

Capitalisation	36,5	Ticker	ALDMS-FR	Medtech
Objectif de cours	2,00	Nb de titres (en millions)	26,65	
Cours au 29/09/2025	1,37 €	Volume moyen 12m (titres)	21 403	Flash valeur
Potentiel	46%	Extrêmes 12m (€)	0,64€/1,46€	30/09/2025

Vers un RN annuel positif

A retenir

- EBITDA S1 2025 de 1,7 M€, soit une marge de 7,2% (+290 bps)
- Perspectives S2 toujours bien orientées
- OC réitéré à 2,0€

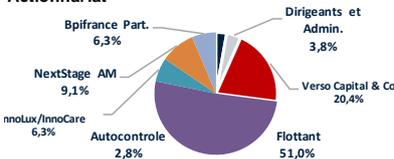
Données financières (en M€)

au 31/12	2024	2025e	2026e	2027e
CA	46,1	53,7	59,8	64,1
var %	9,4%	16,4%	11,4%	7,1%
EBE	2,7	4,8	6,0	6,6
% CA	5,9%	9,0%	10,0%	10,4%
ROC	-0,2	1,9	2,9	3,5
% CA	-0,4%	3,5%	4,8%	5,4%
RNpg	-2,9	0,6	1,9	2,6
% CA	-6,2%	1,1%	3,3%	4,0%
Bnpa (€)	-0,13	0,04	0,07	0,09
ROCE (%)	-0,4%	3,9%	5,7%	6,7%
ROE (%)	-22,4%	2,8%	8,8%	10,3%
Gearing (%)	74,8%	23,2%	21,4%	12,8%
Dette nette ex IFRS 16	10,6	5,0	5,0	3,3
Dividende n (€)	0,0	0,0	0,0	0,0
Yield (%)				

Ratios

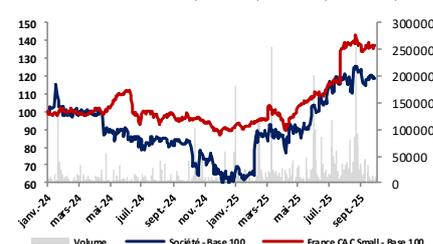
	2024	2025e	2026e	2027e
VE/CA (x)	0,7	0,8	0,7	0,7
VE/EBE (x)	11,3	9,3	7,5	6,5
VE/ROC (x)	ns	23,9	15,5	12,3
PE (x)	ns	64,7	18,8	14,2

Actionariat



Performances boursières

	Ytd	1m	3m	12m
Perf. Absolue	82,0%	-2,5%	13,7%	44,0%



Résultats du premier semestre 2025

DMS Group a publié hier ses résultats semestriels, marqués par une progression modérée du chiffre d'affaires et une nette amélioration de la rentabilité. Le groupe a réalisé un CA de 23,6 M€, en hausse de +3% y/y. L'EBITDA ressort à 1,7 M€, soit une marge de 7,2% (+290 bps vs S1 24), tandis que le RNpg s'établit à -0,2 M€ contre -1,4 M€ un an plus tôt.

Le management s'est montré confiant pour le second semestre, anticipant une accélération de la croissance portée par le démarrage du contrat en Ukraine et une dynamique commerciale soutenue.

La rentabilité en nette progression

L'augmentation du chiffre d'affaires conjuguée à la maîtrise des OPEX a permis de générer un EBITDA de 1,7 M€, soit une marge de 7,2%, et un ROC désormais positif à 0,5 M€, contre -0,5 M€ un an plus tôt. Le résultat financier s'améliore également à -0,3 M€ contre -0,5 M€, contribuant à la réduction de la perte nette, désormais limitée à -0,2 M€.

Un bilan qui s'améliore

Sur le plan bilanciel, la situation s'est sensiblement renforcée grâce à l'augmentation de capital de 6,9 M€ finalisée post clôture. Au 30 juin, la dette nette hors IFRS 16 ressort à 12,4 M€, contre 10,6 M€ au 31/12/24. Les capitaux propres atteignent 13,9 M€, et s'élèvent à 20,8 M€ après prise en compte de l'opération. En incluant l'augmentation de capital, la dette nette ex IFRS 16 ressort à 5,5 M€, ce qui ramène le gearing à 26%, contre 89% précédemment. Au S1, le FCF est toutefois resté négatif à -1,3 M€, après -0,8 M€ au premier semestre 2024, reflet des investissements toujours nécessaires au développement de l'activité.



Perspectives & estimations

Cette publication confirme la capacité de DMS Group à améliorer sa rentabilité et à consolider sa structure financière. Pour le second semestre, la direction s'attend à une accélération de la croissance, soutenue par les premières livraisons du contrat ukrainien et le lancement à l'international, notamment aux États-Unis, du IM1. En revanche, le calendrier des ventes des modules Onyx va être décalé. La société reste en attente depuis plusieurs mois de la certification du produit.

A ce titre et suite à cette publication, nous ajustons nos estimations et tablons désormais sur un chiffre d'affaires de 53,7 M€e en 2025, contre 55,4 M€ précédemment, ce qui implique une activité de 30,1 M€e au S2. Nous tablons également sur un EBITDA de 4,8 M€ (vs 5,2 M€ précédemment), soit une marge de 9,0%, ainsi qu'un RN qui devrait pour la première fois basculer en territoire positif à 0,6 M€.

Une MedTech qui mérite une attention particulière

Malgré la progression du cours, DMS reste à nos yeux un dossier à considérer de près. Les fondamentaux sont en amélioration : croissance, rentabilité, qualité du bilan. La valorisation reste attractive et offre un potentiel de revalorisation significatif. La dernière publication confirme que DMS Group bénéficie d'un levier opérationnel élevé, permettant de transformer la croissance du chiffre d'affaires en amélioration incrémentale des résultats. Sur nos estimations, le titre se négocie actuellement à 7,7x VE/EBE 2026e et 16,1x VE/ROC 2026e, pour des marges attendues respectivement de 10,0% et 4,8%. À l'horizon 2027, nous anticipons une croissance de 7,1%, soit un chiffre d'affaires de 64,1 M€, traduisant la poursuite d'une dynamique solide. Dans ce contexte, la rentabilité devrait progresser plus rapidement encore, avec un EBE de 6,6 M€ (10,4% de marge) et un RNpg de 2,6 M€ (4,0% de marge). Cette amélioration se reflète directement dans les multiples, qui ressortiraient à 6,7x VE/EBE 2027e (soit -13,2% par rapport à 2026) et à un PE de 14,9x (soit -24,1% par rapport à 2026). Enfin, le groupe dispose d'une technologie propriétaire et difficilement contournable, qui constitue un avantage concurrentiel suffisamment fort.

Feedback sur la visite de site organisée le 12 septembre

Dans le cadre de la journée investisseurs organisée le 12 septembre nous avons eu l'opportunité de visiter les locaux de production et d'assemblage du siège de DMS Group, situé à Gallargues-le-Montueux. Cette visite a permis non seulement d'observer les dernières avancées technologiques du groupe, mais également d'échanger directement avec le management sur la stratégie de développement et les perspectives à moyen terme.

Nous avons également rencontré plusieurs unités opérationnelles, équipes commerciales, développeurs et responsables des lignes d'assemblage, afin de recueillir un retour terrain précieux. Ces échanges ont contribué à renforcer notre opinion déjà positive sur la société.

Commentaires de la visite :

- **Expertise intégrée** : DMS conçoit et développe ses propres logiciels, un avantage compétitif qui lui confère une maîtrise complète de sa chaîne de valeur.
- **Satisfaction client élevée** : les retours convergent vers une forte reconnaissance de la qualité des produits et services proposés.
- **Positionnement différenciant** : DMS affiche une place singulière sur le marché mondial de la radiologie. À titre d'exemple, une table de radiologie sur quatre à Paris est issue du groupe.
- **Perspectives confirmées** : le plan stratégique Imaging 2027 a été réaffirmé, visant un chiffre d'affaires de 70 M€ et une marge d'EBITDA de 14 %.
 - o Croissance organique portée par les produits existants et l'essor de l'imagerie digitale, qui représente environ 70% des examens de radiologie dans le monde.



- Expansion sur de nouveaux marchés, notamment via le renforcement des partenariats avec Fujifilm en Amérique du Sud et la poursuite des collaborations stratégiques avec Canon.
- Développement de nouveaux produits propriétaires, intégrant des briques logicielles et des applications d'intelligence artificielle.
- Opportunités significatives sur le marché américain, premier marché mondial de l'imagerie médicale, avec un potentiel équilibré estimé à 1/3 États-Unis, 1/3 Europe et 1/3 reste du monde.
- Relais de croissance additionnels dans le domaine de l'ostéodensitométrie.

Recommandation

Suite à cette publication, nous maintenons notre recommandation à Achat avec un objectif de cours à 2,0€.



Présentation de la société

Fondée en 1993 à Montpellier, DMS Group est une Medtech spécialisée dans le développement, la conception, la fabrication et la commercialisation de systèmes d'imagerie médicale destinés principalement à la radiologie numérique et à l'ostéodensitométrie. Depuis 2020, le Groupe commercialise également une suite logicielle, développée en interne, dédiée au pilotage des examens médicaux. Fort d'une expérience de plus de 30 ans, DMS Group se concentre sur la mise à disposition de solutions d'imagerie numérique innovantes et à forte valeur ajoutée pour assurer aux professionnels de santé un diagnostic fiable et un meilleur suivi thérapeutique des patients.

Argumentaire d'investissement

Un pure player de l'imagerie. En octobre 2022, le Groupe a présenté sa nouvelle feuille de route afin de faire de DMS Group un acteur européen, incontournable de l'imagerie médicale mondiale. Baptisé Imaging 2027, ce nouveau plan stratégique ambitieux vise un objectif de plus de **70,0 M€ de chiffre d'affaires** et une **marge d'EBITDA de 14%** à horizon **2027** uniquement par croissance organique. Dans ce contexte, le management a également souhaité se recentrer autour des activités d'imagerie médicale de sa filiale DMS Imaging (88,3% de détention) et a finalisé son désengagement de son activité DMS Biotech (participation dans Hybrigenics).

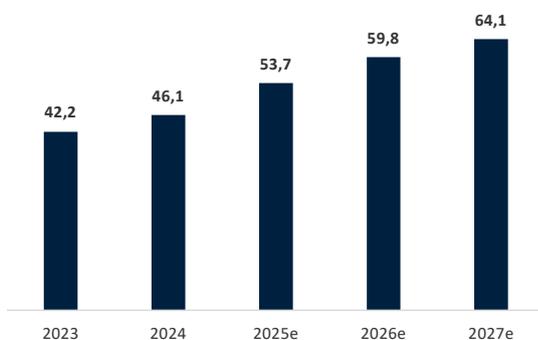
Des partenariats de premier plan. DMS Group a développé un savoir-faire reconnu, lui permettant de s'imposer sur le marché de l'imagerie médicale. En effet, fort de la qualité technologique de ses solutions innovantes et de sa flexibilité, DMS Group a signé de multiples partenariats commerciaux et industriels avec des grands noms de l'industrie (Canon, Fujifilm, Carestream).

Un Groupe international innovant. Fort de ses partenariats, le Groupe est largement présent à l'international. Pour cela, le Groupe peut s'appuyer sur son nouvel outil de production de près des 6 000 m² basé à Gallargues-le-Montueux, employant 129 collaborateurs et permettant au Groupe de produire jusqu'à 450 tables de radiologie par an. Le Groupe déploie également une politique d'innovation ambitieuse. Portée par une équipe R&D de premier plan (25% des effectifs dédiés à la R&D) et des efforts de R&D soutenus (~10% du CA sur les 5 dernières années), la société détient un portefeuille composé d'environ 10 brevets.

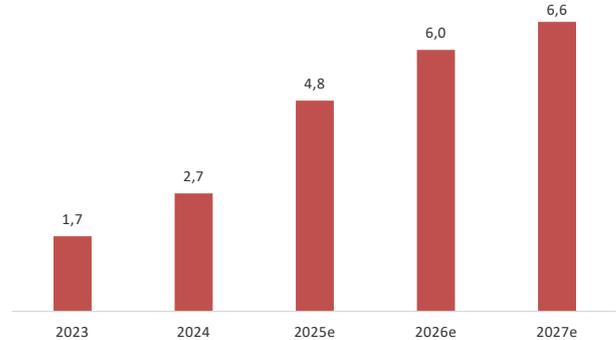
Multiples de valorisation des comparables

Société	Capitalisation	VE / CA			VE / EBITDA			VE / EBIT			P/E		
		2025e	2026e	2027e	2025e	2026e	2027e	2025e	2026e	2027e	2025e	2026e	2027e
Siemens Healthineers	51 515,8	2,7x	2,6x	2,4x	13,2x	12,3x	11,1x	17,0x	15,7x	14,0x	21,3x	19,3x	17,0x
Guerbet SA	172,4	0,6x	0,6x	0,6x	5,3x	4,7x	4,3x	16,1x	11,5x	9,7x	45,8x	10,2x	7,5x
Hologic, Inc.	12 721,3	3,7x	3,6x	3,4x	11,4x	10,9x	10,2x	12,3x	11,7x	10,9x	15,4x	14,8x	13,6x
GE Healthcare Technic	28 479,7	1,9x	1,8x	1,7x	10,4x	9,7x	9,0x	12,3x	11,3x	10,4x	15,8x	15,0x	13,4x

Evolution du CA (en M€) 2023-2027e



Evolution de l'EBITDA (en M€) 2023-2027e



Compte de résultat (M€)	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Chiffre d'affaires	35,3	42,2	46,1	53,7	59,8	64,1
Excédent brut d'exploitation	2,0	1,7	2,7	4,8	6,0	6,6
Résultat opérationnel courant	-0,3	-1,0	-0,2	1,9	2,9	3,5
Résultat opérationnel	-5,9	-2,3	-0,3	1,3	2,9	3,5
Résultat financier	-0,8	-7,6	-2,3	-0,8	-0,7	-0,6
Impôts	0,0	0,0	-0,2	0,1	-0,3	-0,4
Mise en équivalence	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Part des minoritaires	-2,1	-0,1	0,1	0,0	0,0	-0,1
Résultat net part du groupe	-6,9	-4,9	-2,9	0,6	1,9	2,6
Bilan (M€)	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Actifs non courants	24,9	19,5	23,6	23,8	23,8	23,6
<i>dont goodwill</i>	1,0	4,7	8,0	8,0	8,0	8,0
BFR	5,6	12,2	10,0	11,8	13,7	14,7
Disponibilités + VMP	4,4	4,8	5,3	8,8	7,3	7,9
Capitaux propres	18,2	13,7	14,2	21,6	23,5	26,0
Emprunts et dettes financières ex IFRS 16	15,4	15,5	15,9	13,8	12,3	11,3
Total Bilan	53,9	51,1	53,9	61,6	63,4	66,2
Tableau de flux (M€)	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Marge Brute d'autofinancement	-1,3	-0,5	1,5	3,1	4,6	5,3
Variation de BFR	2,3	-1,2	2,1	-1,8	-1,9	-1,0
Flux net de trésorerie généré par l'activité	1,0	-1,6	3,6	1,3	2,7	4,3
Investissements opérationnels nets	-1,9	-2,6	-3,5	-2,7	-2,7	-2,6
Investissements financiers nets	-1,2	1,1	0,6	0,0	0,0	0,0
Flux nets de trésorerie liés aux investissements	-3,1	-1,5	-2,9	-2,7	-2,7	-2,6
Augmentation de capital	5,9	0,0	0,0	6,9	0,0	0,0
Variation emprunts	-2,8	3,4	0,5	-2,1	-1,5	-1,0
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
Flux nets de trésorerie liés au financement	3,1	3,5	-0,1	4,8	-1,5	-1,0
Variation de trésorerie	0,3	0,4	0,6	3,4	-1,5	0,7
Ratios (%)	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Variation chiffre d'affaires	-5%	20%	9%	16%	11%	7%
Marge EBE	6%	4%	6%	9%	10%	10%
Marge opérationnelle courante	-1%	-2%	0%	3%	5%	5%
Marge opérationnelle	-17%	-5%	-1%	2%	5%	5%
Marge nette	-20%	-12%	-6%	1%	3%	4%
Investissements opérationnels nets/CA	5%	6%	8%	5%	5%	4%
BFR/CA	16%	29%	22%	22%	23%	23%
ROCE	-1%	-2%	0%	4%	6%	7%
ROCE hors GW	-1%	-3%	-1%	5%	7%	8%
ROE	-44%	-40%	-22%	3%	9%	10%
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 (%)	60%	78%	75%	23%	21%	13%
Dettes nettes/EBE	5,6	6,2	3,9	1,0	0,8	0,5
EBE/charges financières	2,6	2,7	1,6	6,1	9,0	11,3
Valorisation	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Nombre d'actions (en millions)	16,1	17,6	18,1	26,7	26,7	26,7
Nombre d'actions moyen (en millions)	16,1	16,9	17,9	22,4	26,7	26,7
Cours (moyenne annuelle en euros)	1,0	1,1	0,9	1,4	1,4	1,4
(1) Capitalisation boursière moyenne	16,3	18,7	16,4	30,7	36,5	36,5
(2) Dette nette (+) / trésorerie nette (-)	11,0	10,7	10,6	5,0	5,0	3,3
(3) Valeur des minoritaires	2,5	1,3	1,3	1,3	1,3	1,2
(4) Valeur des actifs financiers	1,7	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4
Valeur d'entreprise = (1)+(2)+(3)-(4)	28,0	30,2	27,9	36,6	42,4	40,6
PER	ns	ns	ns	64,7	18,8	14,2
VE / EBE	14,7	18,6	11,3	9,3	7,5	6,5
VE / ROC	ns	ns	ns	23,9	15,5	12,3
VE/CA	0,8	0,8	0,7	0,8	0,7	0,7
P/B	0,9	1,4	1,2	1,7	1,6	1,4
Données par action (€)	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Bnpa	-0,1	-0,2	-0,1	0,0	0,1	0,1
Book value/action	1,1	0,8	0,8	0,8	0,9	1,0
Dividende /action	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0



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 31/05/2023

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 DMS Group (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

