



Capitalisation 6,6
Objectif de cours 0,50 (vs 0,60€)
Cours au 02/10/2025 0,08 €
Potentiel 503,9%

Ticker
Nb de titres (en millions) 79,4
Volume moyen 12m (titres) 406 922
Extrêmes 12m (€) 0,06€/0,35€

Euronext Growth

Medtech

Flash valeur

02/10/2025

Réduction sensible des pertes au S1 2025

A retenir

- Le chiffre d'affaires S1 2025 recule de -5,4% à 3,7 M€
- Réduction sensible de la perte opérationnelle à -3,0 M€ (vs -3,6 M€ au S1 2024)
- La visibilité financière du groupe s'étend jusqu'à mi-novembre

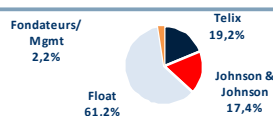
Données financières (en M€)

au 31/12	2024	2025e	2026e	2027e
CA	7,7	6,6	14,0	15,5
var %	-27,0%	-13,6%	110,9%	11,1%
EBE	-4,3	-5,2	-3,1	0,3
% CA	-55,8%	-78,8%	-22,3%	1,8%
ROC	-6,0	-5,9	-4,2	-1,0
% CA	-79,0%	-88,8%	-30,3%	-6,2%
RN	-10,4	-8,3	-5,2	-0,9
% CA	-135,9%	-125,3%	-37,0%	-6,0%
Bnpa (€)	-0,15	-0,10	-0,07	-0,01
ROCE (%)	-80,0%	-76,6%	-26,6%	-5,6%
ROE (%)	49,6%	38,9%	25,4%	0,3%
Gearing (%)	-122,7%	-122,3%	-158,1%	-165,3%
Dette nette	21,8	29,9	30,8	32,1
Dividende n (€)	0,0	0,0	0,0	0,0
Yield (%)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Multiples de valorisation

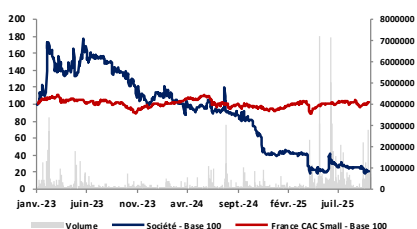
	2024	2025e	2026e	2027e
VE/CA (x)	6,6	5,0	2,5	2,2
VE/EBE (x)	ns	ns	ns	7,9
VE/ROC (x)	-1,7	-1,5	0,0	0,9
P/E (x)	ns	ns	ns	ns

Actionariat



Performances boursières

Performances (%)	Ytd	1m	3m	12m
Perf. Absolue	-52,4%	-23,5%	-24,5%	-76,5%



Publication des résultats semestriels 2025

Mauna Kea a publié cette semaine ses résultats pour le compte du premier semestre 2025. Le chiffre d'affaires du groupe est ressorti en légère baisse de 5% à 3,7 M€. Concernant la rentabilité, le groupe est parvenu à réduire ses pertes opérationnelles de -18% avec un ROP S1 2025 de -3,0 M€ (vs -3,7 M€ au S1 2024). Enfin, la bottom line est restée stable avec un RN de -4,7 M€.

Publication des résultats semestriels 2025

Au niveau de l'activité, le chiffre d'affaires du premier semestre 2025 s'est établi à 3,7 M€, en léger repli de -5% sur un an. Aux États-Unis, l'activité est restée solide avec une hausse de +14% (+17% à taux de change constants), malgré la dépréciation du dollar. La croissance s'est accélérée au T2 (+23% TCC après +11% au T1), portée par le renforcement des équipes commerciales et la progression des ventes de systèmes et de sondes, notamment dans l'indication des kystes pancréatiques. Cette dynamique a largement compensé la baisse des revenus à l'acte (PPU), affectés par la réduction du remboursement Medicare. À noter que le volume des procédures PPU s'est stabilisé autour au-dessus de 8000 par trimestre après avoir progressivement ralenti depuis le T2 2024. En Europe, l'activité a souffert du contexte financier de la société (CA en baisse de -81%), un recul qui a été partiellement compensé par la performance des autres régions.

Réduction des pertes opérationnelles

Au premier semestre, le groupe a annoncé un recul de son taux de marge brute sur les produits par rapport au semestre précédent (taux de marge brute en baisse de 300 bps à 63%). Cette dernière est principalement liée à l'instauration des droits de douane aux États-Unis par l'administration Trump. Néanmoins, la société est parvenue à réduire ses pertes de façon significative. Les frais de R&D ont notamment diminué de -14% grâce aux efforts d'optimisation des coûts menés par l'entreprise. Dans le même temps, les dépenses liées aux ventes et au marketing ont diminué de -27% à la faveur d'une réduction des équipes commerciales américaines (de 8 à 6 collaborateurs). À ce sujet il est par ailleurs intéressant de constater que le chiffre d'affaires annualisé par commercial aux USA est passé de 281 K€ en 2021 (17 collaborateurs) à 913 au T2 2025 (6 collaborateurs). Cela souligne au passage la pertinence de la refonte de la stratégie du groupe entamée en 2022.



Dans le sillage des autres postes de dépense, les frais généraux et administratifs ont également diminué de -13% à 2,0 M€.

Ainsi, Mauna Kea clôture son premier semestre avec un résultat opérationnel de -3,0 M€ en nette amélioration vis-à-vis du premier semestre 2024 (-3,7 M€). Ce constat s'applique également au ROC qui ressort à -2,8 M€, soit une réduction de la perte de -0,9 M€ vs S1 2025. Les charges exceptionnelles de 0,2 M€ sont quant à elles attribuables à la procédure de sauvegarde en cours.

Malgré une bonne gestion des opex, la perte nette s'est élevée à -4,7M€, identique au premier semestre 2024. En effet, porté par les charges d'intérêts sur les emprunts (principalement BEI et PGE) la perte financière s'est envolée à -0,9 M€ contre -0,2 M€ au S1 2024.

Visibilité financière jusqu'à mi-novembre 2025

Au cours du premier semestre, les flux de trésorerie de la société se sont améliorés de 1,6 M€ à -2,2 M€ (vs-2,8 M€ au S1 2025). Cette performance est attribuable à deux facteurs : la bonne gestion des dépenses opérationnelles évoquée précédemment et le gel des décaissements relatifs aux dettes antérieures au 31/03/2025 (dettes fournisseurs, sociales, financières), consécutif à l'ouverture de la procédure de sauvegarde en mars dernier.

Ainsi, la trésorerie du groupe s'est établie à 0,7 M€ à fin juin 2025. Elle a été renforcée en juillet par un financement obligataire convertible de 1,8 M€ souscrit auprès de Vester Finance, offrant à la société une visibilité financière jusqu'à mi-novembre 2025.

Dans le cadre de son plan de sauvegarde, la direction a prévu de lancer une augmentation de capital d'au moins 5 M€ après décision du Tribunal de commerce de Paris, afin d'assainir sa structure financière et de déployer son plan d'affaires. Les votes sur ce projet se sont ouverts le 25 septembre 2025 et doivent s'achever le 2 octobre pour les porteurs de titres, avant l'assemblée des actionnaires prévue le 3 octobre. L'adoption du plan suppose l'approbation d'une majorité des classes affectées ; à défaut, la société aurait été contrainte de basculer vers un plan de cession ou une liquidation judiciaire, sans perspective de retour pour les actionnaires.

Perspectives

Au second semestre 2025, la société entend renforcer sa croissance aux États-Unis, portée par l'adoption de Cellvizio dans les kystes pancréatiques et par l'essor de CellTolerance pour les intolérances alimentaires. L'expansion internationale doit s'accélérer avec le lancement en Australie et l'exploration de nouveaux marchés au Moyen-Orient et en Amérique latine. La société mise aussi sur l'évaluation en cours de Cellvizio par la HAS, susceptible d'ouvrir la voie à un remboursement en 2026, tout en poursuivant des partenariats stratégiques et un assainissement financier visant une rentabilité à horizon 2027. Enfin, l'issue des votes liés à l'abandon des créances ainsi que la potentielle levée de fonds par augmentation de capital seront des éléments déterminants pour l'avenir de la société.

De notre côté, nous abaissons notre prévision de chiffre d'affaires 2025e à 6,6 M€ (vs 10,1 M€ auparavant) afin de refléter les différents vents contraires que la société a rencontrés en 2025. Notre prévision de ROC 2025 est mécaniquement ajustée à -5,9 M€ (vs -4,1 M€ auparavant) en dépit des efforts associés à l'optimisation des coûts.

Recommandation

Suite à cette publication, nous réitérons notre objectif à Achat mais abaissons notre objectif de cours à 0,50€ par action.



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.

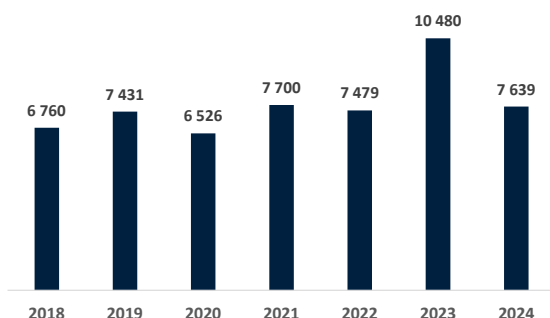
Argumentaire d'investissement

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.

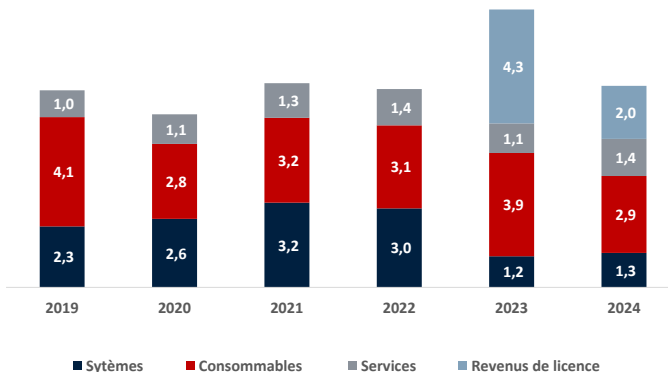
Une nouvelle stratégie basée sur les partenariats. En 2022, le groupe a revu sa stratégie commerciale en réduisant ses forces de ventes notamment aux États-Unis et en s'orientant vers une stratégie de partenariats. Dans ce contexte, Mauna Kea a signé un partenariat stratégique avec le géant chinois Tasly 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€)	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Chiffre d'affaires	7,7	7,5	10,5	7,7	6,6	14,0	15,5
Excédent brut d'exploitation	-10,3	-7,0	-4,0	-4,3	-5,2	-3,1	0,3
Résultat opérationnel courant	-11,3	-9,0	-5,7	-6,0	-5,9	-4,2	-1,0
Résultat opérationnel	-12,2	-9,1	1,2	-6,1	-5,9	-4,2	-1,0
Résultat financier	-1,2	-2,1	-2,0	-2,6	-1,0	-1,0	-0,9
Impôts	0,0	0,0	-0,5	0,0	0,0	0,0	0,0
Mise en équivalence	0,0	0,0	-2,5	-1,7	-1,5	0,0	0,9
Part des minoritaires	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Résultat net	-13,4	-11,2	-3,7	-10,4	-8,3	-5,2	-1,0
Bilan (M€)	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Actifs non courants	6,1	4,7	8,6	7,2	6,9	6,5	6,0
dont goodwill	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
BFR	1,3	1,5	-4,0	-1,5	-1,1	5,5	6,8
Disponibilités + VMP	11,9	3,1	8,0	2,0	2,9	1,5	1,5
Capitaux propres	-10,3	-19,9	-17,3	-24,4	-25,2	-20,4	-19,6
Emprunts et dettes financières	28,7	29,2	29,8	31,9	33,7	33,7	33,7
Total Bilan	24,8	19,8	22,9	16,2	15,5	20,4	21,6
Tableau de flux (M€)	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Marge brute d'autofinancement	-9,8	-8,2	-5,9	-3,8	-9,2	-4,1	1,1
Variation de BFR	-0,5	-0,6	5,2	-2,6	-0,4	-6,6	-1,3
Flux nets de trésorerie généré par l'activité	-10,3	-8,8	-0,8	-6,3	-9,6	-10,7	-0,2
CAPEX nets	-1,1	-0,1	-0,4	-0,2	-0,3	-0,7	-0,8
FCF	-11,4	-9,0	-1,1	-6,5	-9,9	-11,4	-1,0
Augmentation de capital	14,3	0,9	7,4	2,1	9,0	10,0	1,0
Variation emprunts	-0,3	-0,8	-0,8	-1,3	1,8	0,0	0,0
Dividendes versés	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Flux nets de trésorerie liés au financement	14,7	0,1	6,0	0,5	10,8	10,0	1,0
Variation de trésorerie	3,3	-8,7	4,8	-6,0	0,9	-1,4	0,0
Ratios (%)	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Variation chiffre d'affaires	18,0%	-2,9%	40,1%	-27,0%	-13,6%	110,9%	11,1%
Marge EBE	-133,7%	-93,4%	-37,9%	-55,8%	-78,8%	-22,3%	1,8%
Marge opérationnelle courante	-147,1%	-120,1%	-54,3%	-79,0%	-88,8%	-30,3%	-6,2%
Marge opérationnelle	-158,7%	-121,2%	11,8%	-79,5%	-88,8%	-30,3%	-6,2%
Marge nette	-174,6%	-149,5%	-35,6%	-135,9%	-125,9%	-37,5%	-6,5%
CAPEX (% CA)	14,2%	1,9%	3,5%	2,8%	5,0%	5,0%	5,0%
BFR (% CA)	16,5%	20,4%	-37,9%	-20,1%	-17,0%	39,4%	44,0%
ROCE	-115,5%	-107,6%	-92,0%	-80,0%	-76,6%	-26,6%	-5,6%
ROCE hors GW	-115,5%	-107,6%	-92,0%	-80,0%	-76,6%	-26,6%	-5,6%
ROE	130,1%	56,1%	36,2%	49,6%	39,0%	25,6%	0,6%
Payout	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%
Ratios d'endettement	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Gearing (%)	-162,9%	-130,8%	-126,2%	-122,7%	-122,2%	-157,7%	-164,7%
Dettes nette/EBE	-1,6	-3,7	-5,5	-7,0	-5,9	-10,3	114,3
EBE/charges financières	8,4	3,3	2,0	1,6	5,5	3,1	0,3
Valorisation	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Nombre d'actions (en millions)	38,1	44,5	61,6	67,7	79,4	79,4	79,4
Nombre d'actions moyen (en millions)	38,1	44,5	61,6	67,7	79,4	79,4	79,4
Cours (moyenne annuelle en euros)	1,2	0,6	0,6	0,4	0,1	0,1	0,1
(1) Capitalisation boursière moyenne	47,2	26,3	35,1	24,4	6,6	6,6	6,6
(2) Dette nette (+)/trésorerie nette (-)	16,8	26,1	21,8	29,9	30,8	32,3	32,2
(3) Valeur des minoritaires	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
(4) Valeur des actifs financiers	0,0	0,0	-5,2	-4,1	-4,1	-4,1	-4,1
Valeur d'entreprise = (1)+(2)+(3)-(4)	64,0	52,3	51,7	50,2	33,2	34,7	34,7
VE/CA	8,3	7,0	4,9	6,6	5,0	2,5	2,2
VE/EBE	ns	ns	ns	ns	ns	ns	7,9
VE/ROC	ns	ns	ns	ns	ns	ns	ns
P/E	ns	ns	ns	ns	ns	ns	ns
P/B	ns	ns	ns	ns	ns	ns	ns
P/CF	ns	ns	ns	ns	ns	ns	ns
FCF yield (%)	ns	ns	ns	ns	ns	ns	ns
Données par action (€)	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Bnpa	-0,4	-0,3	-0,1	-0,2	-0,1	-0,1	0,0
Book value/action	-0,3	-0,4	-0,3	-0,4	-0,3	-0,3	-0,2
Dividende /action	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 [®]
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



Raphaël GÉNIN - Analyste - 01 44 70 20 70 - rgenin@elcorp.com

