



Achat

Capitalisation (M€)	194,1	Ticker	ALSTI-FR	Industriel
Objectif de cours	42,1€ (vs 39,1€)	Nb de titres (en millions)	5,14	Flash valeur
Cours au 02/04/2025	37,8 €	Volume moyen 12m (titres)	11 322	03/04/2025
Potentiel	15,1%	Extrêmes 12m (€)	8,00€/38,60€	

## Une forte génération de cash en 2024

### A retenir

- Stif dévoile un FCF supérieur à nos attentes
- Le bilan est solide (5,7 M€ de trésorerie nette ex IFRS 16), et laisse le champ des possibles ouverts
- OC réhaussé à 43,5€ (vs 39,1€ précédemment)

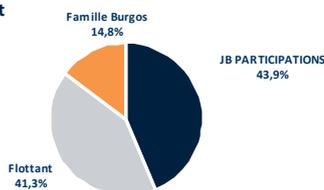
#### Données financières (en M€)

au 31/12	2024	2025e	2026e	2027e
CA	61,2	75,4	87,7	99,9
var %	72,7%	23,2%	16,3%	13,8%
EBE	15,7	19,6	23,9	28,2
% CA	25,7%	26,0%	27,2%	28,3%
ROC	13,2	16,6	20,5	24,4
% CA	21,6%	22,0%	23,4%	24,5%
RNPG	9,7	11,8	14,8	17,7
% CA	15,8%	15,7%	16,8%	17,7%
Bnpa (€)	1,91	2,30	2,87	3,45
ROCE (%)	51,4%	47,0%	50,8%	54,9%
ROE (%)	43,0%	37,9%	34,4%	30,8%
Gearing (%)	-22,4%	-22,3%	-35,2%	-46,6%
Dette nette ex IFRS 16	-5,7	-7,8	-16,3	-28,7
Dividende n (€)	0,59	0,58	0,57	0,41
Yield (%)	2,0%	1,5%	1,5%	1,1%

#### Multiples de valorisation

	2024	2025e	2026e	2027e
VE/CA (x)	2,4	2,5	2,1	1,7
VE/EBE (x)	9,5	9,7	7,6	6,0
VE/ROC (x)	11,3	11,4	8,8	7,0
P/E (x)	15,8	16,4	13,2	11,0

#### Actionnariat



#### Performances boursières

Performances (%)	Ytd	1m	3m	12m
	36,4%	25,9%	36,4%	331,1%



#### Publication des résultats annuels 2024

Après avoir publié son P&L 2024 qui s'illustre par des résultats remarquables, Stif a divulgué son bilan ainsi que les éléments de ses flux de trésorerie. Pour rappel, la société avait annoncé un chiffre d'affaires record de 61,2 M€, en progression de +72,3%. Le groupe a publié un EBITDA de 15,7 M€ (+235%) et un résultat net part du groupe de 9,7 M€ (+384% vs l'année précédente), largement supérieurs à nos attentes (EBITDA +7,9%, RNPG +20,9%).

La génération de cash a également été très solide, avec une trésorerie brute en forte hausse à 16,6 M€ contre 7,8 M€ un an plus tôt. Cette amélioration s'explique notamment par un effet favorable du BFR sur l'année. Le FCF s'inscrit en forte hausse à 8,5 M€, un niveau supérieur à nos attentes (5,9 M€ estimé).

Pour 2025, le management vise une nouvelle progression à un rythme soutenu, avec une croissance attendue autour de +20% et une marge d'EBITDA à nouveau supérieure à 20%. Ces objectifs nous semblent prudents au regard des leviers de croissance déjà activés.

Pour mémoire, la guidance à moyen terme prévoit un chiffre d'affaires de 80 M€ en 2027 avec une marge d'EBITDA supérieure à 15%. Au vu de la dynamique actuelle, ces cibles nous paraissent désormais conservatrices.

#### Une situation de trésorerie nette solide et un bilan sain

Sur 2024, la position de trésorerie nette ex IFRS 16 du groupe s'établit à 5,7 M€, contre 2,1 M€ en 2023. Dans le détail, le FCF s'établit à 8,5 M€ contre -0,9 M€ en 2023. Cette forte augmentation est accentuée par une variation positive du BFR. Dans le détail, les dettes fournisseurs ont augmenté de +89% à 7,9 M€ (vs 4,2 M€) pour représenter 29,9% du CA et les dettes fiscales ont plus que triplé à 6,7 M€ (vs 2,2 M€).

Suite à un financement de 5,0 M€ auprès de la BPI, l'endettement brut du groupe ressort désormais à 11,4 M€ (vs 6,4 M€). Par ailleurs, bénéficiant de la forte amélioration de sa rentabilité, Stif va aussi proposer un dividende de 0,59€ par action, en hausse de +211% par rapport à l'exercice précédent (0,19€).



**Perspectives et estimations**

Suite à cet excellent exercice, nous rappelons que le groupe a annoncé une nouvelle guidance pour 2025, avec une croissance forte de l'ordre de 20% ainsi qu'un taux de marge d'EBITDA à nouveau supérieur à 20% (vs un objectif de 80 M€ de CA et une marge d'EBITDA supérieure à 20% d'ici 2027). Une nouvelle feuille de route, stratégique et commerciale sera communiquée en octobre prochain une nouvelle feuille de route stratégique et commerciale.

A la suite de la présentation de ces résultats hier matin, le groupe a annoncé prévoir des investissements à hauteur de 5,6 M€ en 2025. Au-delà des CAPEX de maintenance d'environ 1M€ par usine, Stif souhaite développement de nouvelles infrastructures et équipements sur les sites de production, et se préparer au ramp up de la production (et notamment en Asie).

A la suite de ces nouveaux éléments, nous avons ajusté nos estimations. Pour l'exercice 2025, nous attendons désormais un FCF de 5,2 M€e (vs 4,3 M€e précédemment), soit un taux de conversion de 26,5% de l'EBITDA. Nous pensons que, du fait de la croissance attendue et de la normalisation de certains postes, la variation de BFR devrait être défavorable sur l'exercice. Notre atterrissage de dette nette ex IFRS 16 atteint désormais -7,8 M€. A ce stade, nous ne modélisons aucune croissance externe.

**Recommandation**

Suite à cette publication et après mise à jour de notre modèle, nous réitérons notre recommandation à Achat et réhaussons notre objectif de cours à 43,5€ (vs 39,1€), soit un upside de +15,1%. A ce nouvel objectif de cours et sur nos estimations 2025, le titre se traite 10,5x EV/EBITDA, 12,4x EV/EBIT et 18,0x le PER.



## Présentation de la société

Acteur historiquement positionné sur les équipements de manutention en vrac, STIF est entré ces dernières années dans une nouvelle phase ambitieuse de son développement. Fort d'un savoir-faire reconnu et sous l'impulsion du PDG José Burgos, le groupe opère une stratégie de croissance sur un nouveau marché, celui des systèmes de stockage d'énergie par batterie (BESS).

S'appuyant sur deux segments d'activité avec 1/ les équipements dédiés à la manutention en vrac et 2/ les équipements de protection passive contre les explosions, STIF dispose de solides atouts pour assurer une croissance rentable au cours des prochaines années.

## Argumentaire d'investissement

**Des leviers identifiés.** STIF devrait connaître une trajectoire de très forte croissance de son activité sur les 4 prochaines années avec un TCAM 23-27e du chiffre d'affaires de l'ordre de 28,2% selon nos estimations. Cette croissance est synonyme de rentabilité pour le groupe. En effet, les produits attendus en très forte croissance sont les équipements dédiés à la protection contre les explosions et dont la marge brute est bien supérieure aux équipements de l'activité historique (de l'ordre de 60-65% contre 50-55% respectivement). La profitabilité du groupe ainsi que la génération de cash (FCF) devrait s'accélérer compte tenu du véritable levier opérationnel dont dispose la structure.

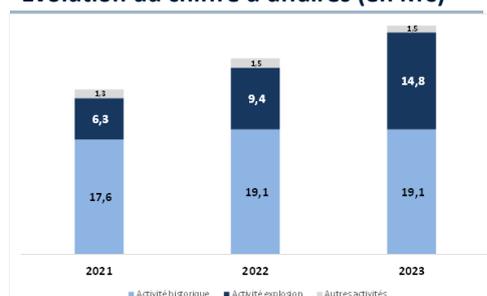
**Une stratégie de remontée de la chaîne de valeur.** STIF développe, conçoit, produit et commercialise ses équipements maîtrisant ainsi toute la chaîne de valeur. Cette intégration verticale lui apporte un contrôle optimal de son activité. Le groupe est positionné sur différentes industries et propose à la fois des équipements pour la manutention en vrac et des équipements de protection passive contre les explosions. Cette présence sur des marchés spécifiques permet à la société d'élargir sa clientèle tout en réduisant sa dépendance à une industrie. Par ailleurs, STIF dispose d'une portée internationale puisqu'elle réalise près de 84% de son CA 2024 hors France.

**Les BESS: un marché à fort potentiel.** Les BESS permettent le stockage de l'électricité produite par les énergies renouvelables (solaire et éolien). Le groupe bénéficie d'une prime au premier entrant, qui attire des acteurs internationaux de taille significative comme Tesla, et dont les commandes s'élèvent à des montants élevés (29,3 M€ en 2024). En ce sens, la trajectoire de croissance de la société devrait changer drastiquement.

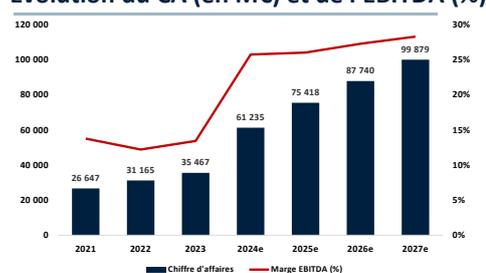
## Multiples de valorisation des comparables

Société	Capitalisation (€M)	Dettes nettes	VE	EV/sales			EV/EBITDA			EV/EBIT			P/E		
				2025e	2026e	2027e	2025e	2026e	2027e	2025e	2026e	2027e	2025e	2026e	2027e
Prodways Group SA	30	5	35	0,6x	0,6x	0,5x	5,4x	4,4x	4,1x	11,2x	7,9x	6,3x	15,8x	10,7x	7,9x
Alfen NV	265	30	295	0,6x	0,6x	0,5x	7,4x	6,0x	5,2x	16,6x	11,1x	8,8x	24,5x	14,9x	11,3x
Entech Smart Energies	120	17	137	1,7x	1,1x	0,7x		11,1x	4,9x		14,9x	6,5x		17,6x	7,8x
Nabaltec AG	133	6	139	0,7x	0,6x		4,0x	3,7x		7,0x	6,4x		10,0x	9,0x	
R. STAHL AG	126	21	147	0,4x	0,4x		3,9x	3,5x	2,9x	7,4x	6,0x		11,2x	8,5x	
GESCO AG	184	57	241	0,5x	0,4x	0,4x	4,8x	3,9x	3,3x	7,7x	5,7x	4,9x	9,9x	7,0x	5,9x
<b>Moyenne</b>	<b>143,1</b>	<b>22,7</b>	<b>165,8</b>	<b>0,7x</b>	<b>0,6x</b>	<b>0,5x</b>	<b>5,1x</b>	<b>5,4x</b>	<b>4,1x</b>	<b>10,0x</b>	<b>8,7x</b>	<b>6,6x</b>	<b>14,3x</b>	<b>11,3x</b>	<b>8,2x</b>
<b>Médiane</b>	<b>129,8</b>	<b>19,0</b>	<b>143,2</b>	<b>0,6x</b>	<b>0,6x</b>	<b>0,5x</b>	<b>4,8x</b>	<b>4,2x</b>	<b>4,1x</b>	<b>7,7x</b>	<b>7,2x</b>	<b>6,4x</b>	<b>11,2x</b>	<b>9,9x</b>	<b>7,8x</b>

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



## Evolution du CA (en M€) et de l'EBITDA (%)



Compte de résultat (M€)	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Chiffre d'affaires	26,6	31,2	35,5	61,2	75,4	87,7	99,9
Excédent brut d'exploitation	3,4	3,5	4,7	15,7	19,6	23,9	28,2
<b>Résultat opérationnel courant</b>	<b>2,4</b>	<b>2,6</b>	<b>3,2</b>	<b>13,2</b>	<b>16,6</b>	<b>20,5</b>	<b>24,4</b>
Résultat opérationnel	2,4	2,6	3,2	13,4	16,6	20,5	24,4
Résultat financier	-0,1	0,0	-0,3	-0,2	-0,5	-0,5	-0,5
Impôts	-0,4	-0,3	-0,4	-3,1	-3,7	-4,5	-5,4
Mise en équivalence	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Part des minoritaires	0,4	0,6	0,4	0,5	0,6	0,7	0,8
<b>Résultat net part du groupe</b>	<b>1,5</b>	<b>1,7</b>	<b>2,0</b>	<b>9,7</b>	<b>11,8</b>	<b>14,8</b>	<b>17,7</b>
Bilan (M€)	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Actifs non courants	5,4	7,6	10,2	16,7	19,3	20,3	20,5
BFR	2,7	3,2	4,4	2,6	7,2	10,0	12,9
<b>Disponibilités + VMP</b>	<b>1,9</b>	<b>1,9</b>	<b>7,8</b>	<b>16,7</b>	<b>18,7</b>	<b>27,3</b>	<b>39,6</b>
Capitaux propres	4,7	6,0	15,2	23,4	32,7	45,1	60,5
Emprunts et dettes financières ex IFRS	4,8	6,1	5,7	10,9	10,9	10,9	10,9
<b>Total Bilan</b>	<b>14,4</b>	<b>17,3</b>	<b>29,2</b>	<b>51,3</b>	<b>62,7</b>	<b>78,2</b>	<b>96,5</b>
Tableau de flux (M€)	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Marge brute d'autofinancement	2,9	3,3	3,6	12,0	15,4	18,8	22,3
Variation de BFR	-0,5	-0,6	-1,3	1,7	-4,6	-2,8	-2,9
<b>Flux nets de trésorerie généré par l'activité</b>	<b>2,4</b>	<b>2,6</b>	<b>2,3</b>	<b>13,7</b>	<b>10,8</b>	<b>16,1</b>	<b>19,5</b>
CAPEX nets	-1,3	-3,2	-3,2	-5,1	-5,6	-4,4	-4,0
<b>FCF</b>	<b>1,2</b>	<b>-0,6</b>	<b>-1,0</b>	<b>8,5</b>	<b>5,2</b>	<b>11,7</b>	<b>15,5</b>
Augmentation de capital	0,0	0,0	8,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Variation emprunts	-0,3	1,3	-0,4	5,1	0,0	0,0	0,0
Dividendes versés	-0,6	-0,7	-0,8	-1,0	-3,1	-3,1	-3,1
<b>Flux nets de trésorerie liés au financement</b>	<b>-1,0</b>	<b>0,6</b>	<b>6,9</b>	<b>4,1</b>	<b>-3,1</b>	<b>-3,1</b>	<b>-3,1</b>
Variation de trésorerie	0,3	0,0	5,9	8,8	2,0	8,6	12,4
Ratios (%)	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Variation chiffre d'affaires		17,0%	13,8%	72,7%	23,2%	16,3%	13,8%
Marge EBE	12,8%	11,2%	13,3%	25,7%	26,0%	27,2%	28,3%
<b>Marge opérationnelle courante</b>	<b>9,1%</b>	<b>8,2%</b>	<b>8,9%</b>	<b>21,6%</b>	<b>22,0%</b>	<b>23,4%</b>	<b>24,5%</b>
Marge opérationnelle	9,1%	8,2%	8,9%	21,9%	22,0%	23,4%	24,5%
Marge nette	5,8%	5,5%	5,6%	15,8%	15,7%	16,8%	17,7%
CAPEX (% CA)	4,8%	10,3%	9,1%	8,4%	7,4%	5,0%	4,0%
BFR (% CA)	10,2%	10,2%	12,3%	4,3%	9,5%	11,4%	12,9%
ROCE	22,4%	17,8%	16,2%	51,4%	47,0%	50,8%	54,9%
<b>ROCE hors GW</b>	<b>22,4%</b>	<b>17,8%</b>	<b>16,4%</b>	<b>60,5%</b>	<b>52,8%</b>	<b>56,2%</b>	<b>60,1%</b>
ROE	42,2%	37,7%	14,6%	43,0%	37,9%	34,4%	30,8%
Payout	0,0%	0,0%	48,3%	31,0%	25,0%	20,0%	12,0%
Dividend yield		0,0%	2,7%	2,0%	1,5%	1,5%	1,1%
Ratios d'endettement	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
<b>Gearing (%)</b>	<b>61,3%</b>	<b>70,2%</b>	<b>-9,3%</b>	<b>-22,4%</b>	<b>-22,3%</b>	<b>-35,2%</b>	<b>-46,6%</b>
Dettes nette/EBE	0,8	1,1	-0,3	-0,3	-0,4	-0,7	-1,0
EBE/charges financières	29,9	69,6	15,2	36,1	37,9	46,2	54,5
Valorisation	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Nombre d'actions (en millions)	5,1	5,1	5,1	5,1	5,1	5,1	5,1
Nombre d'actions moyen (en millions)	5,1	5,1	5,1	5,1	5,1	5,1	5,1
Cours (moyenne annuelle en euros)	0,0	8,8	7,1	30,1	37,8	37,8	37,8
(1) Capitalisation boursière moyenne	0,0	44,7	36,2	152,8	194,1	194,1	194,1
(2) Dette nette (+)/ trésorerie nette (-)	2,9	4,2	-2,1	-5,7	-7,8	-16,3	-28,7
(3) Valeur des minoritaires	1,1	1,5	1,6	0,9	1,5	2,2	3,1
(4) Valeur des actifs financiers	0,4	0,2	0,7	1,6	1,6	1,6	1,6
Valeur d'entreprise = (1)+(2)+(3)-(4)	4,3	50,6	36,3	149,6	189,5	181,6	170,1
<b>VE/CA</b>	<b>0,2</b>	<b>1,6</b>	<b>1,0</b>	<b>2,4</b>	<b>2,5</b>	<b>2,1</b>	<b>1,7</b>
VE/EBE	1,3	14,5	7,7	9,5	9,7	7,6	6,0
<b>VE/ROC</b>	<b>1,8</b>	<b>19,8</b>	<b>11,5</b>	<b>11,3</b>	<b>11,4</b>	<b>8,8</b>	<b>7,0</b>
P/E	0,0	26,1	18,1	15,8	16,4	13,2	11,0
P/B	0,0	7,4	2,4	6,5	5,9	4,3	3,2
P/CF	0,0	17,0	15,9	11,2	18,0	12,1	10,0
<b>FCF yield (%)</b>	<b>26,7%</b>	<b>-1,1%</b>	<b>-2,6%</b>	<b>5,7%</b>	<b>2,7%</b>	<b>6,4%</b>	<b>9,1%</b>
Données par action (€)	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Bnpa	0,30	0,34	0,39	1,91	2,30	2,87	3,45
<b>Book value/action</b>	<b>0,9</b>	<b>1,2</b>	<b>3,0</b>	<b>4,6</b>	<b>6,4</b>	<b>8,8</b>	<b>11,8</b>
Dividende /action	0,0	0,0	0,2	0,6	0,58	0,57	0,41



**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 15/04/2024

Accumuler : (-)

Neutre : (-)

Alléger : (-)

Vente : (-)

**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 <sup>®</sup>
Non	Non	Non	Oui	Non	Oui



## “Disclaimer / Avertissement”

La présente étude a été préparée par EuroLand Corporate indépendamment de S.T.I.F (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

