

MEMSCAP

Achat

Capitalisation	31,8	Ticker	MEMS-FR	
Objectif de cours	6,0 €	Nb de titres (en millions)	7,71	Electronique
Cours au 28/01/2026	4,13 €	Volume moyen 12m (titres)	18 745	Flash valeur
Potentiel	45%	Extrêmes 12m (€)	3,00 € 5,11 €	29/01/2026

Prêt à redécoller

A retenir

- CA T4 de 3,2M€, en croissance de +17% y/y
- Amélioration du taux de marge brute à 41,4% au T4 (vs 34,4% au T4 2024)
- Bonne visibilité de l'activité aéronautique pour 2026 et 2027

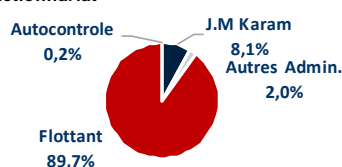
Données financières (en M€)

au 31/12	2024	2025e	2026e	2027e
CA	12,7	12,0	13,5	15,0
var %	-10,0%	-5,3%	13,0%	10,7%
EBE	2,1	1,8	2,4	3,0
% CA	16,9%	15,0%	17,4%	19,8%
ROC	1,2	1,0	1,6	2,2
% CA	9,3%	8,3%	11,5%	14,5%
RN	1,4	0,9	1,6	2,1
% CA	10,9%	7,5%	11,6%	14,0%
Bnpa (€)	0,18	0,12	0,20	0,27
ROCE (%)	4,4%	4,0%	6,4%	8,9%
ROE (%)	7,5%	4,7%	7,6%	9,2%
Gearing (%)	-21,5%	-28,6%	-36,1%	-41,4%
Dette nette	-3,9	-5,5	-7,5	-9,5
Dividende n (€)	0,0	0,0	0,0	0,0
Yield (%)				

Ratios

	2024	2025e	2026e	2027e
VE/CA (x)	3,7	2,4	2,0	1,6
VE/EBE (x)	22,1	15,9	11,3	8,3
VE/ROC (x)	40,3	28,7	17,2	11,4
PE (x)	36,2	36,6	20,9	15,6

Actionnariat



Performances boursières



Publication du CA annuel 2025

Memscap a publié hier des résultats conformes à nos attentes. Au T4, le CA ressort à 3,2 M€, en croissance de +17% y/y, porté par l'Aéronautique (2,2 M€ et +25,4%) et les Communications Optiques (0,5 M€ et +74,1%), qui compensent le recul persistant du segment médical (-27,7%).

Sur l'ensemble de l'exercice 2025, le chiffre d'affaires annuel du groupe marque un repli de -5,5% à 12,0 M€. La rentabilité demeure toutefois robuste avec un EBE de 1,6 M€ et un ROC de 1,0 M€, représentant 8,4% du CA.

Dans un environnement où la dynamique a été temporairement pénalisée par certains clients en 2024 et au S1 2025, le groupe démontre qu'il dispose des leviers nécessaires pour renouer rapidement avec des niveaux de croissance et de rentabilité soutenus. L'accélération de l'aéronautique au S2 (+23,7%) combinée aux différents catalyseurs identifiés sur les programmes contrôle moteur et fluïdique, conduit Memscap à réitérer sa confiance d'une trajectoire de croissance rentable, à court comme à moyen terme.

L'aéronautique comme moteur de croissance

Au T4 2025, l'activité aéronautique représente 67% du CA groupe avec un CA de 2,2 M€ (vs 1,7 M€ au T4 2024) et confirme son statut de principal moteur du groupe. Sur l'exercice, ce segment atteint 8,9 M€, soit 73% du mix annuel. La croissance reste majoritairement portée par les produits et applications historiques, tandis que les programmes de contrôle moteur et de systèmes fluïdiques n'ont représenté qu'environ 8% des revenus aéronautiques en 2025, laissant entrevoir un potentiel d'expansion significatif pour les prochaines années.

Le médical recule à 0,5 M€ (-27,7%) sur le T4, toujours pénalisée par la chute des commandes de deux clients historiques majeurs, ce qui ramène sa contribution à 16% du CA trimestriel contre 26% l'année précédente.

Les communications optiques enregistrent une progression très soutenue de +74,1% à 0,5 M€ au T4. Leurs poids dans le mix de Memscap sont désormais de 16% au T4, grâce à une dynamique commerciale favorable.



Amélioration de la marge brute et bonne tenue des résultats

Au T4, la marge brute atteint 1,6 M€, soit un taux de 41,4% (contre 34,4% l'année précédente). Cette amélioration résulte de l'effet combiné d'un mix produits plus favorable et surtout la hausse des volumes dans l'aéronautique et les communications optiques. Sur l'année, la marge brute ressort à 41,4%, une progression de +170 bps par rapport à 2024.

Le ROC du T4 ressort à 0,3 M€, soit une marge de 9,8% tandis que le RN atteint 0,4 M€, représentant 11,0% du CA. Sur l'exercice, le résultat net ressort à 0,9 M€ (1,0 M€ estimations EuroLand), pénalisé par un impact négatif du résultat financier estimé à environ 300 K€, lié à la dépréciation du dollar. A ce titre, le management indique que 75% du CA est réalisé en dollar.

Infos clés du Webinaire :**1/ Accélération des relais aéronautiques**

Les échanges avec la direction ont confirmé l'accélération progressive des relais de croissance dans l'aéronautique. Les programmes de contrôle moteur et de systèmes fluidiques sont désormais en phase de ramp-up avancée, contribuent déjà au chiffre d'affaires et constituent les principaux leviers de croissance au-delà de 2027. Memscap revendique environ 15% de parts de marché sur ses segments actuels, avec un chiffre d'affaires aéronautique record de 8,8 M€ en 2025, en hausse de +92% depuis le lancement du plan 4C en 2020 malgré la faiblesse de 2024.

Les contrats signés avec Parker Hannifin (contrôle moteur) et Meggit (systèmes fluidiques) confirment cette dynamique avec des livraisons industrielles engagées en 2025, des phases de qualification prévues en 2026 et un financement partiel des développements par les clients.

2/ Rééquilibrage géographique favorable

Les États-Unis représentent désormais 48% du CA en 2025 contre 37% en 2024, tandis que l'Europe recule à 44% (vs 54% en 2024) et l'Asie reste stable à 8%. Cette évolution est soutenue par la bonne tenue de la défense américaine, laquelle représente environ 25-30% des ventes du groupe. La dépendance à la France demeure marginale (0,6% hors redevances).

Perspectives & estimations

À l'issue de cette publication et de nos échanges avec le management, la visibilité sur la trajectoire de croissance rentable ressort renforcée. L'aéronautique devrait rester le principal moteur de création de valeur dans les prochaines années, soutenue par la montée en cadence des nouveaux programmes structurants, tandis que le groupe poursuit ses efforts d'optimisation opérationnelle et financière.

Nous anticipons pour un FCF de 2,2 M€, portée notamment par une amélioration du BFR estimée à 0,7 M€. La position de trésorerie nette du groupe devrait ainsi atteindre 5,5 M€ (vs 3,9 M€ à fin 2024).

Concernant l'exercice 2026, les perspectives s'annoncent favorables selon le management, soutenues par 1/ un carnet de commandes solide sur le segment aéronautique et 2/ la validation d'étapes clés liées au développement et l'approvisionnement de modules de pression pour le contrôle moteur.

A ce titre, nous anticipons un CA de 13,5 M€, ce qui implique une croissance de +13,0% et un ROC de 1,6 M€, soit 11,5% de marge bénéficiant pleinement du levier opérationnel.



Recommandation

Nous réitérons notre recommandation à Achat ainsi que notre objectif de cours de 6,0 € (upside +45%).



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 renouer rapidement avec des taux de croissance à 2 chiffres 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

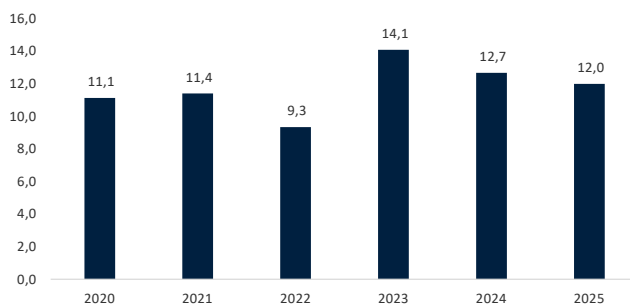
Un marché aux perspectives de croissance prometteuse. Dans un marché porteur des Mems (systèmes-électro-mécaniques) qui devrait atteindre 22,3 Mds\$ en 2027 (vs 13,6 Mds\$ estimé en 2021), Memscap est positionnée sur le marché des capteurs de pression pour l'aéronautique et le médical (respectivement 200 M\$ et 50 M\$ en 2021), sur les puces VOA (5,0 M\$ en 2021) et plus récemment sur les marchés du contrôle moteur et fluidiques (environ 200 M\$). Pour 2026, la société devrait bénéficier : 1/ du retour de la croissance de ses produits historiques dans le secteur aéronautique, et 2/ de la montée en puissance de ses nouveaux contrats avec Parker Hannifin et Meggit.

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 (14% du CA 2025).

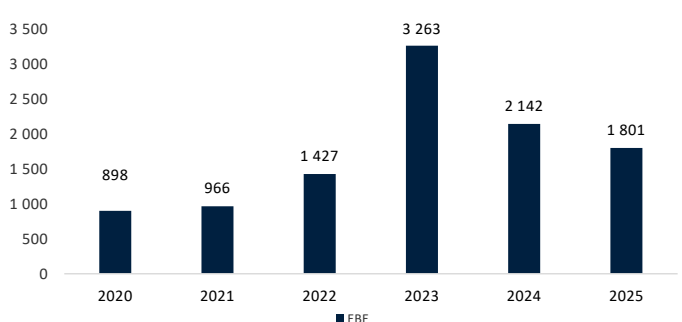
Multiples de valorisation des comparables

Société	Capitalisation	Dettes nettes	VE	EV/sales			EV/EBITDA			EV/EBIT			P/E		
				2025e	2026e	2027e	2025e	2026e	2027e	2025e	2026e	2027e	2025e	2026e	2027e
Honeywell International Inc.	116 999,5	18 969,6	135 969,2	4,2x	4,1x	3,9x	16,9x	16,0x	14,9x	19,5x	17,4x	16,2x	23,2x	21,7x	19,9x
Infineon Technologies AG	57 956,8	5 047,7	63 004,5	4,3x	4,0x	3,6x	15,9x	13,5x	10,8x	24,6x	22,5x	16,8x	31,9x	28,4x	20,5x
TE Connectivity plc	56 491,2	3 805,7	60 297,0	4,1x	3,7x	3,4x	16,3x	13,8x	12,6x	19,6x	16,9x	15,3x	25,2x	20,7x	18,9x
Murata Manufacturing Co., Ltd.	34 181,6	-3 155,9	31 025,7	3,2x	2,9x	2,7x	11,9x	10,1x	8,8x	19,1x	15,5x	12,8x	26,4x	21,7x	18,2x
Analog Devices, Inc.	124 105,8	4 248,7	128 354,5	13,5x	11,7x	10,7x	22,4x	19,6x	17,9x	32,1x	26,0x	23,1x	37,1x	30,2x	26,7x
TransDigm Group Incorporated	67 209,8	22 699,6	89 909,5	11,8x	10,8x	10,0x	21,9x	20,7x	18,8x	25,0x	23,6x	21,2x	35,9x	35,6x	29,7x
Merit Medical Systems, Inc.	4 075,5	266,9	4 342,4	3,4x	3,2x	3,1x	14,2x	13,3x	12,5x	17,2x	16,0x	14,6x	21,5x	19,8x	18,0x
Moyenne	65 860,0	7 411,8	73 271,8	6,4x	5,8x	5,3x	17,1x	15,3x	13,8x	22,4x	19,7x	17,1x	28,7x	25,4x	21,7x
Médiane	57 956,8	4 248,7	63 004,5	4,2x	4,0x	3,6x	16,3x	13,8x	12,6x	19,6x	17,4x	16,2x	26,4x	21,7x	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	15,0
Excédent brut d'exploitation	1,4	3,3	2,1	1,8	2,4	3,0
Résultat opérationnel courant	0,2	2,5	1,2	1,0	1,6	2,2
Résultat opérationnel	0,2	2,5	1,2	1,0	1,6	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	0,9	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	4,9	5,1	5,8
Disponibilités + VMP	4,2	4,8	4,0	5,5	7,5	9,5
Capitaux propres	15,6	17,7	18,3	19,2	20,7	22,8
Emprunts et dettes financières	0,2	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Total Bilan	23,4	26,3	25,8	26,0	28,1	30,5
Tableau de flux (M€)	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Marge Brute d'autofinancement	0,1	3,3	2,2	1,7	2,4	2,9
Variation de BFR	0,0	-1,5	-1,7	0,7	-0,2	-0,7
Flux net de trésorerie généré par l'activité	0,1	1,8	0,5	2,4	2,2	2,2
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	1,5	2,0	2,0
Ratios (%)	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Variation chiffre d'affaires	-18%	51%	-10%	-5%	13%	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%	7%	12%	14%
Investissements opérationnels nets/CA	15%	2%	2%	2%	2%	2%
BFR/CA	30%	30%	44%	41%	38%	38%
ROCE	1%	10%	4%	4%	6%	9%
ROCE hors GW	1%	10%	4%	4%	6%	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	-0,4
Dettes nettes/EBE	-2,8	-1,4	-1,8	-3,0	-3,2	-3,2
EBE/charges financières	203,9	10,7	9,5	17,1	25,1	23,0
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	4,2	4,2	4,2	4,2
(1) Capitalisation boursière moyenne	9,1	30,8	32,7	32,7	32,7	32,7
(2) Dette nette (+)/trésorerie nette (-)	-4,0	-4,7	-3,9	-5,5	-7,5	-9,5
(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	27,3	25,7	23,7	21,7
PER	58,4	14,0	36,2	36,6	20,9	15,6
VE / EBE	4,3	8,2	22,1	15,9	11,3	8,3
VE / ROC	26,1	10,8	40,3	28,7	17,2	11,4
VE / CA	0,7	1,9x	3,7x	2,4	2,0	1,6
P/B	0,6	1,7	2,7	1,7	1,6	1,4
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

