

Capitalisation	11,9
Objectif de cours	0,60€ (vs 0,71€)
Cours au 15/01/2025	0,18 €
<i>Potentiel</i>	<i>226,8%</i>

Ticker	Euronext Growth
Nb de titres (en millions)	64,7
Volume moyen 12m (titres)	160 753
Extrêmes 12m (€)	0,16€/0,53€

Medtech
Flash valeur
16/01/2025

## Un exercice mitigé

### A retenir

- L'objectif de +20% de croissance en 2024 (hors revenus de licence) n'a pas été atteint
- Le CA total s'établit à 7,6 M€ en 2024, en baisse de -27% YoY
- Les efforts de réduction des charges opérationnelles s'intensifient

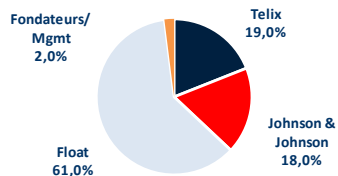
#### Données financières (en M€)

au 31/12	2023	2024e	2025e	2026e
CA	10,5	7,6	10,1	14,0
var %	40,1%	-27,1%	32,2%	38,1%
EBE	-4,0	-4,8	-3,3	-3,0
% CA	-37,9%	-63,3%	-32,2%	-21,6%
ROC	-5,7	-5,6	-4,1	-4,1
% CA	-54,3%	-73,3%	-40,2%	-29,6%
RN	-3,7	-7,8	-4,9	-3,4
% CA	-35,6%	-101,6%	-48,7%	-24,3%
Bnpa (€)	-0,06	-0,12	-0,08	-0,05
ROCE (%)	-92,0%	-80,3%	-38,5%	-28,4%
ROE (%)	36,2%	49,5%	27,0%	8,9%
Gearing (%)	-126,2%	-127,9%	-142,7%	-153,8%
Dettes nettes	21,8	23,5	26,1	30,9
Dividende n (€)	0,0	0,0	0,0	0,0
Yield (%)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

#### Multiples de valorisation

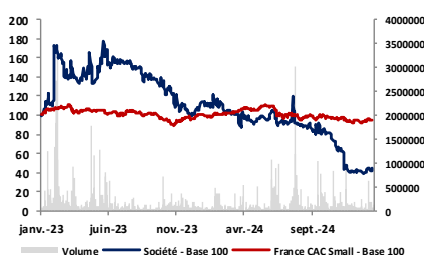
	2023	2024e	2025e	2026e
VE/CA (x)	5,1	3,9	3,2	2,7
VE/EBE (x)	ns	ns	ns	ns
VE/ROC (x)	ns	ns	ns	ns
P/E (x)	ns	ns	ns	ns

#### Actionnariat



#### Performances boursières

Performances (%)	Ytd	1m	3m	12m
Perf. Absolue	4,2%	0,7%	-47,7%	-61,8%



### Publication du chiffre d'affaires 2024

Mauna Kea Technologies a publié hier soir son chiffre d'affaires pour le compte de l'exercice 2024. Ce dernier ressort à 7,6 M€, en baisse de -27% par rapport à 2023. En excluant les revenus liés aux ventes de licence à Tasly (2,0 M€), le CA 2024 s'établit à 5,6 M€, en décroissance de -9% YoY. À l'issue du S1 2024, le groupe avait alors guidé sur des revenus hors licence en croissance de +20%. Cette contreperformance s'explique principalement par des décalages de ventes de systèmes mais aussi par l'absence de versements de la part de la coentreprise avec Tasly en Chine.

### Ralentissement des ventes en 2024

Au terme de l'année 2024, le groupe enregistre un chiffre d'affaires total en baisse de -27% YoY à 5,6 M€ et un CA hors revenus de licence de 7,6 M€ (-9% vs 2023). L'exercice a été marqué par différents éléments marquants qui ont conduit la société à manquer sa guidance, à savoir une croissance de +20% des revenus hors licence.

Dans un premier temps, le segment *Consommables* a pâti de la baisse des taux de remboursement du CMS aux USA. Les revenus 2024 de l'activité ressortent ainsi en baisse de -25% YoY à 2,9 M€ malgré des volumes légèrement supérieurs à ceux observés en 2023 (3798 procédures en 2024 vs 3708 en 2023). Alors que le CMS s'appuiera en 2025 sur les données de 2023, les taux de remboursement des procédures Cellvizio devraient rester similaires pour l'exercice à venir. Toutefois, la société attend un retour à des taux plus favorables à partir de janvier 2026.

D'autre part l'activité commerciale en Chine via la JV avec Tasly Pharmaceutical est restée limitée, malgré un fort intérêt du marché chinois pour l'endomicroscopie. Des divergences sur les obligations financières ont entraîné une perte de revenus estimée à 2 millions d'euros. Mauna Kea explore actuellement des solutions pour surmonter ces difficultés.



Enfin, le groupe a enregistré comme attendu 2,0 M€ de revenus de licence contre 4,3 M€ en 2023.

### L'IBS soutient la croissance en Europe

Opérationnelle depuis le début du T4 2024, CellTolerance, la filiale de Mauna Kea dédiée à la détection des intolérances alimentaires a permis de réaliser 0,5 M€ de CA en 2024. Pour rappel, CellTolerance peut adresser un marché considérable estimé à plus de 1,5 Mds\$ par an dans le monde. Le lancement de la filiale compte à l'heure actuelle près de 42 comptes activables identifiés et contribue fortement à la croissance enregistrée en Europe en 2024. Le CA enregistré dans la région atteint 2,0 M€ contre 1,6 M€ en 2023 (+21%).

### Une trésorerie assurée pour le premier trimestre

Mauna Kea a également annoncé disposer d'un horizon de trésorerie allant jusqu'à avril 2025. Alors que le groupe n'a pas communiqué sur sa position exacte de cash, nous pensons que cette dernière devrait être proche de 2 M€ à fin décembre 2024.

### Perspectives

En 2025, Mauna Kea devrait continuer de s'appuyer sur la bonne performance de CellTolerance afin de retrouver le chemin de la croissance. Malgré la bonne dynamique du PPU (Pay per use) en termes de volumes, les taux de remboursement inférieurs du CMS vont limiter l'essor de la top line en 2025. Ces derniers pourraient selon le management être revus à la hausse dès le début d'année 2026 et apporter un effet prix positif à plus long terme. Nous abaissons ainsi notre objectif de CA 2025 à 10,1 M€ contre 12,2 M€ auparavant. À noter que Mauna Kea a mandaté deux banques d'affaires spécialisées, Bucephale Finance (en France) et RM Global (aux USA) pour explorer des options stratégiques, incluant fusion-acquisition ou accords de licence.

Face aux difficultés rencontrées en 2024, Mauna kea continue de réduire ses charges opérationnelles. Le groupe prévoit un EBE 2024 compris entre -4,7 M€ et -4,9M€, en ligne avec notre prévision d'EBE 2024e (-4,8 M€) qui reste donc inchangée.

### Recommandation

Suite à cette publication, nous réitérons notre recommandation à Achat mais abaissons notre objectif de cours de 0,60€ sur le titre, objectif qui fait ressortir un potentiel de hausse supérieur à +200%.



## 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.

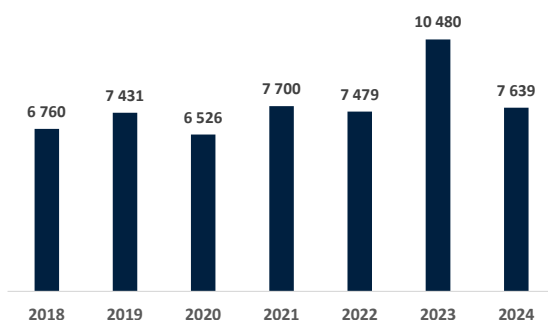
## Argumentaire d'investissement

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.

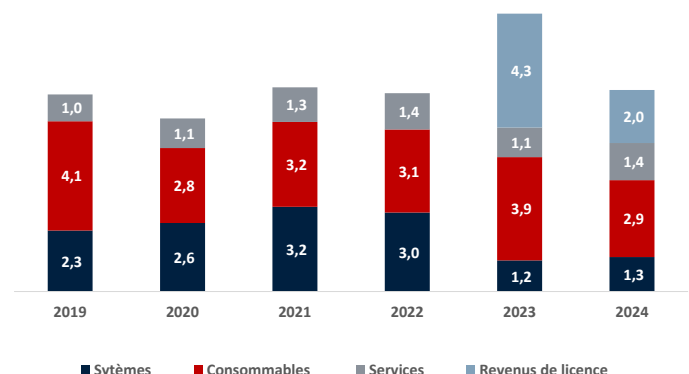
Une nouvelle stratégie basée sur les partenariats. En 2022, le groupe a revu sa stratégie commerciale en réduisant ses forces de ventes notamment aux États-Unis et en s'orientant vers une stratégie de partenariats. Dans ce contexte, Mauna Kea a signé un partenariat stratégique avec le géant chinois Tasly 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€), 2019-2024



Compte de résultat (M€)	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Chiffre d'affaires	7,4	6,5	7,7	7,5	10,5	7,6	10,1	14,0
Excédent brut d'exploitation	-11,6	-10,8	-10,3	-7,0	-4,0	-4,8	-3,3	-3,0
<b>Résultat opérationnel courant</b>	<b>-13,0</b>	<b>-12,0</b>	<b>-11,3</b>	<b>-9,0</b>	<b>-5,7</b>	<b>-5,6</b>	<b>-4,1</b>	<b>-4,1</b>
Résultat opérationnel	-13,0	-11,8	-12,2	-9,1	1,2	-5,6	-4,1	-4,1
Résultat financier	-2,2	-1,0	-1,2	-2,1	-2,0	-0,8	-0,8	-0,8
Impôts	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,5	0,0	0,0	0,0
Mise en équivalence	0,0	0,0	0,0	0,0	-2,5	-1,3	0,0	1,6
Part des minoritaires	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Résultat net</b>	<b>-15,3</b>	<b>-12,8</b>	<b>-13,4</b>	<b>-11,2</b>	<b>-3,7</b>	<b>-7,8</b>	<b>-4,9</b>	<b>-3,4</b>
Bilan (M€)	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Actifs non courants	5,8	6,1	6,1	4,7	8,6	8,2	7,9	7,5
dont goodwill	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
BFR	2,1	0,3	1,3	1,5	-4,0	-3,0	0,0	3,4
<b>Disponibilités + VMP</b>	<b>10,0</b>	<b>8,6</b>	<b>11,9</b>	<b>3,1</b>	<b>8,0</b>	<b>6,3</b>	<b>3,7</b>	<b>-1,1</b>
Capitaux propres	0,3	-12,1	-10,3	-19,9	-17,3	-18,4	-18,3	-20,1
Emprunts et dettes financières	17,4	27,0	28,7	29,2	29,8	29,8	29,8	29,8
<b>Total Bilan</b>	<b>23,6</b>	<b>20,6</b>	<b>24,8</b>	<b>19,8</b>	<b>22,9</b>	<b>20,4</b>	<b>20,3</b>	<b>18,9</b>
Tableau de flux (M€)	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Marge brute d'autofinancement	-12,1	-9,6	-9,8	-8,2	-5,9	-8,3	-4,1	-0,7
Variation de BFR	1,8	1,7	-0,5	-0,6	5,2	-1,0	-3,0	-3,4
<b>Flux nets de trésorerie généré par l'activité</b>	<b>-10,3</b>	<b>-8,0</b>	<b>-10,3</b>	<b>-8,8</b>	<b>-0,8</b>	<b>-9,3</b>	<b>-7,1</b>	<b>-4,1</b>
CAPEX nets	-1,4	-1,1	-1,1	-0,1	-0,4	-0,4	-0,5	-0,7
<b>FCF</b>	<b>-11,7</b>	<b>-9,1</b>	<b>-11,4</b>	<b>-9,0</b>	<b>-1,1</b>	<b>-9,7</b>	<b>-7,6</b>	<b>-4,8</b>
Variation emprunts	6,7	9,4	-0,3	-0,8	-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
<b>Flux nets de trésorerie liés au financement</b>	<b>13,0</b>	<b>7,7</b>	<b>14,7</b>	<b>0,1</b>	<b>6,0</b>	<b>8,0</b>	<b>5,0</b>	<b>0,0</b>
Variation de trésorerie	1,4	-1,4	3,3	-8,7	4,8	-1,7	-2,6	-4,8
Ratios (%)	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Variation chiffre d'affaires	9,9%	-12,2%	18,0%	-2,9%	40,1%	-27,1%	32,2%	38,1%
Marge EBE	-156,2%	-165,7%	-133,7%	-93,4%	-37,9%	-63,3%	-32,2%	-21,6%
<b>Marge opérationnelle courante</b>	<b>-175,3%</b>	<b>-183,3%</b>	<b>-147,1%</b>	<b>-120,1%</b>	<b>-54,3%</b>	<b>-73,3%</b>	<b>-40,2%</b>	<b>-29,6%</b>
Marge opérationnelle	-175,3%	-181,1%	-158,7%	-121,2%	11,8%	-73,3%	-40,2%	-29,6%
Marge nette	-205,5%	-196,0%	-174,6%	-149,5%	-35,6%	-101,6%	-48,7%	-24,3%
CAPEX (% CA)	18,6%	16,6%	14,2%	1,9%	3,5%	5,0%	5,0%	5,0%
BFR (% CA)	28,8%	4,8%	16,5%	20,4%	-37,9%	-39,3%	0,0%	24,4%
ROCE	-108,8%	-123,4%	-115,5%	-107,6%	-92,0%	-80,3%	-38,5%	-28,4%
<b>ROCE hors GW</b>	<b>-108,8%</b>	<b>-123,4%</b>	<b>-115,5%</b>	<b>-107,6%</b>	<b>-92,0%</b>	<b>-80,3%</b>	<b>-38,5%</b>	<b>-28,4%</b>
ROE	-6084,5%	105,9%	130,1%	56,1%	36,2%	49,5%	27,0%	8,9%
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	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
<b>Gearing (%)</b>	<b>2961,4%</b>	<b>-152,0%</b>	<b>-162,9%</b>	<b>-130,8%</b>	<b>-126,2%</b>	<b>-127,9%</b>	<b>-142,7%</b>	<b>-153,8%</b>
Dettes nette/EBE	-0,6	-1,7	-1,6	-3,7	-5,5	-4,9	-8,0	-10,2
EBE/charges financières	5,2	11,1	8,4	3,3	2,0	5,7	3,9	3,6
Valorisation	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Nombre d'actions (en millions)	25,2	30,5	38,1	44,5	64,7	64,7	64,7	64,7
Nombre d'actions moyen (en millions)	25,2	30,5	38,1	44,5	64,7	64,7	64,7	64,7
Cours (moyenne annuelle en euros)	1,6	1,3	1,2	0,6	0,6	0,2	0,2	0,2
(1) Capitalisation boursière moyenne	39,6	38,5	47,2	26,3	36,9	11,9	11,9	11,9
(2) Dette nette (+)/ trésorerie nette (-)	7,4	18,4	16,8	26,1	21,8	23,5	26,1	30,9
(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	-5,2	-5,2	-5,2	-5,2
Valeur d'entreprise = (1)+(2)+(3)-(4)	47,0	56,8	64,0	52,3	53,5	30,2	32,8	37,6
<b>VE/CA</b>	<b>6,3</b>	<b>8,7</b>	<b>8,3</b>	<b>7,0</b>	<b>5,1</b>	<b>3,9</b>	<b>3,2</b>	<b>2,7</b>
VE/EBE	ns	ns	ns	ns	ns	ns	ns	ns
<b>VE/ROC</b>	<b>ns</b>	<b>ns</b>	<b>ns</b>	<b>ns</b>	<b>ns</b>	<b>ns</b>	<b>ns</b>	<b>ns</b>
P/E	ns	ns	ns	ns	ns	ns	ns	ns
P/B	157,6	ns	ns	ns	ns	ns	ns	ns
P/CF	ns	ns	ns	ns	ns	ns	ns	ns
<b>FCF yield (%)</b>	<b>ns</b>	<b>ns</b>	<b>ns</b>	<b>ns</b>	<b>ns</b>	<b>ns</b>	<b>ns</b>	<b>ns</b>
Données par action (€)	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Bnpa	-0,6	-0,4	-0,4	-0,3	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
<b>Book value/action</b>	<b>0,0</b>	<b>-0,4</b>	<b>-0,3</b>	<b>-0,4</b>	<b>-0,3</b>	<b>-0,3</b>	<b>-0,3</b>	<b>-0,3</b>
Dividende /action	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 01/02/2024
- 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 <sup>®</sup>
Non	Non	Non	Oui	Non	Oui



## “Disclaimer / Avertissement”

La présente étude a été préparée par EuroLand Corporate indépendamment de Mauna Kea Technologies (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

