

Capitalisation	30,1	Ticker	MEMS-FR	Electronique
Objectif de cours	6,0 € (vs 6,5 €)	Nb de titres (en millions)	7,71	
Cours au 28/10/2025	3,91 €	Volume moyen 12m (titres)	19 868	Flash valeur
Potentiel	66%	Extrêmes 12m (€)	2,86 € 5,97 €	29/10/2025

L'aéronautique comme pilier de croissance durable

A retenir

- CA 9 mois de 8,8 M€, soit une baisse de -11,5% y/y
- Résultat net T3 à l'équilibre (0,2 M€)
- Annonce du versement d'un dividende (pas de montant dévoilé)

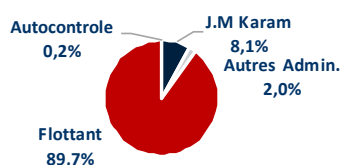
Données financières (en M€)

au 31/12	2024	2025e	2026e	2027e
CA	12,7	12,0	13,5	14,9
var %	-10,0%	-5,5%	12,5%	10,8%
EBE	2,1	1,7	2,3	3,0
% CA	16,9%	14,6%	17,4%	19,8%
ROC	1,2	0,9	1,5	2,2
% CA	9,3%	7,9%	11,5%	14,5%
RN	1,4	1,0	1,6	2,1
% CA	10,9%	8,6%	11,6%	14,1%
Bnpa (€)	0,18	0,13	0,20	0,27
ROCE (%)	4,4%	4,0%	6,7%	9,4%
ROE (%)	7,5%	5,3%	7,5%	9,2%
Gearing (%)	-21,5%	-32,6%	-39,9%	-46,5%
Dette nette	-3,9	-6,3	-8,3	-10,7
Dividende n (€)	0,0	0,0	0,0	0,0
Yield (%)				

Ratios

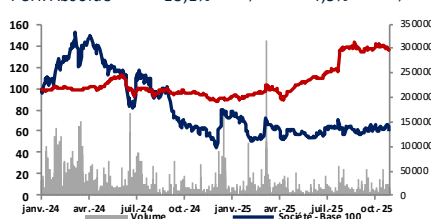
	2024	2025e	2026e	2027e
VE/CA (x)	3,7	2,1	1,7	1,4
VE/EBE (x)	22,1	14,5	9,9	7,1
VE/ROC (x)	40,3	26,7	15,1	9,7
PE (x)	36,2	29,3	19,3	14,3

Actionnariat



Performances boursières

Performances (%)	Ytd	1m	3m	12m
Perf. Absolue	-18,1%	5,5%	4,5%	-1,3%



Publication du P&L 9 mois 2025

Memscap a communiqué ses résultats sur les neuf premiers mois de 2025. Malgré la baisse attendue du segment médical, le chiffre d'affaires du T3 ressort stable à 2,6 M€. L'aéronautique ressort en progression de +21,9% y/y et représente désormais 73% de l'activité, tiré par la montée en puissance du programme « Contrôle Moteur ». L'EBITDA ajusté atteint 346 K€ (13,2% du CA), illustrant une bonne maîtrise des coûts malgré le recul du médical (-61% sur un an).

Légère progression de l'avionique sur 9 Mois

Dans le détail des activités, le segment aéronautique enregistre un T3 en progression de +21,9% à 1,9 M€ et représente 73% du mix. Sur 9 mois, il progresse de +2,7%, soutenu par la montée en puissance du programme « Contrôle Moteur » et ses déclinaisons.

Le médical ressort en forte baisse, comme attendue, toujours impactée par la perte de deux clients majeurs. Le segment enregistre une baisse d'activité de -61,4% au T3 à 0,3 M€ et représente 11,3% du mix contre 29,3% l'année précédente.

Enfin, le segment Communications ne déçoit pas et continue de bien performer. Il enregistre une progression de +44,0% au T3 portée par la reprise de la demande en atténuateurs optiques variables. Sur 9 mois, le segment progresse de +18,1% et représente désormais 12,7% du mix.

Baisse de la rentabilité au T3

La légère contraction des OPEX observée sur le trimestre (34,7% CA vs 35,3% au T3 24) traduit la poursuite des efforts de maîtrise des coûts, mais n'a pas suffi à compenser le repli de -290 bps de la marge brute (40,4% de marge au T3 vs 43,3% en 2024). Cette diminution de la rentabilité brute du groupe se reflète dans la marge opérationnelle, avec un taux de 5,7% (vs 8,0% y/y). Grâce à une position de trésorerie excédentaire, le résultat financier ressort positif, permettant au groupe d'afficher un résultat net consolidé de 0,2 M€, représentant 6,7% du chiffre d'affaires et traduisant la résilience du modèle économique de Memscap. Sur neuf mois, la marge brute s'établit à 3,6 M€ et le ROC à 0,7 M€ soit des taux de marge respectifs de 41,4% et 7,8% (vs 41,1% et 11,2% sur 9 mois 2024). Le RN s'établit à 0,5 M€, soit un taux de marge nette de 6,1%.



Annnonce d'un nouveau contrat avec Parker Hannifin Corporate

Hier, Memscap a dévoilé la signature d'un contrat de développement avec Parker Hannifin Corporate, fabricant américain de premier plan (97 Md\$ de capitalisation) spécialisé dans les technologies de mouvement et de contrôle. Memscap s'occupera donc de la conception et livraison des capteurs et modules de pression personnalisés destinés à être intégrés dans les systèmes de Parker.

Webinar investisseurs du 28/10/2025 :

Jean-Michel Karam, PDG et fondateur de Memscap, est revenu sur les avancées industrielles et commerciales du groupe. Concernant le contrat MEGGIT, la livraison et la validation des produits définitifs ont été finalisées du côté de la société. Les livraisons prévues pour 2026 sont entièrement définies, sécurisant ainsi le chiffre d'affaires sur cet exercice. Le groupe a notamment accepté de maintenir la ligne de production opérationnelle en contrepartie de paiements garantis. Les produits destinés aux turbines d'hélicoptères en Asie seront livrés cette même année, tandis que les livraisons pour Airbus sont planifiées pour 2027.

Sur le segment du contrôle moteur, Memscap prévoit un apport en CA de 250 K€ en 2026, montant appelé à croître fortement dès 2027. Un contrat "Take or Pay" garanti, pour une période minimale de 12 ans, représentant ainsi environ 6 M€ sécurisés, hors potentiel additionnel.

S'agissant du contrat Parker, le développement associé doit s'achever fin 2026, avec des jalons intermédiaires fixés à décembre 2025 et février 2026. La durée totale du programme est de 15 mois, sans qu'aucun montant financier n'ait été communiqué à ce stade. En 2024, le spécialiste des MEMS sera en mesure d'adresser un marché de 375 M€ de taille.

Enfin, un dividende a été proposé au conseil d'administration. Il s'agirait de la première distribution envisagée par le groupe, bien qu'aucun montant n'ait encore été divulgué. Cette initiative témoigne de la solidité financière de Memscap et de la confiance renouvelée de la direction dans la pérennité de ses flux de trésorerie.

Perspectives & estimations

Sur neuf mois, Memscap confirme la solidité de son modèle et le rôle moteur de l'aéronautique. L'exercice 2026 devrait bénéficier de l'effet de base favorable et de la montée en puissance du contrat MEGGIT, renforçant la dynamique du programme « Contrôle Moteur » et la visibilité de la croissance à moyen terme.

Suite à cette publication, nous révisons à la baisse nos estimations pour l'exercice 2025. Nous attendons désormais un CA de 12,0 M€e (vs 12,4 M€e précédemment), soit une décroissance de -5,5% y/y. Le ROC devrait atterrir à 0,9 M€, soit une marge opérationnelle de 7,9% (-140 bps vs 2024) et le RN à 1,0 M€.

Recommandation

Suite à cette publication et à la révision de nos estimations, nous réitérons notre recommandation à Achat et abaissons notre objectif de cours à 6,0€ (vs 6,5€ précédemment), soit un upside de +66%.



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.

Argumentaire d'investissement

Un marché aux perspectives de croissance prometteuse. Dans un marché porteur des Mems (systèmes-électromécaniques) 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). A horizon 2027, grâce à sa récente entrée sur le marché de l'hydraulique et du contrôle moteur, le spécialiste des Mems devrait être en mesure d'adresser un marché de 375 M€.

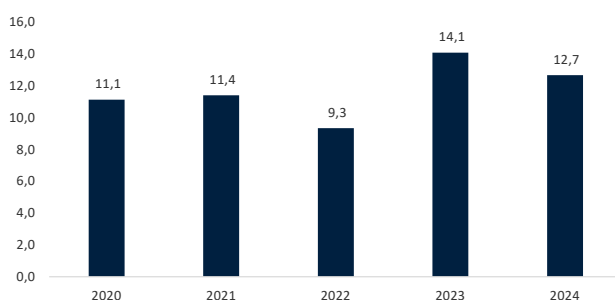
Une organisation optimisée offrant du levier sur les marges. Memscap reste confiant quant à sa capacité à atteindre les objectifs de croissance rentable de son plan stratégique 4C à horizon 2026. La récente validation technique de son programme de contrôle moteur, couplée à une visibilité des commandes en aéronautique pour 2025, laisse présager une reprise des revenus dans ce segment.

Nous estimons que dans un marché où la dynamique a été affaibli par certains clients en 2024, le groupe pourrait retrouver des niveaux de croissance et de rentabilité plus importants rapidement.

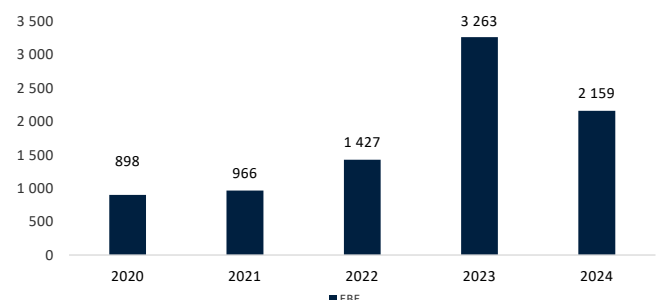
Multiples de valorisation des comparables

Société	Capitalisation	VE / CA			VE / EBITDA			VE / EBIT			P/E		
		2025	2026	2027	2025	2026	2027	2025	2026	2027	2025	2026	2027
Honeywell International Inc.	123 073,5	3,9x	4,0x	3,8x	15,3x	15,2x	14,2x	16,6x	16,7x	15,6x	21,3x	21,2x	19,9x
Infineon Technologies AG	46 725,9	3,3x	3,0x	2,8x	11,9x	9,6x	8,0x	19,9x	15,8x	12,5x	23,2x	19,9x	15,3x
TE Connectivity plc	53 837,7	4,4x	4,0x	3,8x	18,0x	16,0x	14,9x	22,4x	19,9x	18,3x	27,4x	25,0x	22,9x
Murata Manufacturing Co., Ltd.	25 394,7	3,2x	2,9x	2,7x	12,2x	10,3x	9,2x	20,4x	16,2x	13,7x	28,4x	22,7x	19,3x
Analog Devices, Inc.	99 386,2	11,2x	9,9x	9,1x	24,9x	21,4x	19,0x	27,2x	22,5x	20,0x	30,5x	25,3x	22,2x
TransDigm Group Incorporated	78 140,9	11,6x	10,4x	9,7x	21,6x	19,6x	17,9x	24,7x	22,1x	20,1x	35,5x	32,3x	28,1x
Merit Medical Systems, Inc.	4 311,7	3,4x	3,2x	3,0x	14,4x	13,3x	12,4x	17,4x	16,0x	14,5x	22,1x	20,2x	18,2x
Moyenne		5,8x	5,4x	5,0x	16,9x	15,1x	13,7x	21,2x	18,5x	16,4x	26,9x	23,8x	20,8x
Mediane		3,9x	4,0x	3,8x	15,3x	15,2x	14,2x	20,4x	16,7x	15,6x	27,4x	22,7x	19,9x

Evolution du chiffre d'affaires (en M€)



Evolution de l'EBE (en K€)



Compte de résultat (M€)	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Chiffre d'affaires	9,3	14,1	12,7	12,0	13,5	14,9
Excédent brut d'exploitation	1,4	3,3	2,1	1,7	2,3	3,0
Résultat opérationnel courant	0,2	2,5	1,2	0,9	1,5	2,2
Résultat opérationnel	0,2	2,5	1,2	0,9	1,5	2,2
Résultat financier	0,0	-0,3	0,2	0,1	0,1	0,1
Impôts	-0,1	0,0	0,0	0,0	-0,1	-0,2
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	0,2	2,1	1,4	1,0	1,6	2,1
Bilan (M€)	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Actifs non courants	14,0	14,5	13,9	13,3	12,7	12,1
dont goodwill	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
BFR	2,8	4,2	5,6	4,3	4,4	4,7
Disponibilités + VMP	4,2	4,8	4,0	6,3	8,4	10,7
Capitaux propres	15,6	17,7	18,3	19,3	20,9	23,0
Emprunts et dettes financières	0,2	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Total Bilan	23,4	26,3	25,8	26,2	28,2	30,6
Tableau de flux (M€)	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Marge Brute d'autofinancement	0,1	3,3	2,2	1,8	2,4	2,9
Variation de BFR	0,0	-1,5	-1,7	1,3	-0,1	-0,3
Flux net de trésorerie généré par l'activité	0,1	1,8	0,5	3,2	2,3	2,6
Investissements opérationnels nets	1,4	-0,3	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2
Investissements financiers nets	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Flux nets de trésorerie liés aux investissements	1,3	-0,5	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2
Augmentation de capital	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Variation emprunts	-0,1	-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	-0,5	0,0	0,0	0,0
Flux nets de trésorerie liés au financement	-0,7	-0,6	-1,2	-0,6	0,0	0,0
Variation de trésorerie	0,5	0,6	-0,8	2,4	2,0	2,3
Ratios (%)	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Variation chiffre d'affaires	-18%	51%	-10%	-5%	12%	11%
Marge EBE	15%	23%	17%	15%	17%	20%
Marge opérationnelle courante	3%	18%	9%	8%	11%	14%
Marge opérationnelle	3%	18%	9%	8%	11%	14%
Marge nette	2%	15%	11%	9%	12%	14%
Investissements opérationnels nets/CA	15%	2%	2%	2%	2%	2%
BFR/CA	30%	30%	44%	36%	33%	31%
ROCE	1%	10%	4%	4%	7%	9%
ROCE hors GW	1%	10%	4%	4%	7%	9%
ROE	1%	12%	8%	5%	8%	9%
Payout	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Dividend yield	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Ratios d'endettement	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Gearing (%)	-0,3	-0,3	-0,2	-0,3	-0,4	-0,5
Dettes nettes/EBE	-2,8	-1,4	-1,8	-3,6	-3,6	-3,6
EBE/charges financières	203,9	10,7	9,5	20,7	23,0	20,3
Valorisation	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
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)	1,2	4,0	3,9	3,9	3,9	3,9
(1) Capitalisation boursière moyenne	9,1	30,8	30,1	30,1	30,1	30,1
(2) Dette nette (+)/ trésorerie nette (-)	-4,0	-4,7	-3,9	-6,3	-8,3	-10,7
(3) Valeur des minoritaires	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
(4) Valeur des actifs financiers	1,3	1,4	1,5	1,5	1,5	1,5
Valeur d'entreprise = (1)+(2)+(3)-(4)	3,9	24,6	24,7	22,3	20,3	18,0
PER	58,4	14,0	36,2	29,3	19,3	14,3
VE / EBE	4,3	8,2	22,1	14,5	9,9	7,1
VE / ROC	26,1	10,8	40,3	26,7	15,1	9,7
VE / CA	0,7	1,9x	3,7x	2,1	1,7	1,4
P/B	0,6	1,7	2,7	1,6	1,4	1,3
Données par action (€)	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Bnpa	0,02	0,29	0,18	0,1	0,2	0,3
Book value/action	2,0	2,3	2,4	2,5	2,7	3,0
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	Oui	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

