



Achat

Capitalisation (M€)	49,3
Objectif de cours	3,90 €
Cours au 10/04/2025	0,84 €
Potentiel	365,7%

Ticker	ALCAR:FP / ALCAR.PA	Santé
Nb de titres (en millions)	58,8	Flash valeur
Volume moyen 12m (titres)	160 436	10/04/2025
Extrêmes 12m (€)	0,69€/4,26€	

Belle croissance au T1, tirée par EFICAS

A retenir

- Belle avancée d'EFICAS – finalisation des recrutements au T2 2025
- Un peu plus lent qu'attendu au niveau commercial
- Tendance de fond positive et conforme à la trajectoire fixée

Une belle dynamique en France permettant de multiplier le chiffre d'affaires du T1 par 2,4

Carmat publie un bon T1 avec 16 implantations du cœur Aeson®, vs 7 au T1 2024, et un chiffre d'affaires de 2,4 M€, vs 1,1 M€ au T1 2024.

Parmi ces 16 implantations, 13 ont été réalisées en France dans le cadre de l'étude EFICAS, ce qui représente un total de 49 patients recrutés sur les 52 prévus dans le cadre de cette étude. Ces implantations ont été réalisées par 7 hôpitaux différents.

3 implantations commerciales ont par ailleurs été réalisées. 2 en Allemagne et 1 en Italie (implanté par un nouveau centre). On notera qu'en Italie le T1 est généralement peu significatif car affecté par une redéfinition du budget des hôpitaux.

Perspectives : tendance de fond inchangée

En France, la hausse des recrutements dans le cadre de l'étude EFICAS montre une accélération de l'adoption de la technologie, avec un flux continu de patients et des centres de plus en plus actifs. Le CHU de Lille a ainsi réalisé 10 implantations et trois autres hôpitaux en ont réalisé 7 chacun. Afin de ne pas briser ce dynamisme et assurer une continuité des soins au-delà des 52 patients de l'étude, Carmat est entrée en négociation avec la DGOS pour pouvoir poursuivre les implantations jusqu'à l'obtention du remboursement.

Les développements commerciaux hors de France s'avèrent, en revanche, plus long à démarrer. En Allemagne, le flux de patients est soutenu mais l'état de santé des patients traités est généralement plus grave, avec une probabilité d'arriver à l'implantation plus aléatoire, et le marché attend un bridge de plus long terme, dans la mesure où les temps d'attente pour une transplantation s'avèrent assez longs. La société continue néanmoins de former des centres et travaille activement à améliorer la prothèse Aeson® afin d'augmenter sa longévité. Une version améliorée du cœur Aeson® pourrait être disponible d'ici à fin 2025.

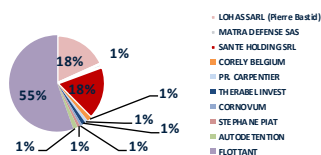
Données financières (en M€)

au 31/12	2023	2024e	2025e	2026e
CA	2,8	7,0	15,4	76,9
var %	710,7%	150,5%	119,2%	400,5%
EBE	-46,7	-51,9	-49,0	-26,6
% CA	-1668,8%	-740,3%	-318,9%	-34,6%
ROC	-52,5	-53,9	-51,2	-29,7
% CA	-1877,7%	-769,3%	-333,6%	-38,6%
RN	-53,9	-55,5	-52,1	-30,5
% CA	-1926,0%	-791,5%	-339,3%	-39,6%
Bnpa (€)	-2,17	-1,25	-0,89	-0,52
ROCE (%)	-142,4%	-100,5%	-68,9%	-32,3%
ROE (%)	123,1%	141,4%	197,9%	-585,6%
Gearing (%)	-151,9%	-186,4%	-281,0%	1041,5%
Dettes nettes	66,5	73,1	74,0	54,2
Dividende n(€)	0,0	0,0	0,0	0,0
Yield (%)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

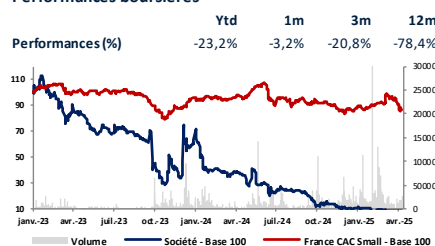
Multiples de valorisation

	2023	2024e	2025e	2026e
VE/CA (x)	82,9	15,7	8,0	1,3
VE/EBE (x)	-4,0	-2,1	-2,5	-3,9
VE/ROC (x)	-5,4	-2,0	-2,4	-3,5
P/E (x)	-3,1	-0,7	-0,9	-1,6

Actionnariat



Performances boursières



Le développement en Italie devrait, quant à lui, être porté par l'approbation d'appels d'offre. Carmat en a déjà remporté un, pour un montant de 1,6 M€, et deux autres sont en cours.

Le développement des ventes devrait, en outre, être soutenu par les publications scientifiques qui permettent de capitaliser sur les données cliniques et de promouvoir la thérapie, ainsi que par l'obtention du nouveau marquage CE MDR (nouvelle directive européenne) attendu courant du S1 2025.

On rappellera, en outre, que l'étude EFICAS, qui devrait être publiée en fin d'année, présente un véritable intérêt stratégique pour Carmat, tant pour l'obtention du remboursement en France, que comme soutien à la demande de PMA aux Etats-Unis, et plus généralement comme vecteur d'adoption de la technologie, tant en France qu'à l'international.

Concernant son développement aux Etats-Unis, Carmat est en phase finale d'échanges avec la FDA afin de démarrer la seconde cohorte de l'étude EFS portant sur 7 patients, conformément à ce qui était prévu.

Ainsi, la tendance de fond reste conforme à la trajectoire fixée. Nous avons néanmoins légèrement revu à la baisse notre CA 2025 pour tenir compte d'un développement un peu plus lent que précédemment anticipé, des ventes en Europe. Cela n'impacte que marginalement le résultat estimé, en raison de la baisse des coûts d'achats consommés qui en découlera. En revanche, nous n'avons pas modifié nos prévisions pour les années suivantes.

Opinion

L'intérêt pour la technologie se confirme trimestre après trimestre et la dynamique s'accélère, comme attendu, même si les temps d'adoption restent encore difficile à anticiper.

Recommandation

Nous réitérons notre recommandation Achat et notre OC à 3,9 €.

Présentation de la société

Issue de la rencontre au début des années 1990, entre le Pr Alain Carpentier, père de la chirurgie cardiaque valvulaire moderne et concepteur des valves biologiques les plus utilisées au monde, et Jean-Luc Lagardère, alors Président de Matra-Défense, société experte des systèmes embarqués, CARMAT est née des années plus tard, en 2008, après deux décennies de recherche et développement de biomatériaux et technologies dans le domaine du cœur artificiel. Cotée depuis 2010, CARMAT a, au fil de ses travaux, développé le modèle de cœur artificiel le plus avancé du marché, et dispose, pour l'heure, du seul cœur artificiel total pourvu du marquage CE.

Les problèmes d'approvisionnement ayant retardé la commercialisation début 2023 sont désormais réglés et la société a réalisé un CA de 7M€ en 2024 (vs de 2,8M€ en 2023).

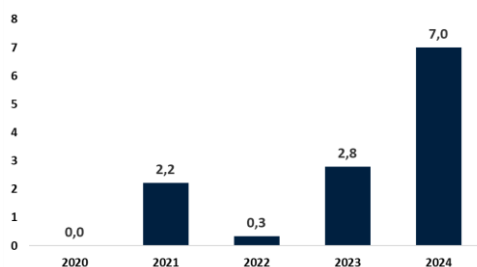
Argumentaire d'investissement

Le concepteur du cœur artificiel total le plus avancé du marché : Après 20 ans de R&D, un recul de plus de 10 ans depuis sa première implantation et de nombreuses corrections, le cœur développé par Carmat est aujourd'hui le cœur artificiel total le plus avancé du marché, avec un profil de sécurité récemment renforcé. Des résultats corroborés par les études cliniques qui montrent la supériorité du cœur Aeson® par rapport aux dispositifs concurrents existants.

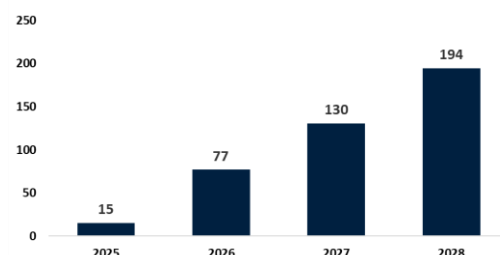
Disposant de fortes barrières à l'entrée : De plus, si plusieurs projets concurrents sont à l'étude, aucun n'en est encore à un stade d'avancement suffisant pour envisager de rivaliser avec le cœur Aeson®, compte tenu de la complexité de développement de telles technologies et de la nécessité d'étude cliniques d'une part, et de temps d'adoption par la communauté médicale très longs, d'autre part. Avec plus de 50 centres formés à sa technologie et 70 implantations à son actif, Carmat bénéficie donc d'une large longueur d'avance par rapport à ses concurrents. De plus, SynCardia, seul cœur artificiel total véritablement opérationnel, étant suspendu de marquage CE depuis 2021, compte tenu de ses risques potentiels, Carmat est le seul acteur du secteur à disposer à ce jour du marquage CE dans l'indication de pont à la transplantation pour un cœur artificiel total, ce qui constitue un véritable atout sur le marché.

Un positionnement ouvrant de belles perspectives : Compte tenu du manque de greffons disponibles et de la hausse constante de l'insuffisance cardiaque terminale, les besoins en cœurs sont importants, ouvrant de belles perspectives de croissance à Carmat. La hausse du nombre de centres formés et l'adoption croissante de sa technologie devrait ainsi lui permettre de monter en puissance rapidement. Nous estimons que son CA pourrait atteindre 15M€ en 2025 et 194M€ en 2028. Les besoins financiers seront toutefois encore importants sur les prochaines années et resteront financés par des levées de fonds, mais les pertes devraient se réduire progressivement et les premiers bénéfices sont attendus en 2028.

Evolution du chiffre d'affaires 2020-2024



Prévisions Euroland 2025-2028e (M€)



Compte de résultat (M€)	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e
Chiffre d'affaires	0,0	2,2	0,3	2,8	7,0	15,4	76,9	130,3	194,2
Excédent brut d'exploitation	-28,0	-52,0	-53,4	-46,7	-51,9	-49,0	-26,6	1,4	35,6
Résultat opérationnel courant	-36,4	-60,4	-51,9	-52,5	-53,9	-51,2	-29,7	-1,8	32,2
Résultat opérationnel	-36,2	-60,4	-51,9	-52,5	-53,9	-51,2	-29,7	-1,8	32,2
Résultat financier	-2,5	-3,3	-3,8	-3,1	-3,6	-2,9	-2,8	-3,1	-3,0
Impôts	1,7	1,9	2,1	1,7	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0
Mise en équivalence	0,0	0,0	0,0	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	0,0	0,0	0,0
Résultat net part du groupe	-37,0	-61,9	-53,7	-53,9	-55,5	-52,1	-30,5	-2,9	31,2
Bilan (M€)	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e
Actifs non courants	7,0	7,4	7,4	10,6	12,1	13,4	19,3	22,1	23,7
dont goodwill	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
BFR	4,5	8,9	14,1	14,0	23,7	36,2	42,0	52,0	61,1
Disponibilités + VMP	36,0	39,2	51,4	8,0	-8,4	-21,6	-3,1	-13,2	5,0
Capitaux propres	-6,7	-13,5	2,0	-43,8	-39,2	-26,3	5,2	2,3	33,5
Emprunts et dettes financières	53,4	66,5	69,9	74,5	64,7	52,4	51,1	56,7	54,4
Total Bilan	59,8	69,1	85,2	53,1	44,6	47,8	90,4	101,1	139,7
Tableau de flux (M€)	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e
Marge brute d'autofinancement	-27,7	-52,0	-53,4	-46,3	-51,9	-49,0	-26,6	1,4	35,6
Variation de BFR	-9,5	-4,5	-5,2	0,2	-9,7	-12,6	-5,7	-10,0	-9,1
Flux nets de trésorerie généré par l'activité	-37,2	-56,4	-58,7	-46,1	-61,6	-61,5	-32,4	-8,6	26,5
CAPEX nets	-2,2	-1,8	-2,0	-4,9	-3,5	-9,0	-9,0	-6,0	-5,0
FCF	-39,5	-58,2	-60,6	-51,0	-65,1	-65,0	-41,4	-14,6	21,5
Augmentation de capital	5,8	55,0	69,0	7,0	45,0	50,0	50,0	0,0	0,0
Variation emprunts	20,0	10,1	-0,5	1,2	5,6	3,8	11,9	6,4	-1,3
Dividendes versés	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Flux nets de trésorerie liés au financemen	25,7	65,1	68,6	2,3	50,6	53,8	61,9	6,4	-1,3
Variation de trésorerie	-19,5	3,2	12,2	-43,4	-16,5	-13,2	18,5	-10,2	18,2
Ratios (%)	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e
Variation chiffre d'affaires			-84,5%	710,7%	150,5%	119,2%	400,5%	69,5%	49,0%
Marge EBE		-2331,8%	-15487,5%	-1668,8%	-740,3%	-318,9%	-34,6%	1,1%	18,3%
Marge opérationnelle courante		-2710,4%	-15049,9%	-1877,7%	-769,3%	-333,6%	-38,6%	-1,4%	16,6%
Marge opérationnelle		-2710,9%	-15042,3%	-1876,8%	-769,3%	-333,6%	-38,6%	-1,4%	16,6%
Marge nette		-2776,1%	-15560,0%	-1926,0%	-791,5%	-339,3%	-39,6%	-2,2%	16,1%
CAPEX (% CA)		78,5%	576,8%	175,8%	49,9%	22,8%	11,7%	4,6%	2,6%
BFR (% CA)		399,9%	4098,3%	499,0%	337,6%	235,8%	54,6%	39,9%	31,4%
ROCE	-212,4%	-246,8%	-160,4%	-142,4%	-100,5%	-68,9%	-32,3%	-1,6%	28,5%
ROCE hors GW	-212,4%	-246,8%	-160,4%	-142,4%	-100,5%	-68,9%	-32,3%	-1,6%	28,5%
ROE	552,7%	456,7%	-2726,4%	123,1%	141,4%	197,9%	-585,6%	-125,9%	93,1%
Payout	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Dividend yield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Ratios d'endettement	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e
Gearing (%)	-261,1%	-201,7%	936,4%	-151,9%	-186,4%	-281,0%	1041,5%	3035,7%	147,3%
Dettes nette/EBE	-0,6	-0,5	-0,3	-1,4	-1,4	-1,5	-2,0	48,9	1,4
EBE/charges financières	11,1	15,7	14,0	13,6	14,6	17,0	9,5	0,5	11,9
Valorisation	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e
Nombre d'actions (en millions)	13,0	15,6	22,7	24,8	44,5	58,8	58,8	58,8	58,8
Nombre d'actions moyen (en millions)	13,0	15,6	22,7	24,8	44,5	58,8	58,8	58,8	58,8
Cours (moyenne annuelle en euros)	0,0	0,0	10,4	6,7	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8
(1) Capitalisation boursière moyenne	0	0	237	166	37	49	49	49	49
(2) Dette nette (+)/ trésorerie nette (-)	17,5	27,3	18,4	66,5	73,1	74,0	54,2	69,9	49,3
(3) Valeur des minoritaires	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
(4) Valeur des actifs financiers	-0,5	-0,5	-0,7	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6
Valeur d'entreprise = (1)+(2)+(3)-(4)	16,9	26,8	254,2	231,9	109,8	122,7	102,9	118,6	98,0
VE/CA	NA	12,0	736,8	82,9	15,7	8,0	1,3	0,9	0,5
VE/EBE	-0,6	-0,5	-4,8	-5,0	-2,1	-2,5	-3,9	83,0	2,8
VE/ROC	-0,5	-0,4	-4,9	-4,4	-2,0	-2,4	-3,5	-66,5	3,0
P/E	0,0	0,0	-4,4	-3,1	-0,7	-0,9	-1,6	-17,0	1,6
P/B	0,0	0,0	120,1	-3,8	-1,0	-1,9	9,5	21,4	1,5
P/CF	0,0	0,0	-4,0	-3,6	-0,6	-0,8	-1,5	-5,7	1,9
FCF yield (%)	-2,3	-2,2	-0,2	-0,2	-0,6	-0,5	-0,4	-0,1	0,2
Données par action (€)	2 020	2 021	2 022	2 023	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e
Bnpa	-2,8	0,0	-2,4	-2,2	-1,2	-0,9	-0,5	0,0	0,5
Book value/action	-0,5	-0,9	0,1	-1,8	-0,9	-0,4	0,1	0,0	0,6
Dividende /action	0,0	0,0	0,0	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 18/06/2024

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 Carmat SA (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