

## Achat

<b>Objectif de cours</b>	<b>10,50 €</b>
Cours au 30/08/2024	6,54 €
<b>Potentiel</b>	<b>61%</b>

## Données valeur

MEMS.PA / MEMS.FP	
Euronext Paris	
Capitalisation (M€)	50,4
Nb de titres (en millions)	7,71
Volume moyen 12 mois (titres)	41 187
Extrêmes 12 mois	3,75 € 9,90 €

## Performances boursières

Performances (%)	Ytd	1m	3m	12m
Perf. Absolue	8,6%	2,8%	-13,4%	3,5%
Perf CAC Small	-0,4%	1,5%	-10,4%	-3,1%

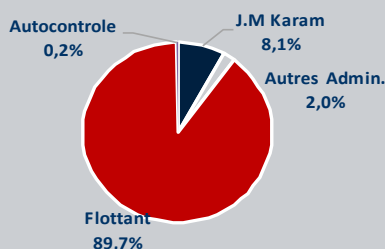
## Données financières (en M€)

au 31/12	2023	2024e	2025e	2026e
CA	14,1	15,0	18,2	20,4
var %	51%	7%	21%	12%
EBE	3,3	3,6	4,4	5,1
% CA	23,2%	23,9%	24,4%	24,9%
ROC	2,5	2,8	3,7	4,3
% CA	17,6%	18,7%	20,1%	21,0%
RN	2,1	2,7	3,6	4,3
% CA	15,2%	17,7%	19,4%	20,3%
Bnpa (€)	0,29	0,36	0,49	0,57
ROCE (%)	10%	12%	15%	17%
ROE (%)	12%	14%	15%	15%
Gearing (%)	-26%	-35%	-42%	-49%
Dettes nette	-4,7	-7,3	-10,2	-14,1
Dividende n (€)	0,00	0,00	0,00	0,00
Yield (%)				

## Ratios

	2023	2024e	2025e	2026e
VE/CA (x)	3,8x	3,9x	3,0x	2,5x
VE/EBE (x)	16,4x	15,7x	12,1x	10,0x
VE/ROC (x)	21,7x	19,8x	14,6x	11,7x
PE (x)	27,9x	22,5x	18,9x	16,2x

## Actionnariat



## Résultats semestriels conformes + Call management

## Publication des résultats semestriels 2024

Après avoir publié une partie de ses résultats fin juillet (CA S1 à 7,3 M€, +3,0% en organique) et une marge d'EBITDA à 19,0%, Memscap est entré dans le détail de ses comptes au titre de sa dernière publication. Si le S1 est moins dynamique qu'espéré, la stratégie déployée par le Groupe a permis de nettement compenser la baisse du médical.

## Un niveau de marge qui reste solide

Sur les 6 premiers mois de 2024, le taux de marge brute s'établit à 40,4%, en baisse par rapport aux 43,2% du S1 2023, principalement en raison d'un mix produit moins favorable aux activités Médicales (mieux margées). La marge brute est également impactée par des efforts de structuration et de formation des équipes de production. Ces efforts (+10 ETP sur la période), sont réalisés afin de soutenir la croissance à venir du Groupe et limiter la saisonnalité de l'activité au T3. Finalement, la stabilité de l'activité associée à la hausse des OPEX à 1,0 M€, intégrant l'impact de l'accentuation des programmes techniques fait ressortir une baisse de 18,7% de l'EBITDA à 1,4 M€. Le RN profite de la comptabilisation d'un résultat financier positif de 0,1 M€ lié à l'évolution favorable de la parité USD/NOK et termine à 1,0 M€ (vs 1,1 M€).

## Un bilan toujours très sain

Au 30 juin 2024, les capitaux propres du groupe s'établissent à 18,6 M€ (vs 17,7 M€). Malgré la hausse du BFR (stocks +1,0 M€, créances clients +0,4 M€), la société a consommé seulement 0,3 M€ de cash sur la période et dispose d'une trésorerie brute de 4,5 M€. Après prise en compte des autres actifs financiers (1,5 M€), Memscap affiche des liquidités disponibles nettes solide de 6,0 M€.

## Perspectives

Alors que les éléments financiers étaient pour la plupart connus, le management a profité de cette publication pour nous détailler ses perspectives.

Le Groupe qui dispose désormais de moyens renforcés souhaite se focaliser sur le développement commercial de son segment médical. Pour cela, Memscap souhaite dupliquer le modèle du segment Aéronautique en renforçant sa force commerciale. L'objectif est d'étoffer son portefeuille clients afin de stimuler sa croissance et de limiter la volatilité trimestrielle. En outre, le management se montre confiant et réaffirme les objectifs de son plan 4C, à savoir un taux de croissance annuel moyen de +20% de son CA entre 2022 et 2026. Après ce premier semestre, nous comprenons que l'excellente dynamique observée sur les moteurs de la croissance du Groupe (Aéronautique) devrait permettre de limiter le recul du Médical et confirme la solidité du modèle. A la suite de cette publication, nous maintenons notre scénario pour 2024e avec un CA de 15,0 M€ et un ROC de 2,8 M€.

## Recommandation

Après la mise à jour de notre modèle de valorisation et des paramètres de marché, notre objectif de cours ressort à 10,50€. Nous réitérons notre recommandation à l'Achat



**Analyste**  
Sid BACHIR  
01 44 70 20 76  
sbachir@elcorp.com



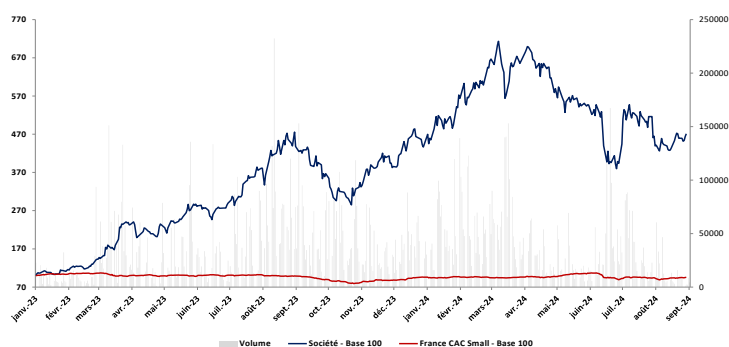
Retrouvez l'actualité boursière des small caps chaque jour dans votre boîte mail, gratuitement. [Inscription ici.](#)

## Présentation de la société

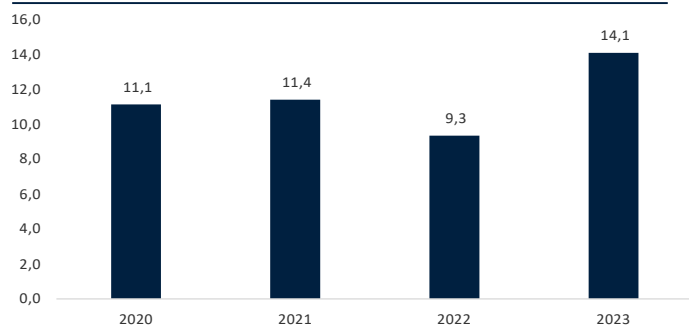
Memscap est une entreprise française spécialisée dans la conception, la fabrication et la commercialisation de composants et de systèmes à base de microsystèmes électromécaniques (MEMS) destinés à une large gamme d'applications industrielles, notamment des capteurs de pression pour l'aéronautique, le médical et des atténuateurs optiques variables pour les télécommunications.

Fort de plus de 25 ans d'expérience, Memscap est le leader Français des MEMS. Disposant d'un outil industriel de premier plan, la société bénéficie de capacités de production conséquentes qui devraient lui permettre de mener à bien son plan stratégique 4C (TCAM de CA de +20% entre 2022 et 2026) sans investissements significatifs. Depuis 2022, la société adopte également une stratégie fabless sur la production de ses puces et de son activité Optique ce qui lui permet de produire avec flexibilité en sous-traitant l'ensemble du processus de fabrication.

## Evolution du cours (base 100)



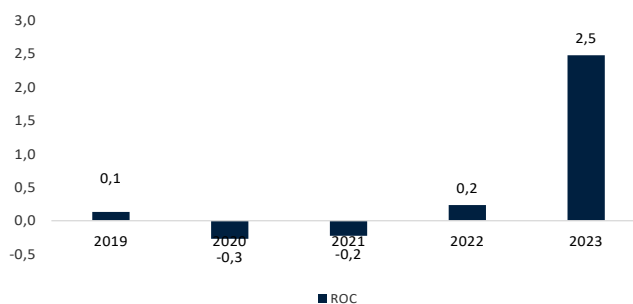
## Evolution du chiffre d'affaires (en M€)



## Argumentaire d'investissement

- Un marché aux perspectives de croissance prometteuse.** Dans un marché porteur des Mems (systèmes-électro-mécaniques) qui devrait atteindre 22,3 Mds\$ en 2027 (vs 13,6 Mds\$ estimé en 2021), Memscap est positionnée sur le marché des capteurs de pression pour l'aéronautique et le médical (respectivement 200 M\$ et 50 M\$ en 2021) ainsi que sur les puces VOA (5,0 M\$ en 2021). D'ici 2025, nous anticipons une croissance de l'activité de Memscap avec un TCAM du CA de 26,2 % en organique. La société va bénéficier : 1/ du retour de la croissance dans le secteur aéronautique, 2/ de la poursuite de la prise de parts de marché sur le segment médical et 3/ de la nouvelle organisation fabless sur son activité VOA. En plus, elle devrait profiter du renforcement de son expertise à travers des acquisitions opportunistes.
- Une organisation optimisée offrant du levier sur les marges.** Après une année 2022 marquée par la fin de la rationalisation de ses coûts en profondeur avec la vente de l'usine aux US, Memscap devrait rapidement redresser sa rentabilité. En effet, nous anticipons un rebond du taux de marge brute sur les prochains exercices, compte tenu de la cession de l'activité aux US. D'autre part, l'EBE va bénéficier: 1/ de la croissance du chiffre d'affaires permettant d'absorber les coûts fixes 2/ d'un mix-produit plus favorable qui permettra d'améliorer la marge d'EBE et 3/ d'une organisation fabless génératrice de marge sur l'activité Optique.

## Evolution du ROC (en M€)



## Sociétés de l'éco-système cotées en bourse

Société	Capitalisation	VE / CA			VE / EBITDA			VE / EBIT			P/E		
		2023	2024	2025	2023	2024	2025	2023	2024	2025	2023	2024	2025
Honeywell International Inc.	121 035,9	3,9x	3,7x	3,5x	15,2x	14,1x	13,3x	17,3x	16,0x	14,8x	23,2x	20,1x	18,6x
Infinion Technologies AG	40 764,3	2,6x	2,7x	2,4x	7,2x	8,4x	6,7x	9,6x	12,9x	10,0x	13,0x	15,6x	12,4x
TE Connectivity Ltd.	40 915,3	2,9x	2,9x	2,7x	13,3x	12,5x	11,7x	17,1x	15,8x	14,5x	20,2x	18,8x	17,3x
Murata Manufacturing Co., Ltd.	36 107,6	3,4x	3,1x	2,9x	12,2x	10,3x	9,2x	20,0x	15,9x	13,6x	26,7x	22,3x	19,2x
Analog Devices, Inc.	88 723,4	8,4x	11,1x	9,8x	16,4x	25,3x	20,5x	17,0x	28,0x	23,4x	19,0x	33,0x	26,6x
TransDigm Group Incorporated	63 297,4	12,8x	11,0x	10,0x	24,8x	21,2x	19,1x	28,6x	24,2x	21,6x	45,9x	37,6x	32,1x
Merit Medical Systems, Inc.	3 872,9	3,6x	3,4x	3,2x	17,3x	15,6x	15,0x	19,8x	18,2x	16,5x	23,8x	21,5x	19,3x
<b>Moyenne</b>		<b>5,4x</b>	<b>5,4x</b>	<b>4,9x</b>	<b>15,2x</b>	<b>15,3x</b>	<b>13,7x</b>	<b>18,5x</b>	<b>18,7x</b>	<b>16,3x</b>	<b>24,5x</b>	<b>24,1x</b>	<b>20,8x</b>
<b>Mediane</b>		<b>3,6x</b>	<b>3,4x</b>	<b>3,2x</b>	<b>15,2x</b>	<b>14,1x</b>	<b>13,3x</b>	<b>17,3x</b>	<b>16,0x</b>	<b>14,8x</b>	<b>23,2x</b>	<b>21,5x</b>	<b>19,2x</b>

## Analyste

Sid BACHIR  
01 44 70 20 76  
sbachir@elcorp.com



Compte de résultat (M€)	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Chiffre d'affaires	11,4	9,3	14,1	15,0	18,2	20,4
Excédent brut d'exploitation	1,0	1,4	3,3	3,6	4,4	5,1
<b>Résultat opérationnel courant</b>	<b>-0,2</b>	<b>0,2</b>	<b>2,5</b>	<b>2,8</b>	<b>3,7</b>	<b>4,3</b>
Résultat opérationnel	-0,2	0,2	2,5	2,8	3,7	4,3
Résultat financier	0,0	0,0	-0,3	0,1	0,1	0,2
Impôts	-0,1	-0,1	0,0	-0,2	-0,4	-0,5
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
<b>Résultat net part du groupe</b>	<b>-0,3</b>	<b>0,2</b>	<b>2,1</b>	<b>2,7</b>	<b>3,6</b>	<b>4,3</b>
Bilan (M€)	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Actifs non courants	15,8	14,0	14,5	14,1	13,8	13,5
<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>
BFR	2,4	2,8	4,2	4,9	6,0	6,7
<b>Disponibilités + VMP</b>	<b>3,9</b>	<b>4,2</b>	<b>4,8</b>	<b>7,5</b>	<b>10,4</b>	<b>14,2</b>
Capitaux propres	15,8	15,6	17,7	20,7	24,3	28,6
Emprunts et dettes financières	0,6	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1
<b>Total Bilan</b>	<b>25,4</b>	<b>23,4</b>	<b>26,3</b>	<b>29,2</b>	<b>33,5</b>	<b>38,1</b>
Tableau de flux (M€)	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Marge Brute d'autofinancement	0,9	0,1	3,3	3,4	4,4	5,0
Variation de BFR	0,7	0,0	-1,5	-0,7	-1,1	-0,7
<b>Flux net de trésorerie généré par l'activité</b>	<b>1,6</b>	<b>0,1</b>	<b>1,8</b>	<b>2,9</b>	<b>3,4</b>	<b>4,3</b>
Investissements opérationnels nets	-0,1	1,4	-0,3	-0,4	-0,4	-0,5
Investissements financiers nets	0,0	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0
<b>Flux nets de trésorerie liés aux investissements</b>	<b>-0,2</b>	<b>1,3</b>	<b>-0,5</b>	<b>-0,4</b>	<b>-0,4</b>	<b>-0,5</b>
Augmentation de capital	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Variation emprunts	-0,2	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0
Dividendes versés	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
<b>Flux nets de trésorerie liés au financement</b>	<b>-0,7</b>	<b>-0,7</b>	<b>-0,6</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>
Variation de trésorerie	0,7	0,5	0,6	2,5	2,9	3,8
Ratios (%)	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
<b>Variation chiffre d'affaires</b>	<b>2%</b>	<b>-18%</b>	<b>51%</b>	<b>7%</b>	<b>21%</b>	<b>12%</b>
Marge EBE	8%	15%	23%	24%	24%	25%
<b>Marge opérationnelle courante</b>	<b>-2%</b>	<b>3%</b>	<b>18%</b>	<b>19%</b>	<b>20%</b>	<b>21%</b>
Marge opérationnelle	-2%	3%	18%	19%	20%	21%
Marge nette	-3%	2%	15%	18%	19%	20%
Investissements opérationnels nets/CA	1%	15%	2%	2%	2%	2%
BFR/CA	21%	30%	30%	32%	32%	32%
ROCE	-1%	1%	10%	12%	15%	17%
ROCE hors GW	-1%	1%	10%	12%	15%	17%
ROE	-2%	1%	12%	14%	15%	15%
Payout	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Dividend yield	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Ratios d'endettement	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
<b>Gearing (%)</b>	<b>-0,2</b>	<b>-0,3</b>	<b>-0,3</b>	<b>-0,4</b>	<b>-0,4</b>	<b>-0,5</b>
Dette nette/EBE	-3,4	-2,8	-1,4	-1,9	-2,2	-2,6
EBE/charges financières	21,0	203,9	10,7	42,5	40,0	30,8
Valorisation	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Nombre d'actions (en millions)	7,7	7,7	7,7	7,7	7,7	7,7
Nombre d'actions moyen (en millions)	7,7	7,7	7,7	7,7	7,7	7,7
Cours (moyenne annuelle en euros)	8,0	8,0	8,0	8,0	8,0	8,0
(1) Capitalisation boursière moyenne	61,6	61,6	61,6	61,6	61,6	61,6
(2) Dette nette (+)/ trésorerie nette (-)	-3,3	-4,0	-4,7	-7,3	-10,2	-14,1
(3) Valeur des minoritaires	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
(4) Valeur des actifs financiers	-1,4	-1,3	-1,4	-1,4	-1,4	-1,4
Valeur d'entreprise = (1)+(2)+(3)-(4)	59,7	58,9	58,3	62,9	60,0	56,2
<b>PER</b>	<b>ns</b>	<b>330,0</b>	<b>27,9</b>	<b>22,5</b>	<b>18,9</b>	<b>16,2</b>
VE / EBE	5,4	38,2	16,4	15,7	12,1	10,0
<b>VE / ROC</b>	<b>ns</b>	<b>231,0</b>	<b>21,7</b>	<b>19,8</b>	<b>14,6</b>	<b>11,7</b>
VE / CA	0,5	5,8	3,8	3,9	3,0	2,5
P/B	0,6	3,8	3,4	3,3	2,8	2,4
Données par action (€)	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
<b>Bnpa</b>	<b>0,0</b>	<b>0,02</b>	<b>0,29</b>	<b>0,4</b>	<b>0,5</b>	<b>0,6</b>
Book value/action	2,0	2,0	2,3	2,8	3,3	3,8
Dividende /action	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00

**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 08/03/2023

**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	Non	Non	Oui

**« Disclaimer / Avertissement »**

La présente étude a été préparée par EuroLand Corporate indépendamment de Memscap (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