un FCF de 7,1 M€ sur la période (vs breakeven l'année dernière), illustrant 1/ une amélioration de la rentabilité, 2/ un niveau de BFR toujours élevé sur la période, suite à la constitution de stocks de sécurité sur anticipations de ruptures en 2022 et 3/ des CAPEX en forte baisse (1,4 M€ à c1,6% du CA vs environ 4 M€ à c5% du CA S1 2022). A la fin du semestre, la trésorerie nette du groupe atteint par ailleurs 12,6 M€ post IFRS 16, pour une trésorerie brute de 31 M€, un niveau toujours très confortable.

## Perspectives et révision des estimations

La première partie d'exercice du groupe a été excellente et traduit, une fois de plus, toute la qualité de l'exécution du management. Cependant, dans un contexte macro-économique où les donneurs d'ordres restent frileux, Precia invite à la prudence et constate, sans la chiffrer, une baisse du carnet de commandes avec des prises de nouvelles commandes à un niveau similaire à 2019 (backlog de 44 M€). Si aucune guidance chiffrée n'est donnée, nous revoyons légèrement à la hausse (post S1 supérieur à nos estimations) notre prévision de CA à 166,5 M€ pour un ROC de 14 M€ (marge de 8,4%, +150 bps), impliquant un S2 2023e flat sur la top line.

## Recommandation

Après la mise à jour de notre modèle de valorisation, notre objectif de cours ressort inchangé à 40,00 € et notre recommandation reste à Achat.



**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

Fondé en 1887, le groupe familial Precia Molen est spécialisé dans la conception, la fabrication, la commercialisation, la maintenance et la vérification d'instruments de pesage commercial et industriel. Expert incontournable sur son marché, le groupe est capable aujourd'hui de couvrir 100% des besoins des professionnels en matière de pesage, proposant à la fois un large éventail de produits standardisés ainsi que des solutions sur-mesure et un panel de services très large couvrant l'installation, la maintenance, la réparation et les vérifications métrologiques et volontaires de tous instruments de pesage.

En accord avec sa stratégie de croissance à l'international, Precia Molen a développé un réseau commercial lui permettant de se rendre rapidement disponible auprès de ses clients. La société peut compter sur ses 1 350 salariés répartis 11 sites industriels et 22 filiales. Sa forte présence à l'international, parfois dans des lieux reculés, permet ainsi à Precia de se distinguer de ses compétiteurs

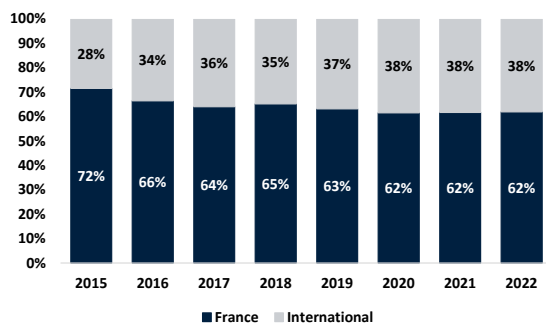
## Evolution du cours (base 100)



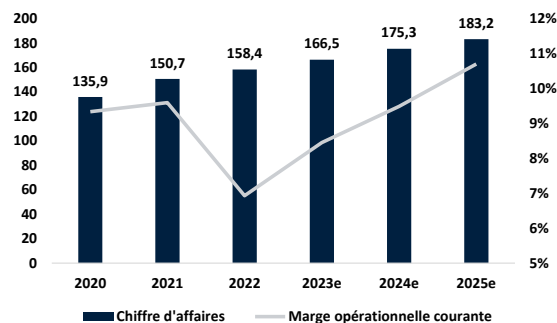
## Argumentaire d'investissement

- **Une large offre de produits.** Precia a développé une véritable expertise en proposant à la fois un large éventail de produits génériques ainsi que des solutions sur-mesure pouvant s'adresser à un nombre élevé de secteurs. Cette couverture à 360 degrés des besoins apporte un réel élément différenciateur, faisant de Precia la référence dans le milieu du pesage industriel.
- **Une activité de services à forte valeur ajoutée.** En parallèle de la vente de produits, Precia Molen dispose d'une importante offre de services liés à la maintenance des équipements ou à la métrologie légale. Véritable force du groupe, cette activité offre récurrence et marges confortables, en faisant l'un des principaux contributeurs à la rentabilité du groupe dans son ensemble.
- **Un focus sur la donnée.** Enfin, Precia Molen innove depuis plusieurs années autour de l'édition de logiciels et de la valorisation de la donnée. Cette expertise s'est accrue en 2021 avec l'acquisition de Creative IT, éditeur et intégrateur du logiciel de Manufacturing Execution System (MES) Qubes. Axe de développement important, cette expertise logicielle allie aussi revenus récurrents et marges importantes.
- **Un acteur très bien géré.** Piloté de manière exemplaire depuis de nombreux années, Precia Molen est une société rentable, affichant une croissance régulière de sa top-line ainsi qu'une amélioration constante de sa rentabilité. En outre, le groupe verse régulièrement un dividende, renforçant l'attrait du titre.
- **Une solidité financière.** Enfin, Precia Molen dispose d'un bilan solide et d'une trésorerie nette des dettes confortable (20,7 M€ à fin 2021 hors IFRS), offrant ainsi un large levier tant sur le volet de la croissance externe que du développement en organique.

## Mix du CA (M€, 2015-2022)



## Evolution du CA et de l'EBE (en 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
Delta Plus Group SA	551,2	1,6x	1,6x	1,5x	10,5x	9,9x	9,3x	12,3x	11,6x	10,9x	14,3x	13,3x	12,4x
EXEL Industries SA	327,9	0,4x	0,4x	0,4x	5,6x	5,0x	4,6x	8,4x	7,0x	6,4x	9,5x	7,3x	6,6x
Gerard Perrier Industrie SA	413,2	1,3x	1,2x	1,2x	11,9x	11,3x	10,7x	14,9x	14,2x	13,3x	22,5x	21,3x	20,1x
Haulotte Group SA	93,2	0,5x	0,5x	0,4x	7,6x	6,0x	5,7x	12,9x	8,7x	8,0x	23,5x	5,3x	4,3x
Manitou BF SA	886,6	0,4x	0,4x	0,4x	5,6x	5,0x	4,6x	7,7x	6,8x	6,3x	8,9x	7,9x	7,2x
Mersen SA	919,3	1,0x	0,9x	0,8x	5,9x	5,3x	4,6x	8,9x	8,2x	7,2x	10,9x	9,9x	8,6x
<b>Moyenne</b>	<b>531,9</b>	<b>0,9x</b>	<b>0,8x</b>	<b>0,8x</b>	<b>7,8x</b>	<b>7,1x</b>	<b>6,6x</b>	<b>10,8x</b>	<b>9,4x</b>	<b>8,7x</b>	<b>14,9x</b>	<b>10,8x</b>	<b>9,8x</b>
<b>Médiane</b>	<b>903,0</b>	<b>0,7x</b>	<b>0,7x</b>	<b>0,6x</b>	<b>6,7x</b>	<b>5,6x</b>	<b>5,2x</b>	<b>10,6x</b>	<b>8,5x</b>	<b>7,6x</b>	<b>12,6x</b>	<b>8,9x</b>	<b>7,9x</b>

Pierre LAURENT

Analyste

01 44 70 20 78

plaurant@elcorp.com



Compte de résultat (M€)	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Chiffre d'affaires	135,9	150,7	158,4	166,5	175,3	183,2
Excédent brut d'exploitation	19,8	22,0	18,7	22,2	25,1	28,5
<b>Résultat opérationnel courant</b>	<b>12,7</b>	<b>14,5</b>	<b>11,0</b>	<b>14,1</b>	<b>16,6</b>	<b>19,6</b>
Résultat opérationnel	12,7	14,5	9,7	14,1	16,6	19,6
Résultat financier	-0,1	0,0	0,0	-0,2	-0,2	-0,2
Impôts	-5,1	-4,4	-3,0	-4,9	-5,8	-6,8
Mise en équivalence	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Part des minoritaires	0,5	0,7	1,0	1,4	1,7	2,0
<b>Résultat net part du groupe</b>	<b>7,1</b>	<b>9,3</b>	<b>5,6</b>	<b>7,6</b>	<b>9,0</b>	<b>10,7</b>
Bilan (M€)	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Actifs non courants	56,1	64,4	63,6	62,7	60,3	57,9
<i>dont goodwill</i>	21,4	26,7	26,6	29,6	29,6	29,6
BFR	18,2	15,5	24,4	24,7	23,0	24,5
<b>Disponibilités + VMP</b>	<b>31,3</b>	<b>37,1</b>	<b>31,7</b>	<b>33,4</b>	<b>46,2</b>	<b>57,7</b>
Capitaux propres	75,7	86,4	91,6	98,6	107,3	117,9
Emprunts et dettes financières	16,2	16,4	15,7	9,7	9,7	9,7
<b>Total Bilan</b>	<b>143,3</b>	<b>159,9</b>	<b>165,9</b>	<b>169,0</b>	<b>180,2</b>	<b>192,6</b>
Tableau de flux (M€)	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Marge Brute d'autofinancement	19,5	22,5	21,4	17,1	19,2	21,5
Variation de BFR	0,5	2,5	-8,0	-0,3	1,7	-1,5
<b>Flux net de trésorerie généré par l'activité</b>	<b>14,8</b>	<b>20,6</b>	<b>8,1</b>	<b>16,9</b>	<b>20,9</b>	<b>20,0</b>
CAPEX nets	-5,6	-4,1	-5,3	-4,2	-6,2	-6,5
<b>FCF</b>	<b>9,2</b>	<b>16,5</b>	<b>2,8</b>	<b>12,7</b>	<b>14,7</b>	<b>13,6</b>
Augmentation de capital	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Variation emprunts	-1,2	-3,7	-6,8	-6,0	0,0	0,0
Dividendes versés	-0,9	-1,9	-2,5	-2,0	-2,0	-2,1
Autres	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Flux nets de trésorerie liés au financement</b>	<b>-2,1</b>	<b>-5,5</b>	<b>-9,4</b>	<b>-8,0</b>	<b>-2,0</b>	<b>-2,1</b>
Variation de l'endettement financier net	6,6	5,5	-7,9	1,7	12,8	11,5
Ratios (%)	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Variation chiffre d'affaires	-0,1%	10,9%	5,1%	5,1%	5,3%	4,5%
Marge EBE	14,5%	14,6%	11,8%	13,3%	14,3%	15,6%
<b>Marge opérationnelle courante</b>	<b>9,3%</b>	<b>9,6%</b>	<b>6,9%</b>	<b>8,4%</b>	<b>9,5%</b>	<b>10,7%</b>
Marge opérationnelle	9,3%	9,6%	6,1%	8,4%	9,5%	10,7%
Marge nette	5,2%	6,1%	3,5%	4,6%	5,1%	5,8%
CAPEX (% CA)	4,1%	2,7%	3,4%	2,5%	3,5%	3,5%
BFR (% CA)	13,4%	10,3%	15,4%	14,8%	13,1%	13,4%
ROCE	11,4%	12,1%	8,3%	10,7%	13,3%	15,9%
<b>ROCE hors GW</b>	<b>16,0%</b>	<b>18,1%</b>	<b>11,9%</b>	<b>16,2%</b>	<b>20,6%</b>	<b>24,8%</b>
ROE	9,8%	11,5%	6,6%	8,4%	9,2%	10,0%
Payout	20,6%	24,8%	35,7%	26,0%	23,0%	21,0%
Dividend yield	1,4%	1,4%	1,1%	1,3%	1,3%	1,4%
Ratios d'endettement	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
<b>Gearing (%)</b>	<b>-19,9%</b>	<b>-23,9%</b>	<b>-17,5%</b>	<b>-24,0%</b>	<b>-33,9%</b>	<b>-40,7%</b>
Dettes nette/EBE	-0,8	-0,9	-0,9	-1,1	-1,4	-1,7
EBE/charges financières	ns	ns	ns	ns	ns	ns
Valorisation	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Nombre d'actions (en millions)	5,7	5,7	5,7	5,7	5,7	5,7
Nombre d'actions moyen (en millions)	0,6	3,2	5,7	5,7	5,7	5,7
Cours (moyenne annuelle en euros)	190,1	29,3	31,8	27,4	27,4	27,4
(1) Capitalisation boursière moyenne	109,0	92,5	182,1	157,1	157,1	157,1
(2) Dette nette (+)/ trésorerie nette (-)	-15,1	-20,7	-16,0	-23,7	-36,4	-47,9
(3) Valeur des minoritaires	12,7	12,7	12,7	12,7	12,7	12,7
(4) Valeur des actifs financiers	1,1	1,9	1,4	1,4	1,4	1,4
Valeur d'entreprise = (1)+(2)+(3)-(4)	105,5	82,6	177,4	144,8	132,0	120,5
VE/CA	0,7	1,0	1,1	0,9	0,8	0,7
VE / EBE	5,1	7,1	9,4	6,5	5,3	4,3
<b>VE / ROC</b>	<b>8,0</b>	<b>10,8</b>	<b>16,0</b>	<b>10,3</b>	<b>8,0</b>	<b>6,3</b>
P/E	14,5	18,2	32,4	20,6	17,4	14,7
P/B	1,4	1,9	2,0	1,6	1,5	1,3
P/CF	7,4	4,5	22,3	9,3	7,5	7,8
<b>FCF yield (%)</b>	<b>8,7%</b>	<b>20,0%</b>	<b>1,6%</b>	<b>8,8%</b>	<b>11,2%</b>	<b>11,3%</b>
Données par action (€)	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
<b>Bnpa</b>	<b>13,10</b>	<b>1,62</b>	<b>1,21</b>	<b>1,33</b>	<b>1,58</b>	<b>1,87</b>
Book value/action	13,2	15,1	16,0	17,2	18,7	20,6
Dividende /action	2,70	0,40	0,35	0,35	0,36	0,39

**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 09/10/2020

**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 Precia Molen (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."