Mauna Kea Technologies

Medtech

Achat

Objectif de cours	**0,71 €**
Cours au 25/04/2024	0,38 €
Potentiel	***87%***

Données valeur

MKEA.PA / MKEA:FP
Euronext Growth

Capitalisation (M€)		23,4
Nb de titres (en millions)		616
Volume moyen 12 mois (titres)		178 935
Extrêmes 12 mois	0,40 €	0,84 €

Performances boursières

Performances (%)	Ytd	1m	3m	12m
Perf. Absolue	-19,4%	2,4%	-21,1%	-41,1%
Perf CAC Small	5,1%	0,5%	4,9%	0,5%

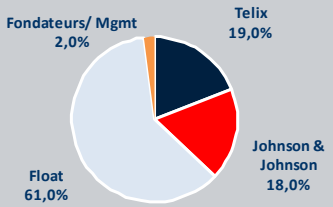
Données financières (en M€)

au 31/12	2022	2023e	2024e	2025e
CA	7,5	10,5	10,7	12,2
var %	*-2,9%*	*41,0%*	*1,7%*	*13,3%*
EBE	-7,0	-5,5	-6,2	-4,1
% CA	*-93,4%*	*-51,9%*	*-57,5%*	*-33,9%*
ROC	-9,0	-4,6	-5,1	-3,1
% CA	*-120,1%*	*-43,9%*	*-47,5%*	*-25,9%*
RN	-11,2	-0,3	-7,3	-4,0
% CA	*-149,5%*	*-2,9%*	*-68,2%*	*-32,5%*
Bnpa (€)	-0,3	-4,9	-118,8	-64,1
ROCE (%)	-107,6%	-28,0%	-63,6%	-107,4%
ROE (%)	56,1%	13,6%	76,7%	29,3%
Gearing (%)	-130,8%	-652,9%	-161,7%	-115,4%
Dette nette	26,1	14,5	15,4	15,6
Dividende n (€)	0,0	0,0	0,0	0,0
Yield (%)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Multiples de valorisation

	2022e	2023e	2024e	2025e
VE/CA (x)	7,0	3,6	3,6	3,2
VE/EBE (x)	ns	ns	ns	ns
VE/ROC (x)	ns	ns	ns	ns
P/E (x)	ns	ns	ns	ns

Actionnariat



Une année structurante

Publication des résultats 2023 et du CA T1 2024

Au terme de l'année 2021, Mauna Kea opérait un revirement stratégique consistant à passer d'un modèle de ventes directes (cher et peu efficace) à un modèle basé sur des partenariats. La publication des résultats 2023 de la société permet de constater l'avancée de cette nouvelle stratégie et son impact positif sur les fondamentaux. La top line progresse notamment de +40% pour atteindre 10,5 M€ soit son plus haut niveau depuis 2014. Par ailleurs, les marges connaissent également une évolution positive. La marge brute s'établit à 8,4 M€ (+54% vs 2022) et le résultat opérationnel atteint 1,2 M€ affichant une nette amélioration par rapport à l'année précédente (perte de -9,0 M€). Malgré une année 2023 réussie, Mauna Kea réalise un T1 2024 plus contrasté. Le CA s'établit à 1,7 M€, en net recul par rapport au T1 2023 (-60%). Cette baisse est principalement due à un effet de base exigeant lié aux 2,8 M€ encaissés dans le cadre des frais de licence payés par Tasly (vs 0,5 M€ encaissés au T1 2024).

La croissance tirée par le nouveau modèle

La création de la Joint Venture avec l'entreprise pharmaceutique chinoise Tasly a joué un rôle décisif dans l'évolution de la top line. En 2023, les revenus liés aux frais de licences ont rapporté 4,3 M€ à Mauna Kea soit 40,7% du chiffre d'affaires. Alors que le CA hors vente de licences est en baisse de -17%, la JV avec Tasly permet à Mauna Kea de réaliser un CA 2023 de 10,5 M€ en hausse de +40,1%. D'autre part, la société a axé la majeure partie de ses efforts commerciaux sur les centres de chirurgie ambulatoire aux États-Unis (premier marché du groupe) au travers de son programme de paiement par utilisation (PPU). Ce modèle semble davantage correspondre aux besoins des centres médicaux et les revenus associés au PPU sont en hausse de +57% sur l'année.

Une marge brute hors JV sous pression

Les revenus de licence apportent également une contribution positive à la marge brute qui ressort en hausse de +54% à 8,4 M€ (vs 5,5 M€ en 2022). Toutefois, le taux de marge brute réalisé sur les ventes hors Tasly est en baisse de 700 bps à 66% en 2023 (vs 73% en 2022). Au cours de l'exercice, Mauna Kea a été confrontée à une augmentation de ses coûts de production mais également à des dépréciations d'inventaires notamment sur ses systèmes d'ancienne génération.

Une meilleure efficacité opérationnelle

En 2023, Mauna Kea réalise pour la première fois depuis son entrée en bourse un résultat opérationnel positif. Ce dernier s'établit à 1,2 M€, bien au dessus de la perte de -9,0 M€ enregistrée l'année précédente. Cette amélioration est portée par le transfert de technologie à Tasly qui donne lieu à un résultat exceptionnel de +6,9 M€ mais également par un contrôle plus rigoureux des charges. Les coûts liés à la R&D ressortent en baisse de -5% alors que les dépenses associées aux ventes affichent un recul de -3%. Ces économies permettent également de compenser la légère hausse des frais administratifs (+2%) engendrée par la réorganisation du département financier. Le résultat opérationnel courant 2023 s'établit donc à -5,7 M€ et présente une amélioration significative par rapport à l'exercice précédent (perte de 8,9 M€).

Au cours de l'exercice, le résultat financier s'est sensiblement amélioré (-2,0 M€ vs -2,1 M€) mais le déficit de la JV en Chine a engendré une perte de -2,4 M€ pour la société qui poursuit ses efforts pour opérationnaliser sa filiale chinoise. Au total, le RN 2023 ressort donc à -4,1 M€ (vs -10,8 M€ en 2022).

Analyste
Raphaël Génin
01 44 70 20 70
rgenin@elcorp.com

Le Zapping des smalls
Retrouvez l'actualité boursière des small caps chaque jour dans votre boîte mail, gratuitement. Inscription ici.

Arrivée de Telix au capital

En novembre 2023, la société australienne Telix est devenue le premier actionnaire de Mauna Kea avec un investissement de 6 M€ pour 19% des parts. En plus des synergies possibles entre les produits des deux sociétés, cette augmentation de capital a permis a Mauna Kea d'améliorer sa trésorerie qui atteint 8,0 M€ au terme de l'exercice 2023. Par ailleurs, les apports financiers liés au partenariat avec Tasly permettent aux flux de trésorerie opérationnels de ressortir à -0,7M€ contre -8,8 M€ en 2022.

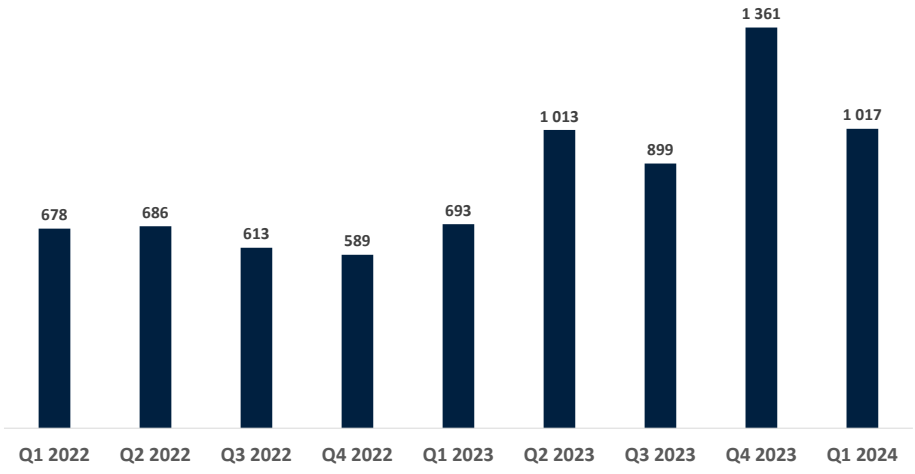
Restructuration de la dette avec la BEI

Dans un communiqué de presse publié mercredi soir, Mauna Kea a également annoncé un accord de refinancement de sa dette de 21,3 M€ contractée en 2019 auprès de la Banque Européenne d'investissement (BEI). Initialement, la société devait rembourser une première tranche de prêt (11,5 M€) en 2024 et une seconde en 2025. Les échéances finales des prêts sont désormais reportées de quatre ans (2028 pour la tranche 1 et 2029 pour la tranche 2). En contrepartie, Mauna Kea devra s'engager à verser à la BEI des redevances annuelles de 2 % sur certains revenus sur une période de six ans à compter du 30 janvier 2024. Ces redevances seront plafonnées à 10 millions d'euros. En outre, Le calendrier amendé prévoit des remboursements initiaux du principal de 1 million d'euros en 2025, de 2,5 millions d'euros en 2026 et de 5 millions d'euros en 2027. Cette restructuration de la dette permet à Mauna Kea d'étendre son horizon de trésorerie à 2025 et témoigne de la confiance accordée par la BEI dans le projet de la société.

Un premier trimestre mitigé

À l'occasion de la publication de ses résultats annuels, Mauna Kea a également dévoilé le chiffre d'affaires de son premier trimestre 2024. Ce dernier ressort en baisse de -60% à 1,7M€. Ce recul s'explique principalement par un effet de base exigeant du aux 2,8 M€ de frais de licence enregistré au T1 2022. D'autre part, les ventes de systèmes chutent de -82% à 0,07 M€ (vs 0,32 M€ au T1 2023) alors que la société consacre désormais la majeure partie de ses efforts commerciaux dans le programme PPU (Pay-per-use) dont les volumes sont en forte hausse (47%).

Évolution des procédures PPU (en volume)



Sources : Société, EuroLand Corporate

Analyste
Raphaël Génin
01 44 70 20 70
rgenin@elcorp.com

Le Zapping des smalls
Retrouvez l'actualité boursière des small caps chaque jour dans votre boîte mail, gratuitement. **Inscription ici**.

Des taux de remboursement en baisse aux États-Unis

À la fin de l'année 2023, le CMS, l'organisme américain en charge des programmes d'assurance maladie a décidé de revoir à la baisse les taux de remboursements liés à l'utilisation du Cellvizio. Selon Mauna Kea, cette décision est imputable à des données erronées sur le coût des procédures transmises par les hôpitaux. Cet élément contribue négativement à la croissance réalisée au cours du premier semestre avec un effet négatif sur les prix. La société met tout en œuvre afin de retrouver ses niveaux de remboursement initiaux et la prochaine réévaluation aura lieu en juillet 2024.

La hausse soutenue des volumes enregistrés dans le cadre du programme PPU permet cependant au segment *consommables* (qui inclut la vente de sondes et les revenus du programme PPU) de progresser de +32% au T1 2024 et de compenser la baisse des remboursements de la CMS.

Perspectives

L'exercice 2023 a été marqué par l'instauration de la JV en Chine avec Tasly et par l'entrée au capital de Telix. Par ailleurs, Mauna Kea dispose toujours de nombreux leviers de croissance dont les principaux sont 1/ la poursuite des programmes PPU, 2/ la diversité des applications médicales du Cellvizio, notamment avec les indications dans les intolérances alimentaires et 3/ les synergies apportées par la JV avec Tasly en Chine. Le management a guidé sur un chiffre d'affaires 2024e supérieur à 10 M€ avec notamment une croissance de +20% sur les ventes hors licences. Par conséquent, et au regard d'un premier trimestre contrasté (baisse des taux de remboursement par le CMS et effet de base exigeant) , nous ajustons notre estimation de CA 2024e à 10,7 M€ (vs 13,1 M€ précédemment). L'accord de restructuration du prêt obtenu avec la BEI devrait également permettre à Mauna Kea d'assurer le financement de ses opérations en 2024.

Suite à cette publication, notre recommandation reste à Achat sur le titre Mauna Kea Technologies. Notre objectif de cours est laissé inchangé à 0,71€, impliquant un potentiel de hausse de +87%.

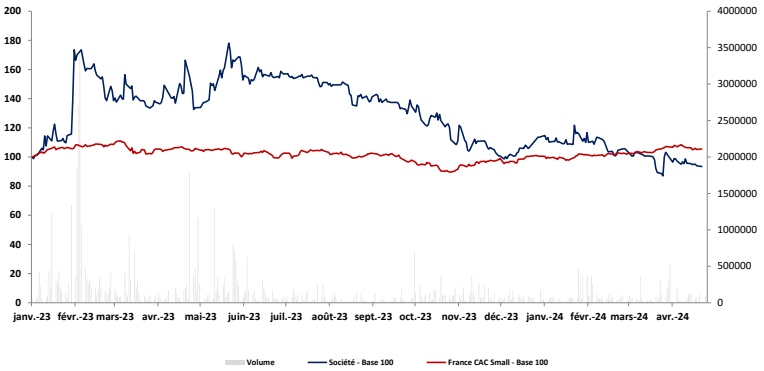
Analyste
Raphaël Génin
01 44 70 20 70
rgenin@elcorp.com

Le Zapping des smalls
Retrouvez l'actualité boursière des small caps chaque jour dans votre boîte mail, gratuitement. **Inscription ici**.

Présentation de la société

Fondée en 2000, Mauna Kea Technologies se positionne en tant qu'acteur mondial dans le domaine des dispositifs médicaux. La société se spécialise dans le développement, la production et la commercialisation d'une plateforme d'imagerie médicale. Cette technologie novatrice permet d'observer les tissus à l'échelle cellulaire en temps réel, intégrant cette capacité au cours de procédures médicales standards. La mission de l'entreprise consiste à réduire les incertitudes associées aux diagnostics et aux traitements en offrant une visualisation directe des tissus in vivo à un niveau microscopique.
Le produit phare du groupe, le Cellvizio, est un microscope miniature intégré à une unité centrale. Grâce à sa mini sonde spécifique à chaque indication médicale et sa miniaturisation extrême, il peut être positionné directement dans le corps du patient. Cette visualisation in vivo améliore les prélèvements de tissus, permet des diagnostics plus précis, surveille l'évolution des maladies, évalue les réactions en temps réel, identifie les zones d'incertitude, et guide les interventions chirurgicales.

Evolution du cours (base 100)



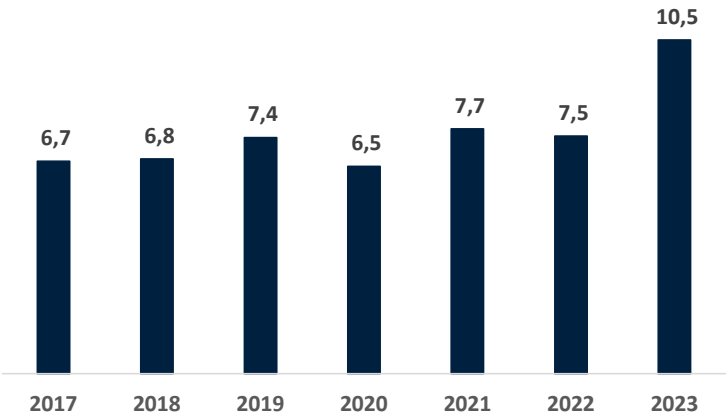
Argumentaire d'investissement

- **Un produit phare à l'efficacité reconnue.** Plus petit microscope au monde, le Cellvizio produit des images in vivo d'une grande précision et en temps réel, le tout dans le cadre d'un procédé minimalement invasif. Son utilisation vise à réduire les incertitudes liées aux diagnostics, à mieux traiter les patients et à réduire les coûts hospitaliers. Le bénéfice médical du Cellvizio a été démontré dans de nombreuses publications cliniques (>1100) portant sur chacune des indications dans lesquelles il est utilisé en routine aujourd'hui (gastroentérologie, l'urologie, la pneumologie interventionnelle et la chirurgie). Cellvizio a également fait l'objet d'une vingtaine d'autorisations de la FDA. Enfin, Mauna Kea a obtenu des codes de remboursements de la part d'agents payeurs (systèmes de santé publics et assureurs privés) aux États-Unis, en France, en Croatie et en Corée du Sud.

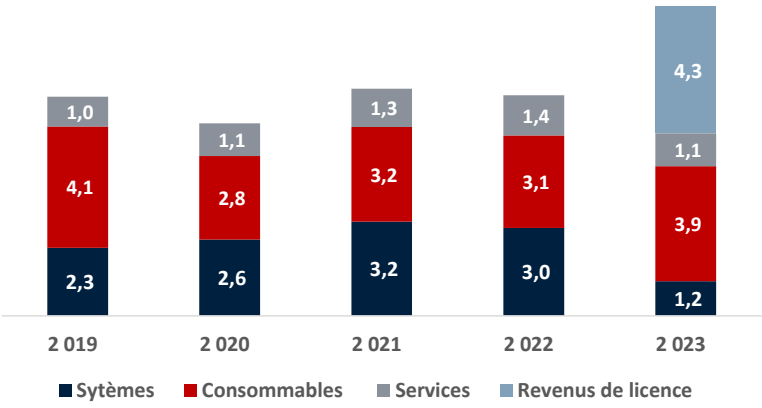
- **Une nouvelle stratégie basée sur les partenariats.** En 2022, le groupe a revu sa stratégie commerciale en réduisant ses forces de ventes notamment aux États-Unis et en s'orientant vers une stratégie de partenariats. Dans ce contexte, Mauna Kea a signé un partenariat stratégique avec le géant chinois Tasly Pharmaceuticals qui comprend la création d'une Joint Venture et la signature d'accords de licences. Mauna Kea étend ainsi sa présence au marché chinois des maladies gastro-intestinales.

- **Une dynamique positive.** En 2023, le CA de Mauna Kea a atteint 10,5 M€, progressant ainsi de +42% par rapport à 2022. Cette augmentation importante du chiffre d'affaires découle en majeure partie des revenus de licence issus de la JV avec Tasly, pour un montant de 4,3 M€. Les consommables ont également connu une progression forte (+28%), drivée par une croissance record des ventes en «Pay-Per-Use» (+109% vs 2022).

Evolution annuelle du CA (en M€)



Evolution du mix CA (en M€), 2019-2023



Analyste
Raphaël Génin
01 44 70 20 70
rgenin@elcorp.com

Compte de résultat (M€)	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Chiffre d'affaires	6,8	7,4	6,5	7,7	7,5	10,5	10,7	12,2
Excédent brut d'exploitation	-10,4	-11,6	-10,8	-10,3	-7,0	-5,5	-6,2	-4,1
Résultat opérationnel courant	**-12,0**	**-13,0**	**-12,0**	**-11,3**	**-9,0**	**-4,6**	**-5,1**	**-3,1**
Résultat opérationnel	-12,0	-13,0	-11,8	-12,2	-9,1	3,1	-5,1	-3,1
Résultat financier	-0,8	-2,2	-1,0	-1,2	-2,1	-1,2	-0,8	-0,8
Impôts	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Mise en équivalence	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-2,2	-1,4	0,0
Part des minoritaires	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Résultat net part du groupe	**-12,8**	**-15,3**	**-12,8**	**-13,4**	**-11,2**	**-0,3**	**-7,3**	**-4,0**
Bilan (M€)	**2018**	**2019**	**2020**	**2021**	**2022**	**2023e**	**2024e**	**2025e**
Actifs non courants	4,0	5,8	6,1	6,1	4,7	4,4	3,9	3,5
dont goodwill	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
BFR	2,9	2,1	0,3	1,3	1,5	8,0	2,1	-1,3
Disponibilités + VMP	**8,6**	**10,0**	**8,6**	**11,9**	**3,1**	**14,7**	**13,8**	**13,6**
Capitaux propres	8,0	0,3	-12,1	-10,3	-19,9	-2,2	-9,5	-13,5
Emprunts et dettes financières	7,1	17,4	27,0	28,7	29,2	29,2	29,2	29,2
Total Bilan	**19,8**	**23,6**	**20,6**	**24,8**	**19,8**	**37,2**	**30,4**	**27,1**
Tableau de flux (M€)	**2018**	**2019**	**2020**	**2021**	**2022**	**2023e**	**2024e**	**2025e**
Marge brute d'autofinancement	-10,9	-12,1	-9,6	-9,8	-8,2	0,5	-6,2	-3,0
Variation de BFR	0,0	1,8	1,7	-0,5	-0,6	-6,5	5,9	3,5
Flux nets de trésorerie généré par l'activité	**-10,9**	**-10,3**	**-8,0**	**-10,3**	**-8,8**	**-5,9**	**-0,4**	**0,5**
CAPEX nets	-1,3	-1,4	-1,1	-1,1	-0,1	-0,5	-0,5	-0,6
FCF	**-12,2**	**-11,7**	**-9,1**	**-11,4**	**-9,0**	**-6,5**	**-0,9**	**-0,1**
Variation emprunts	-0,4	6,7	9,4	-0,3	-0,8	0,0	0,0	0,0
Dividendes versés	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Flux nets de trésorerie liés au financement	**3,3**	**13,0**	**7,7**	**14,7**	**0,1**	**18,0**	**0,0**	**0,0**
Variation de trésorerie	-8,8	1,4	-1,4	3,3	-8,7	11,5	-0,9	-0,1
Ratios (%)	**2018**	**2019**	**2020**	**2021**	**2022**	**2023e**	**2024e**	**2025e**
Variation chiffre d'affaires	-99,9%	9,9%	-12,2%	18,0%	-2,9%	41,0%	1,7%	13,3%
Marge EBE	-154,4%	-156,2%	-165,7%	-133,7%	-93,4%	-51,9%	-57,5%	-33,9%
Marge opérationnelle courante	**-177,5%**	**-175,3%**	**-183,3%**	**-147,1%**	**-120,1%**	**-43,9%**	**-47,5%**	**-25,9%**
Marge opérationnelle	-177,5%	-175,3%	-181,1%	-158,7%	-121,2%	29,1%	-47,5%	-25,9%
Marge nette	-189,1%	-205,5%	-196,0%	-174,6%	-149,5%	-2,9%	-68,2%	-32,5%
CAPEX (% CA)	18,5%	18,6%	16,6%	14,2%	1,9%	5,0%	5,0%	5,0%
BFR (% CA)	42,6%	28,8%	4,8%	16,5%	20,4%	76,0%	19,9%	-10,8%
ROCE	-117,0%	-108,8%	-123,4%	-115,5%	-107,6%	-28,0%	-63,6%	-107,4%
ROCE hors GW	**-117,0%**	**-108,8%**	**-123,4%**	**-115,5%**	**-107,6%**	**-28,0%**	**-63,6%**	**-107,4%**
ROE	-160,2%	-6084,5%	105,9%	130,1%	56,1%	13,6%	76,7%	29,3%
Payout	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%
Ratios d'endettement	**2018**	**2019**	**2020**	**2021**	**2022**	**2023e**	**2024e**	**2025e**
Gearing (%)	**-19,6%**	**2961,4%**	**-152,0%**	**-162,9%**	**-130,8%**	**-652,9%**	**-161,7%**	**-115,4%**
Dette nette/EBE	0,2	-0,6	-1,7	-1,6	-3,7	-2,7	-2,5	-3,8
EBE/charges financières	13,3	5,2	11,1	8,4	3,3	4,7	7,5	5,1
Valorisation	**2018**	**2019**	**2020**	**2021**	**2022**	**2023e**	**2024e**	**2025e**
Nombre d'actions (en millions)	25,2	25,2	30,5	38,1	44,5	61,6	61,6	61,6
Nombre d'actions moyen (en millions)	25,2	25,2	30,5	38,1	44,5	61,6	61,6	61,6
Cours (moyenne annuelle en euros)	3,0	1,6	1,3	1,2	0,6	0,4	0,4	0,4
(1) Capitalisation boursière moyenne	75,5	39,6	38,5	47,2	26,3	23,4	23,4	23,4
(2) Dette nette (+)/ trésorerie nette (-)	-1,6	7,4	18,4	16,8	26,1	14,5	15,4	15,6
(3) Valeur des minoritaires	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
(4) Valeur des actifs financiers	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Valeur d'entreprise = (1)+(2)+(3)-(4)	73,9	47,0	56,8	64,0	52,3	37,9	38,8	38,9
VE/CA	**10,9**	**6,3**	**8,7**	**8,3**	**7,0**	**3,6**	**3,6**	**3,2**
VE/EBE	ns	ns	ns	ns	ns	ns	ns	ns
VE/ROC	**ns**	**ns**	**ns**	**ns**	**ns**	**ns**	**ns**	**ns**
P/E	ns	ns	ns	ns	ns	ns	ns	ns
P/B	ns	ns	ns	ns	ns	ns	ns	ns
P/CF	ns	ns	ns	ns	ns	ns	ns	ns
FCF yield (%)	**ns**	**ns**	**ns**	**ns**	**ns**	**ns**	**ns**	**ns**
Données par action (€)	**2018**	**2019**	**2020**	**2021**	**2022**	**2023**	**2024**	**2025**
Bnpa	-0,5	-0,6	-0,4	-0,4	-0,3	-4,9	-118,8	-64,1
Book value/action	**0,3**	**0,0**	**-0,4**	**-0,3**	**-0,4**	**0,0**	**-0,2**	**-0,2**
Dividende /action	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

Analyste
Raphaël Génin
01 44 70 20 70
rgenin@elcorp.com

in
Le Zapping des smalls

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 11/10/2023
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	Non	Non	Oui

« Disclaimer / Avertissement »

La présente étude a été préparée par EuroLand Corporate indépendamment de Obiz (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 évènements 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 règlementation 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 règlementaires 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