

## MEMSCAP

Achat

|                     |                  |                            |               |              |
|---------------------|------------------|----------------------------|---------------|--------------|
| Capitalisation      | 37,8             | Ticker                     | MEMS-FR       | Electronique |
| Objectif de cours   | 7,1 € (vs 6,0 €) | Nb de titres (en millions) | 7,71          |              |
| Cours au 01/09/2026 | 4,90 €           | Volume moyen 12m (titres)  | 28 324        | Flash valeur |
| Potentiel           | 45%              | Extrêmes 12m (€)           | 3,57 € 6,60 € | 02/09/2026   |

## Bilan toujours solide et FCF en hausse

## A retenir

- CA S1 +13% à 6,9 M€ (aéro, médical et optique en croissance)
- 1<sup>er</sup> dividende de l'histoire du groupe (0,5 M€)
- OC réhaussé à 7,1€ (vs 6,0€ précédemment)

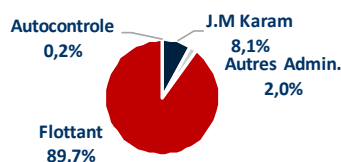
## Données financières (en M€)

| au 31/12        | 2025   | 2026e  | 2027e  | 2028e  |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|
| CA              | 12,0   | 13,5   | 14,9   | 16,0   |
| var %           | -5,3%  | 13,0%  | 10,2%  | 7,4%   |
| ROC             | 1,0    | 1,6    | 2,0    | 2,4    |
| % CA            | 8,4%   | 11,9%  | 13,1%  | 14,9%  |
| RN              | 0,9    | 1,6    | 1,9    | 2,3    |
| % CA            | 7,5%   | 11,9%  | 12,5%  | 14,4%  |
| Bnpa (€)        | 0,12   | 0,21   | 0,24   | 0,30   |
| ROCE (%)        | 3,8%   | 6,2%   | 7,6%   | 9,3%   |
| ROE (%)         | 4,7%   | 8,0%   | 8,8%   | 10,3%  |
| Gearing (%)     | -23,4% | -28,2% | -32,2% | -36,3% |
| Dette nette     | -4,5   | -5,7   | -6,8   | -8,1   |
| Dividende n (€) | 0,1    | 0,1    | 0,1    | 0,2    |
| Yield (%)       | 1,3%   | 2,4%   | 2,8%   | 3,4%   |

## Ratios

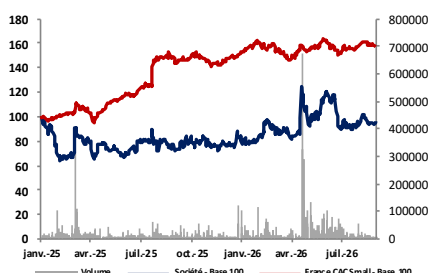
|            | 2025 | 2026e | 2027e | 2028e |
|------------|------|-------|-------|-------|
| VE/CA (x)  | 2,6  | 2,5   | 2,2   | 2,0   |
| VE/EBE (x) | 17,7 | 14,2  | 12,0  | 10,0  |
| VE/ROC (x) | 31,6 | 21,1  | 16,8  | 13,2  |
| PE (x)     | 38,6 | 23,7  | 20,5  | 16,6  |

## Actionnariat



## Performances boursières

| Performances (%) | Ytd   | 1m   | 3m     | 12m   |
|------------------|-------|------|--------|-------|
| Perf. Absolue    | 17,3% | 2,1% | -17,0% | 22,8% |



## Publication des résultats S1 2026

Memscap a publié ses comptes semestriels, qui confirment les agrégats de résultats déjà commentés (CA 6,9 M€ +12,8% y/y, RO 0,5 M€ -4,3%, RN 0,6 M€ +53%). Pour rappel, la hausse du résultat net est quasi intégralement d'origine financière (+210 K€ de gains de change), le résultat opérationnel est ressorti en léger repli à 511 K€ sous la pression du change sur la marge brute (39,4%, -240 bps). Cette publication complète des comptes ajoute la lecture bilanciel et de trésorerie, sur laquelle nous concentrons l'analyse.

## Un bilan toujours très solide

Les capitaux propres progressent à 19,4 M€ malgré le versement du premier dividende de l'histoire du groupe (0,5 M€), et l'endettement financier demeure quasi inexistant, la dette étant essentiellement locative (4,8 M€ IFRS 16). Les liquidités disponibles ressortent à 5,7 M€ (vs 6,0 M€ fin 2025), périmètre qui inclut la trésorerie active et les placements financiers.

Concernant le BFR, le poste clients augmente fortement de +1,2 M€ (+45,6%) à 3,8 M€, et génère un impact négatif de -1,0 M€ sur les flux opérationnels, contre une contribution positive un an plus tôt. Le CFO ne progresse que légèrement (495 K€ vs 449 K€), l'amélioration du résultat étant en grande partie absorbée par la hausse du BFR. À l'issue de nos échanges avec le management, nous considérons toutefois cet effet comme essentiellement temporaire, lié à un décalage d'encaissements qui devrait se résorber au S2 2026. Après prise en compte des capex (77 k€), Memscap génère un FCF de 418 K€ (vs 379 K€ au S1 2025).

## Webinaire investisseurs :

Le webinaire investisseurs a précisé le calendrier et le poids des relais de croissance aéronautiques :

- **Contrôle moteur (Meggitt)** : contrat de 12 ans (minimum) sécurisant un peu plus de 5 M€ de CA, avec clause take-or-pay (environ 400-500 K€/an) démarrant en 2028, année du vrai passage en production. Memscap a livré l'intégralité des jalons, le client qualifie désormais son EMU sur les moteurs Rolls-Royce équipant Airbus et Boeing. Dans l'intervalle, Meggitt versera 200 K€/an pour maintenir la disponibilité. Pas d'exclusivité.



- **Systèmes fluidiques (Parker Hannifin)** : dernier segment de l'avion où Memscap était absent. Jalons DR1 (déc. 2025) et DR2 (T2 2026) franchis, 15 prototypes attendus en octobre. Un nouveau contrat qui se rajoute et conforte la très forte visibilité du groupe.
- **Communications optiques** : retour à une production optimale visé au T4 2026 après la transition fabless (US → Europe), avec de fortes croissances attendues ensuite sur une demande décrite comme intacte (data centers, HPC).
- **Médical** : le rebond du T2 (+79%) s'est matérialisé sans le client majeur de la filtration sanguine ni les solutions implantables. Un signal encourageant sur la profondeur de la reprise IBP.

#### Perspectives & estimations

Memscap confirme ses trois principaux moteurs de développement pour 2026 : 1/ la résilience de l'activité Aéronautique, 2/ la montée en puissance du Médical et 3/ le redémarrage attendu des Communications optiques une fois la transition industrielle achevée.

Nous réitérons nos estimations 2026 à savoir un CA de 13,5 M€ (+13,0%), un ROC et un RN de 1,6 M€. Ces prévisions impliquent un S2 à 6,6 M€ de CA (+18,3% y/y) et surtout une nette accélération de la rentabilité, avec un ROC attendu à près de 1,1 M€ (marge de 16%), contre 0,5 M€ et 7% au S1. Cette montée en puissance repose sur trois leviers : 1/ l'achèvement de la qualification industrielle dans les Communications optiques et le rattrapage des livraisons, 2/ la poursuite de la dynamique du Médical (IBP), et 3/ une atténuation progressive des pressions de change sur la marge brute.

Au-delà de 2026, nous jugeons nos estimations de CA 2027 et 2028 prudentes, laissant place à d'éventuelles révisions haussières, en particulier dans le Médical, où la profondeur de la reprise IBP se matérialise sans le concours du client majeur de la filtration sanguine ni des solutions implantables, deux relais encore à venir.

La récente appréciation des comparables boursiers et la mise à jour des hypothèses de notre modèle nous conduit à relever notre objectif de cours à 7,1 € (vs 6,0 €). Memscap coche les cases de la small cap de qualité : des produits à haute valeur ajoutée, des relais de croissance importants sur des marchés porteurs et stratégiques, de fortes barrières à l'entrée technologiques et commerciales, un bilan très solide et un modèle économique dont la rentabilité est démontrée.

#### Recommandation

Suite à ce communiqué et à la hausse des comparables, nous réitérons notre recommandation à Achat et réhaussons notre objectif de cours à 7,1 € (vs 6,0 € précédemment), soit un 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 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

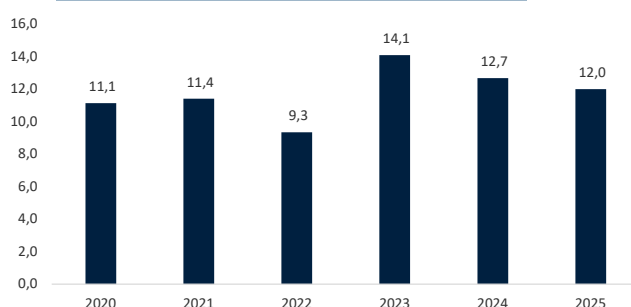
**Un marché aux perspectives de croissance prometteuse.** Dans un marché porteur des Mems (systèmes-électromécaniques) qui devrait atteindre 22,3 Mds\$ en 2027 (vs 13,6 Mds\$ estimé en 2021), Memscap est positionnée sur le marché des capteurs de pression pour l'aéronautique et le médical (respectivement 200 M\$ et 50 M\$ en 2021), 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.** La profonde rationalisation de la structure de coûts, achevée en 2022 avec la cession du site industriel américain, a durablement allégé le profil opérationnel de Memscap. Le groupe dispose désormais d'une organisation plus flexible, susceptible de générer un effet de levier significatif sur les marges à mesure que l'activité progresse. L'amélioration attendue de la rentabilité repose sur trois principaux moteurs : 1/ la croissance du chiffre d'affaires, qui devrait permettre une meilleure absorption des coûts fixes de production, 2/ l'évolution favorable du mix d'activités, portée notamment par la montée en puissance du segment Aéronautique, et 3/ le modèle fabless retenu dans les Communications optiques, activité qui représentait environ 14% du chiffre d'affaires en 2025 et dont le redémarrage devrait soutenir la marge d'EBE.

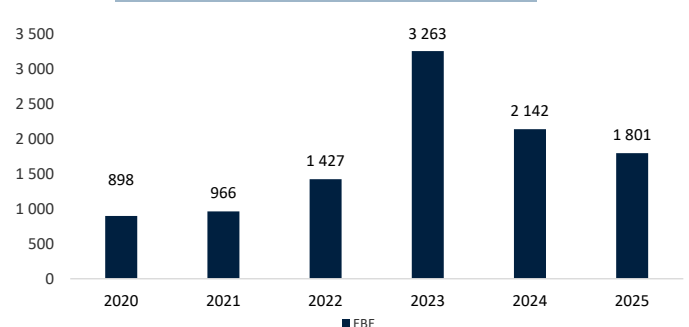
### Multiples de valorisation des comparables

| Société                        | Capitalisation | VE / CA     |             |             | VE / EBITDA  |              |              | VE / EBIT    |              |              | P/E          |              |              |
|--------------------------------|----------------|-------------|-------------|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
|                                |                | 2026        | 2027        | 2028        | 2026         | 2027         | 2028         | 2026         | 2027         | 2028         | 2026         | 2027         | 2028         |
| Honeywell International Inc.   | 58 261,2       | 4,2x        | 4,1x        | 3,8x        | 19,5x        | 16,7x        | 15,0x        | 23,4x        | 19,3x        | 17,1x        | 26,2x        | 21,7x        | 19,4x        |
| Infineon Technologies AG       | 74 528,9       | 4,9x        | 4,0x        | 3,5x        | 16,5x        | 11,6x        | 9,5x         | 25,9x        | 16,6x        | 12,6x        | 32,6x        | 21,1x        | 16,0x        |
| TE Connectivity plc            | 51 155,8       | 3,2x        | 2,9x        | 2,7x        | 11,9x        | 10,6x        | 9,9x         | 14,5x        | 12,8x        | 11,8x        | 17,7x        | 16,0x        | 14,7x        |
| Murata Manufacturing Co., Ltd. | 77 143,7       | 6,5x        | 5,6x        | 4,8x        | 21,5x        | 15,7x        | 12,3x        | 30,3x        | 21,1x        | 16,0x        | 40,4x        | 28,1x        | 21,1x        |
| Analog Devices, Inc.           | 151 068,0      | 12,0x       | 9,8x        | 8,8x        | 23,1x        | 18,2x        | 17,0x        | 24,2x        | 18,9x        | 16,4x        | 28,4x        | 22,1x        | 19,5x        |
| TransDigm Group Incorporated   | 55 759,1       | 9,1x        | 8,3x        | 7,7x        | 17,4x        | 15,7x        | 14,4x        | 19,9x        | 17,5x        | 16,0x        | 27,3x        | 23,4x        | 20,1x        |
| Merit Medical Systems, Inc.    | 4 660,3        | 3,3x        | 3,1x        | 3,0x        | 13,2x        | 11,9x        | 10,8x        | 15,7x        | 14,4x        | 13,4x        | 20,9x        | 19,0x        | 17,5x        |
| <b>Moyenne</b>                 |                | <b>6,2x</b> | <b>5,4x</b> | <b>4,9x</b> | <b>17,6x</b> | <b>14,4x</b> | <b>12,7x</b> | <b>22,0x</b> | <b>17,2x</b> | <b>14,7x</b> | <b>27,6x</b> | <b>21,6x</b> | <b>18,3x</b> |
| <b>Mediane</b>                 |                | <b>4,9x</b> | <b>4,1x</b> | <b>3,8x</b> | <b>17,4x</b> | <b>15,7x</b> | <b>12,3x</b> | <b>23,4x</b> | <b>17,5x</b> | <b>16,0x</b> | <b>27,3x</b> | <b>21,7x</b> | <b>19,4x</b> |

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



### Evolution de l'EBE (en K€)



| Compte de résultat (M€)                          | 2024  | 2025  | 2026e | 2027e | 2028e |
|--------------------------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Chiffre d'affaires                               | 12,7  | 12,0  | 13,5  | 14,9  | 16,0  |
| Excédent brut d'exploitation                     | 2,0   | 1,8   | 2,4   | 2,7   | 3,2   |
| Résultat opérationnel courant                    | 1,2   | 1,0   | 1,6   | 2,0   | 2,4   |
| Résultat opérationnel                            | 1,2   | 1,0   | 1,6   | 2,0   | 2,4   |
| Résultat financier                               | 0,2   | -0,1  | 0,1   | 0,1   | 0,1   |
| Impôts                                           | 0,0   | 0,0   | -0,1  | -0,2  | -0,2  |
| Mise en équivalence                              | 0,0   | 0,0   | 0,0   | 0,0   | 0,0   |
| Part des minoritaires                            | 0,0   | 0,0   | 0,0   | 0,0   | 0,0   |
| Résultat net part du groupe                      | 1,4   | 0,9   | 1,6   | 1,9   | 2,3   |
| Bilan (M€)                                       | 2024  | 2025  | 2026e | 2027e | 2028e |
| Actifs non courants                              | 13,9  | 13,3  | 12,7  | 12,1  | 11,5  |
| dont goodwill                                    | 0,0   | 0,0   | 0,0   | 0,0   | 0,0   |
| BFR                                              | 5,6   | 5,9   | 6,4   | 6,8   | 7,3   |
| Disponibilités + VMP                             | 4,0   | 4,5   | 5,7   | 6,8   | 8,1   |
| Capitaux propres                                 | 18,3  | 19,0  | 20,1  | 21,1  | 22,3  |
| Emprunts et dettes financières                   | 0,0   | 0,0   | 0,0   | 0,0   | 0,0   |
| Total Bilan                                      | 25,8  | 25,4  | 26,7  | 27,8  | 29,2  |
| Tableau de flux (M€)                             | 2024  | 2025  | 2026e | 2027e | 2028e |
| Marge Brute d'autofinancement                    | 2,2   | 1,7   | 2,4   | 2,6   | 3,1   |
| Variation de BFR                                 | -1,7  | -0,3  | -0,5  | -0,4  | -0,5  |
| Flux net de trésorerie généré par l'activité     | 0,5   | 1,4   | 1,9   | 2,2   | 2,6   |
| Investissements opérationnels nets               | -0,2  | -0,1  | -0,2  | -0,2  | -0,2  |
| Investissements financiers nets                  | 0,0   | -0,1  | 0,0   | 0,0   | 0,0   |
| Flux nets de trésorerie liés aux investissements | -0,2  | -0,2  | -0,2  | -0,2  | -0,2  |
| Augmentation de capital                          | 0,0   | 0,0   | 0,0   | 0,0   | 0,0   |
| Variation emprunts                               | -0,1  | 0,0   | 0,0   | 0,0   | 0,0   |
| Dividendes versés                                | 0,0   | 0,0   | -0,5  | -0,9  | -1,1  |
| Autres                                           | -0,5  | 0,0   | 0,0   | 0,0   | 0,0   |
| Flux nets de trésorerie liés au financement      | -1,2  | -0,7  | -0,5  | -0,9  | -1,1  |
| Variation de trésorerie                          | -0,8  | 0,5   | 1,2   | 1,1   | 1,3   |
| Ratios (%)                                       | 2024  | 2025  | 2026e | 2027e | 2028e |
| Variation chiffre d'affaires                     | -10%  | -5%   | 13%   | 10%   | 7%    |
| Marge EBE                                        | 15%   | 15%   | 18%   | 18%   | 20%   |
| Marge opérationnelle courante                    | 9%    | 8%    | 12%   | 13%   | 15%   |
| Marge opérationnelle                             | 9%    | 8%    | 12%   | 13%   | 15%   |
| Marge nette                                      | 11%   | 7%    | 12%   | 12%   | 14%   |
| Investissements opérationnels nets/CA            | 2%    | 1%    | 1%    | 1%    | 1%    |
| BFR/CA                                           | 44%   | 49%   | 47%   | 46%   | 46%   |
| ROCE                                             | 4%    | 4%    | 6%    | 8%    | 9%    |
| ROCE hors GW                                     | 4%    | 4%    | 6%    | 8%    | 9%    |
| ROE                                              | 8%    | 5%    | 8%    | 9%    | 10%   |
| Payout                                           | 0%    | 57%   | 57%   | 57%   | 57%   |
| Dividend yield                                   | 0%    | 1%    | 2%    | 3%    | 3%    |
| Ratios d'endettement                             | 2024  | 2025  | 2026e | 2027e | 2028e |
| Gearing (%)                                      | -0,2  | -0,2  | -0,3  | -0,3  | -0,4  |
| Dettes nette/EBE                                 | -2,0  | -2,5  | -2,4  | -2,5  | -2,6  |
| EBE/charges financières                          | 8,7   | 17,0  | 28,5  | 27,1  | 25,5  |
| Valorisation                                     | 2024  | 2025  | 2026e | 2027e | 2028e |
| Nombre d'actions (en millions)                   | 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   |
| Cours (moyenne annuelle en euros)                | 6,5   | 4,5   | 5,0   | 5,0   | 5,0   |
| (1) Capitalisation boursière moyenne             | 49,7  | 34,5  | 38,2  | 38,2  | 38,2  |
| (2) Dette nette (+)/ trésorerie nette (-)        | -3,9  | -4,5  | -5,7  | -6,8  | -8,1  |
| (3) Valeur des minoritaires                      | 0,0   | 0,0   | 0,0   | 0,0   | 0,0   |
| (4) Valeur des actifs financiers                 | 1,5   | 1,6   | 1,6   | 1,6   | 1,6   |
| Valeur d'entreprise = (1)+(2)+(3)-(4)            | 44,3  | 28,5  | 31,0  | 29,8  | 28,5  |
| PER                                              | 36,2x | 38,6x | 23,7x | 20,5x | 16,6x |
| VE / EBE                                         | 24,1x | 17,7x | 14,2x | 12,0x | 10,0x |
| VE / ROC                                         | 40,3x | 31,6x | 21,1x | 16,8x | 13,2x |
| VE / CA                                          | 3,7x  | 2,6x  | 2,5x  | 2,2x  | 2,0x  |
| P/B                                              | 2,7   | 1,8   | 1,9   | 1,8   | 1,7   |
| Données par action (€)                           | 2024  | 2025  | 2026e | 2027e | 2028e |
| Bnpa                                             | 0,18  | 0,1   | 0,2   | 0,2   | 0,3   |
| Book value/action                                | 2,4   | 2,5   | 2,6   | 2,7   | 2,9   |
| Dividende /action                                | 0,00  | 0,07  | 0,12  | 0,14  | 0,17  |



**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 +5% 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 -5% 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 <sup>®</sup> |
|-------------------|---------------------------------|----------------------------------|--------------------------------------|----------------------|--------------------------------|
| 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

