EuroLand Corporate

SMAIO

Achat

Capitalisation	40,1	Ticker	ALSMA-FR		Medtech
Objectif de cours	8,20 € (vs 7,50 €)	Nb de titres (en milions)	5,6		Flash valeur
Cours au 14/10/2025	7,10 €	Volume moyen 12m (titres)	1 311		15/10/2025
Potentiel	*15,5%*	Extrêmes 12m (€)	2,25€/8,70€		

Résultats semestriels en nets progrès

A retenir

- Perte d'EBITDA ramenée à -0,03 M€ (vs -0,6 M€ au S1 2024) et -0,2 M€ avant CIR (vs -0,8 M€)
- Consommation de cash maitrisée sur la période
- Poursuite de la dynamique commerciale au T3

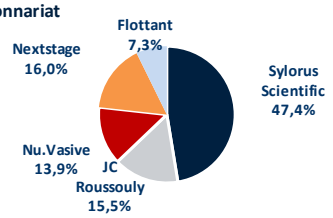
Données financières (en M€)

au 31/12	2024	2025e	2026e	2026e
CA	5,5	9,7	13,6	18,0
var %	*2,1%*	*77,3%*	*39,1%*	*32,5%*
EBE	-1,8	-0,8	0,2	1,0
% CA	*-31,8%*	*-8,7%*	*1,3%*	*5,7%*
ROC	-3,2	-2,3	-1,9	-1,7
% CA	*-57,9%*	*-23,7%*	*-13,7%*	*-9,3%*
RN	-2,3	-1,9	-1,2	-0,8
% CA	*-42,7%*	*-20,0%*	*-8,8%*	*-4,6%*
Bnpa (€)	-0,5	-0,3	-0,2	-0,1
ROCE (%)	-39,2%	-26,3%	-19,8%	-17,1%
ROE (%)	-34,3%	-30,9%	-23,4%	-19,4%
Gearing (%)	-13,4%	1,6%	33,4%	65,9%
Dette nette	-0,9	0,1	1,7	2,8
Dividende n (€)	0,0	0,0	0,0	0,0
Yield (%)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Multiples de valorisation

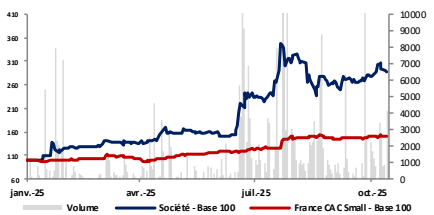
	2024	2025e	2026e	2026e
VE/CA (x)	3,0	4,1	3,1	2,4
VE/EBE (x)	ns	ns	ns	ns
VE/ROC (x)	ns	ns	ns	ns
P/E (x)	ns	ns	ns	ns

Actionnariat



Performances boursières

	Ytd	1m	3m	12m
Performances (%)	179,1%	6,7%	24,1%	115,6%



Publication des résultats semestriels 2025

Après avoir publié un chiffre d'affaires S1 en hausse à trois chiffres (+126% à 5,0 M€), SMAIO annonce des résultats en nette amélioration et conformes à nos attentes. L'EBITDA enregistre une progression de +96% (-0,03 M€ vs -0,8 M€ au S1 2024), alors que le RNpg ressort à -0,7 M€ (vs -1,2 M€). Le groupe continue par ailleurs d'afficher une croissance très vigoureuse sur le T3 (+87%) et de surfer sur excellente dynamique commerciale.

Un mix géographique qui porte la marge brute

Avec un chiffre d'affaires S1 réalisé à 75% aux Etats-Unis, où les marges sont les plus élevées du secteur, le taux de marge brute de SMAIO a progressé de +210 bps sur le semestre pour s'établir à 85%, contre 64% au S1 de l'exercice précédent. Cette hausse a permis de couvrir celle des OPEX du groupe (+98% à 4,5 M€), dont le modèle est naturellement composé d'une importante partie de charges variables (commissions sur ventes des distributeurs locaux).

L'EBITDA ajusté (post CIR) ressort ainsi à -0,03 M€ sur le semestre, soit une progression de +96%, et à -0,2 M€ hors CIR (+75%).

Après la prise en compte des différents éléments du bas de P&L, qui ne comporte aucune surprise majeure, le RNpg progresse de +41% pour s'établir à -0,7 M€ (vs -1,2 M€).

Trésorerie de 4,7 M€ à la clôture du semestre

A la suite de la levée de fonds de 2,5 M€ réalisée au S1 (dont 1,5 M€ d'augmentation de capital brute et 1,0 M€ d'obligations convertibles), SMAIO dispose d'une trésorerie brute de 4,7 M€ au 30 juin, à comparer aux 3,2 M€ de fin 2024. Sur le semestre, le groupe a consommé environ 0,5 M€ de cash avant financement, un niveau sous contrôle malgré la très forte croissance et les besoins en R&D, et même en nette baisse si l'on compare à 2024.

Pierre LAURENT - Head Equity Research - 01 44 70 20 78 - plaurent@elcorp.com

Poursuite de la croissance sur le troisième trimestre

Au T3, traditionnellement plutôt calme, la société annonce un chiffre d'affaires de 2,0 M€, soit une hausse de +87% vs le T3 2024. Les Etats-Unis sont de nouveau le principal contributeur à la croissance, avec un chiffre d'affaires de 1,7 M€ (+153%, soit 85% du mix groupe). A taux de change constant, nous estimons que SMAIO aurait enregistré une hausse de ses revenus trimestriels à trois chiffres. Le CA 9 mois ressort ainsi à 7,0 M€ (+113%).

Perspectives et estimations

Après ce bon premier semestre et un T3 encore en forte croissance, SMAIO confirme l'excellente exécution de sa feuille de route, qui devrait l'amener sur une trajectoire de croissance rentable assez rapidement, orientée autour de deux leviers principaux : 1/ le focus aux US, appuyé par le développement de nouveaux centres utilisateurs, la montée en puissance des centres actuels ainsi que la vente de tiges aux dispositifs concurrents (cf. le partenariat, non exclusif, récemment signé avec Highridge), et 2/ la poursuite des investissements en matière d'innovation et de développement destinés à conserver, et même à renforcer, l'avantage technologique du groupe.

A la suite de la publication, nous revoyons en revanche nos atterrissages 2025 afin de prendre en compte 1/ l'effet de change USD/EUR très défavorable au groupe sur l'année et 2/ une base assez exigeante sur le T4. Nous révisons notre prévision de CA à 9,7 M€ (vs 11,1 M€ précédemment), qui implique un T4 2025 en croissance de +25%, et celle d'EBITDA avant CIR à -0,8 M€ (vs -0,4 M€ précédemment) pour un RN de -1,9 M€ (vs -1,3 M€). Nous pensons toujours que SMAIO devrait passer son breakeven d'EBITDA dès l'exercice 2026, même si, à un moment donné, la structure de coûts (production, commercial) du groupe devra sûrement être un peu alourdie afin d'accompagner le passage à l'échelle.

Recommandation

Nous réitérons notre recommandation à Achat sur le titre et réhaussons légèrement notre objectif de cours à 8,20€ (vs 7,50€ précédemment).

Pierre LAURENT - Head Equity Research - 01 44 70 20 78 - plaurent@elcorp.com

Présentation de la société

Fondé en 2009, SMAIO (Software, Machines and Adaptative Implants in Orthopaedics) est un acteur français de l'orthopédie. Il se positionne sur les segments à forte valeur ajoutée des dispositifs médicaux dédiés à la chirurgie rachidienne complexe. La société possède une expertise reconnue grâce à sa base de big data, devenue une référence mondiale avec plus de 100 000 cas patients répertoriés. Avec des bureaux à Dallas, aux Etats-Unis, et à Lyon, le groupe ambitionne de devenir une référence mondiale sur le segment.

En 2024, SMAIO a réalisé 5,5 M€ de chiffre d'affaires, un niveau deux fois supérieur à l'année précédente, pour un EBITDA de -1,8 M€.

Argumentaire d'investissement

Un acteur à la pointe de la technologie. SMAIO s'appuie sur une base clinique inégalée, forte de plus de 100 000 cas de chirurgie du rachis, pour proposer une plateforme logicielle intégrée – de la planification préopératoire jusqu'au suivi post-opératoire. Avec l'intelligence artificielle en développement, la société s'impose comme un pionnier dans la transformation numérique du bloc opératoire.

Un positionnement stratégique sur un marché à forte croissance. Le marché mondial de la chirurgie du rachis connaît une expansion soutenue, estimée à plus de 10 % de croissance annuelle selon les données de Global Market Insights. En se positionnant comme un partenaire technologique des chirurgiens – plutôt qu'un simple fournisseur d'implants – SMAIO capte une chaîne de valeur plus large, tout en répondant aux exigences croissantes de traçabilité, d'efficience opératoire et de personnalisation des soins.

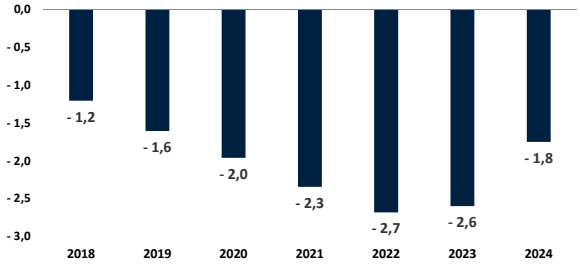
Une dynamique commerciale portée par le marché américain. La croissance s'accélère, tirée par une implantation réussie aux États-Unis qui représente déjà plus de la moitié des revenus. Le chiffre d'affaires a doublé en 2024, porté par des partenariats stratégiques avec des chirurgiens leaders d'opinion et une adoption croissante des solutions SMAIO dans les centres de référence.

Les moyens de son ambition. Fort d'une levée de fonds de 2,5 M€ réalisée au début de l'année 2025 (1,5 M€ d'augmentation de capital + 1 M€ via des obligations convertibles), SMAIO dispose de moyens financiers qui lui permettent de financer son expansion à court terme et d'atteindre rapidement un niveau de rentabilité positif.

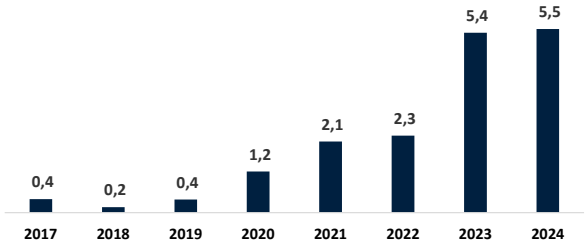
Multiples de valorisation des comparables

		EV/sales			EV/EBITDA			EV/EBIT			P/E		
Société	**Capitalisation**	**FY1**	**FY2**	**FY3**	**FY1**	**FY2**	**FY3**	**FY1**	**FY2**	**FY3**	**FY1**	**FY2**	**FY3**
Globus Medical Inc Class A	5 431,6	2,1x	2,0x	1,8x	7,6x	6,8x	6,2x	10,2x	9,3x	8,2x	14,4x	13,3x	11,8x
Medtronic Plc	98 394,2	4,0x	3,8x	3,6x	14,0x	13,1x	12,1x	15,7x	14,6x	13,8x	16,9x	15,8x	14,8x
Orthofix Medical, Inc.	362,9	0,8x	0,8x	0,7x	8,2x	7,1x	ns	ns	ns	ns	ns	ns	ns
Stryker Corporation	128 481,5	6,1x	5,6x	5,2x	21,2x	19,3x	17,5x	23,1x	20,9x	18,9x	26,7x	24,0x	ns
Zimmer Biomet Holdings, Inc.	16 012,8	3,0x	2,9x	2,7x	9,2x	8,8x	8,6x	11,0x	10,5x	9,8x	11,6x	11,0x	10,1x
Moyenne	**49 736,6**	**3,2x**	**3,0x**	**2,8x**	**12,0x**	**11,0x**	**11,1x**	**15,0x**	**13,8x**	**12,7x**	**17,4x**	**16,0x**	**12,2x**
Médiane	**16 012,8**	**3,0x**	**2,9x**	**2,7x**	**9,2x**	**8,8x**	**10,4x**	**13,3x**	**12,6x**	**11,8x**	**15,7x**	**14,5x**	**11,8x**

Evolution de l'EBITDA 2018 - 2024 (M€, %)



Evolution du CA 2017 – 2024 (M€)



Compte de résultat (M€)	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Chiffre d'affaires	**2,3**	**5,4**	**5,5**	**9,7**	**13,6**	**18,0**
Excédent brut d'exploitation	-2,7	0,1	-1,8	-0,8	0,2	1,0
Résultat opérationnel courant	**-4,1**	**-1,1**	**-3,2**	**-2,3**	**-1,9**	**-1,7**
Résultat opérationnel	-4,1	-1,1	-3,2	-2,3	-1,9	-1,7
Résultat financier	0,0	-0,1	0,1	0,0	-0,1	-0,1
Impôts	0,3	0,7	0,7	0,4	0,8	1,0
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	2,6	-0,4	-2,3	-1,9	-1,2	-0,8
Bilan (M€)	**2022**	**2023**	**2024**	**2025e**	**2026e**	**2027e**
Actifs non courants	4,2	3,5	3,5	3,7	3,9	4,0
dont goodwill	*0,0*	*0,0*	*0,0*	*0,0*	*0,0*	*0,0*
BFR	2,5	2,0	2,5	2,7	3,0	3,1
Disponibilités + VMP	**3,3**	**6,9**	**3,2**	**3,2**	**1,6**	**0,5**
Capitaux propres	9,6	9,3	6,8	6,3	5,1	4,3
Emprunts et dettes financières	0,4	3,1	2,3	3,3	3,3	3,3
Total Bilan	**11,2**	**13,8**	**11,8**	**14,1**	**14,4**	**15,4**
Tableau de flux (M€)	**2022**	**2023**	**2024**	**2025e**	**2026e**	**2027e**
Marge Brute d'autofinancement	4,1	0,6	-1,2	-0,5	0,8	1,9
Variation de BFR	-0,2	-0,3	-0,2	-0,3	-0,3	-0,1
Flux net de trésorerie généré par l'activité	**3,9**	**0,3**	**-1,4**	**-0,8**	**0,6**	**1,8**
Investissements opérationnels nets	-1,4	-1,5	-1,4	-1,7	-2,2	-2,9
FCF	**2,5**	**-1,2**	**-2,9**	**-2,4**	**-1,6**	**-1,1**
Investissements financiers nets	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Flux nets de trésorerie liés aux investissements	**-1,4**	**-1,5**	**-1,4**	**-1,7**	**-2,2**	**-2,9**
Augmentation de capital	7,6	-0,1	-0,1	1,4	0,0	0,0
Variation emprunts	-7,4	2,4	-0,4	1,0	0,0	0,0
Dividendes versés	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Autres	0,0	0,1	-0,3	0,0	0,0	0,0
Flux nets de trésorerie liés au financement	**0,2**	**2,4**	**-0,8**	**2,4**	**0,0**	**0,0**
Variation de trésorerie	2,7	1,2	-3,7	0,0	-1,6	-1,1
Ratios (%)	**2022**	**2023**	**2024**	**2025e**	**2026e**	**2027e**
Variation chiffre d'affaires	**8,1%**	**133,8%**	**2,1%**	**77,3%**	**39,1%**	**32,5%**
Marge EBE	-116,5%	2,7%	-31,8%	-8,7%	1,3%	5,7%
Marge opérationnelle courante	**-179,6%**	**-20,0%**	**-57,9%**	**-23,7%**	**-13,7%**	**-9,3%**
Marge opérationnelle	-179,6%	-20,0%	-57,9%	-23,7%	-13,7%	-9,3%
Marge nette	114,2%	-8,3%	-42,7%	-20,0%	-8,8%	-4,6%
Investissements opérationnels nets/CA	59,8%	28,3%	26,1%	17,0%	16,0%	16,0%
BFR/CA	107,8%	37,2%	44,7%	28,1%	22,2%	17,4%
ROCE	-45,6%	-14,4%	-39,2%	-26,3%	-19,8%	-17,1%
ROCE hors GW	-45,6%	-14,4%	-39,2%	-26,3%	-19,8%	-17,1%
ROE	27,5%	-4,8%	-34,3%	-30,9%	-23,4%	-19,4%
Payout	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%
Ratios d'endettement	**2022**	**2023**	**2024**	**2025e**	**2026e**	**2027e**
Gearing (%)	-30,3%	-41,7%	-13,4%	1,6%	33,4%	65,9%
Dette nette/EBE	1,1	-26,6	0,5	-0,1	9,3	2,7
EBE/charges financières	79,3	5,0	60,5	24,9	1,9	9,2
Valorisation	**2022**	**2023**	**2024**	**2025e**	**2026e**	**2027e**
Nombre d'actions (en millions)	5,2	5,2	5,2	5,6	5,6	5,6
Nombre d'actions moyen (en millions)	5,4	5,2	5,2	5,4	5,6	5,6
Cours (moyenne annuelle en euros)	4,0	2,9	3,4	7,1	7,1	7,1
(1) Capitalisation boursière moyenne	21,8	15,1	17,5	38,6	40,1	40,1
(2) Dette nette (+)/ trésorerie nette (-)	-2,9	-3,9	-0,9	0,1	1,7	2,8
(3) Valeur des minoritaires	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
(4) Valeur des actifs financiers	0,6	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Valeur d'entreprise = (1)+(2)+(3)-(4)	**18,3**	**11,1**	**16,5**	**38,6**	**41,7**	**42,8**
VE/CA	7,6	2,1	3,0	4,1	3,1	2,4
VE/EBE	ns	76,8	ns	ns	ns	ns
VE/ROC	**ns**	**ns**	**ns**	**ns**	**ns**	**ns**
P/E	8,0	ns	ns	ns	ns	ns
P/B	2,2	1,6	2,6	6,4	7,8	9,4
Données par action (€)	**2022**	**2023**	**2024**	**2025e**	**2026e**	**2027e**
Bnpa	**0,5**	**-0,1**	**-0,5**	**-0,3**	**-0,2**	**-0,1**
Book value/action	1,8	1,8	1,3	1,1	0,9	0,8
Dividende /action	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00

Pierre LAURENT - Head Equity Research - 01 44 70 20 78 - plaurent@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 17/07/2023
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 SMAIO (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 évènements 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 règlementation 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 règlementaires 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