



Capitalisation	36,3
Objectif de cours	0,5€
Cours au 22/04/2026	0,19 €
Potentiel	164,8%

Ticker	Euronext Growth
Nb de titres (en millions)	192 097,3
Volume moyen 12m (titres)	1 242 040
Extrêmes 12m (€)	0,07€/0,23€

Medtech
Flash valeur
23/04/2026

Une année charnière

À retenir

- Les ventes 2025 progressent de +7% à 8,2 M€
- L'EBITDA ajusté s'établit à -3,0 M€, en amélioration de +1,0 M€ vs 2024
- Le RN 2025 est positif et ressort à 10,8 M€ (vs -10,4 M€ en 2024), principalement grâce à l'abandon de créances

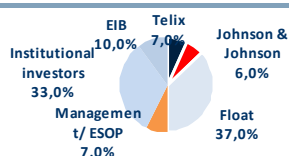
Données financières (en M€)

au 31/12	2024	2025e	2026e	2027e
CA	7,7	8,2	8,3	10,0
var %	-27,0%	7,4%	0,3%	21,2%
EBE	-4,3	-3,0	-3,2	0,3
% CA	-55,8%	-36,5%	-39,1%	2,6%
ROC	-6,0	-5,2	-4,1	-0,5
% CA	-79,0%	-63,2%	-49,4%	-5,4%
RN	-10,4	10,8	-4,2	-0,6
% CA	-135,9%	131,0%	-51,0%	-6,0%
Bnpa (€)	-0,15	0,06	0,00	0,00
ROCE (%)	-80,0%	-61,9%	-42,4%	-4,9%
ROE (%)	49,6%	-98,6%	46,2%	6,9%
Gearing (%)	-122,7%	-88,6%	-100,2%	-112,9%
Dettes nettes	21,8	29,9	7,0	9,1
Dividende n (€)	0,0	0,0	0,0	0,0
Yield (%)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Multiples de valorisation

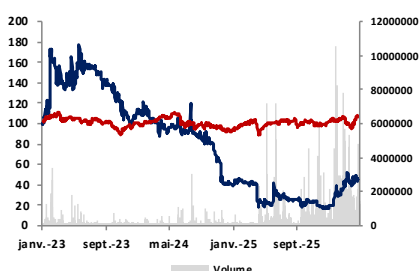
	2024	2025e	2026e	2027e
VE/CA (x)	6,6	4,4	4396,7	3627,4
VE/EBE (x)	ns	ns	ns	14029,3
VE/ROC (x)	-1,7	-3,0	0,0	0,0
P/E (x)	ns	3,3	ns	ns

Actionnariat



Performances boursières

Performances	Ytd	1m	3m	12m
Perf. Absolue	153,4%	6,1%	59,7%	98,1%



Publication des résultats 2025

Mauna Kea Technologies a publié hier soir ses résultats pour le compte de l'exercice 2025. Pour rappel, la société a enregistré une croissance +7% de son chiffre d'affaires à 8,2 M€. D'autre part, l'EBITDA ajusté est ressorti à -3,0 M€ marquant une amélioration de 1,0 M€ par rapport à 2024. Le ROC s'est également amélioré avec -5,2 M€ de pertes contre -6,1 M€ en 2024. En bas de P&L le RNpg est positif à 10,8 M€ (vs -10,4 M€ en 2024) majoritairement soutenu par 21,3 M€ d'abandon de créance liés à la procédure de sauvegarde.

Réduction des pertes en 2025

Sur l'exercice 2025, Mauna Kea a réalisé un chiffre d'affaires de 8,2 M€, en hausse de +7% par rapport à 2024. Cette progression a été principalement portée par les États-Unis, où les ventes ont atteint 4,5 M€ sur l'année, en croissance de +38% à taux de change constant, grâce à la montée en puissance de Cellvizio dans les kystes pancréatiques, tandis que CellTolerance a constitué un second relais de croissance en dépassant 1 M€ de chiffre d'affaires en 2025.

Ajustée des dépréciations de stocks exceptionnelles et des droits de douane américains temporaires (-120 K€), la marge brute sous-jacente s'est établie à 68% en 2025 (70% à taux de change constants), en ligne avec les 69% de 2024 et ce malgré un USD/EUR pénalisant. La hausse du coût des ventes à 2,0 M€ vs 1,2 M€ en 2024 s'est expliquée principalement par un ajustement comptable positif exceptionnel dont avait bénéficié l'exercice 2024, rendant la base de comparaison 2024 artificiellement basse et donc défavorable pour 2025.

La Société a poursuivi ses efforts de réduction des coûts sur l'ensemble de ses lignes opérationnelles : les frais de R&D sont ressortis à 3,4 M€ vs 3,6 M€ en 2024 (-4% YoY), les frais de ventes et marketing à 4,0 M€ vs 4,7 M€ (-14% vs 2024), une baisse réalisée malgré la forte croissance des ventes aux États-Unis, et les frais généraux et administratifs à 3,7 M€ vs 4,4 M€ (-17%), reflétant la discipline financière mise en œuvre dans le cadre de la procédure de sauvegarde. Ces optimisations ont généré une amélioration de +1,0 M€ de l'EBITDA ajusté, qui s'est établi à -3,0 M€ en 2025 vs -4,0 M€ en 2024, et ont permis d'améliorer le résultat opérationnel courant à -5,2 M€ vs -6,0 M€ en 2024 (-14%). Le résultat opérationnel total s'est établi à -6,2 M€ vs -6,1 M€ en 2024, pénalisé par 1,0 M€ de charges non courantes, dont 0,4 M€ de frais de restructuration et



0,6 M€ de dépréciation sans impact cash des systèmes Gen2 initialement destinés à la joint-venture Tasly.

Plus bas dans le P&L, la quote-part dans le résultat de la joint-venture Tasly s'est dégradée à -3,0 M€ vs -1,7 M€ en 2024 (-77%), reflétant la dépréciation des actifs de la JV au cours de l'exercice.

Le résultat financier a quant à lui bondi à 19,9 M€ vs -2,6 M€ en 2024, porté par deux éléments comptables non cash liés à la restructuration : 20,3 M€ d'abandons de créances dans le cadre du plan de sauvegarde et 0,8 M€ de produit d'actualisation des passifs restructurés étalés sur 10 ans.

Au final, le résultat net s'est établi à +10,8 M€ en 2025 vs -10,4 M€ en 2024, un retournement important qui reflète toutefois principalement les effets comptables non récurrents liés à la restructuration financière, sans impact sur la trésorerie. En excluant l'impact des abandons de créances et de l'actualisation des passifs restructurés, le RN 2025 est ressorti à -10,3 M€, en légère amélioration par rapport à 2024 (-10,4 M€).

Horizon de trésorerie dégagé

Le plan de sauvegarde a permis de ramener la dette financière totale de c.40 M€ avant restructuration à 12 M€, grâce à 21,3 M€ d'abandons de créances non récurrents et sans impact cash. Sur le plan des flux de trésorerie, la consommation opérationnelle s'est améliorée à -4,2 M€ en 2025 vs -6,3 M€ en 2024 hors revenus de licence, reflétant une gestion stricte du besoin en fonds de roulement. Suite à l'augmentation de capital de 6,1 M€ réalisée en novembre 2025 pour sécuriser la sortie de sauvegarde, la Société affichait une trésorerie de 5,0 M€ au 31 décembre 2025, assurant une visibilité financière jusqu'au début du T2 2027. La conversion des BSA, dont 2,05 millions ont déjà été exercés sur un total de 70,0 millions restants, prolongerait cet horizon au-delà de 2028.

Perspectives

Comme évoqué dans notre flash du 16 avril dernier, la dynamique commerciale s'est nettement accélérée en ce début d'année, avec des ventes de produits au T1 2026 à 1,5 M€ (+68% à TCC vs T1 2025), portées par une hausse de +85% des placements de systèmes aux États-Unis et une croissance internationale à trois chiffres (+326% à TCC) tirée par CellTolerance.

À noter que le T1 représente historiquement seulement c.15% des ventes annuelles, ce qui augure d'une base prometteuse pour l'ensemble de l'exercice. Sur le plan réglementaire, l'obtention du marquage CE MDR et les nouvelles approbations au Royaume-Uni et en Suisse ouvrent de nouveaux débouchés à l'international, tandis que le partenariat TaeWoong Medical USA devrait générer ses premières ventes dès le T2 2026.

Nous maintenons nos estimations inchangées, avec un chiffre d'affaires 2026e à 8,3 M€ et un EBE ajusté à -3,2 M€, le management visant toujours la rentabilité en 2027.

Recommandation

Suite à cette publication, nous réitérons notre objectif à Achat et 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.

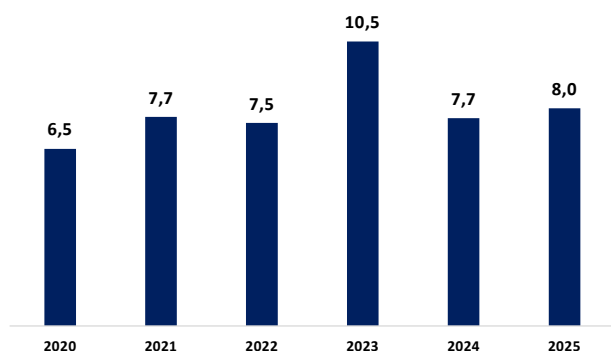
Argumentaire d'investissement

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.

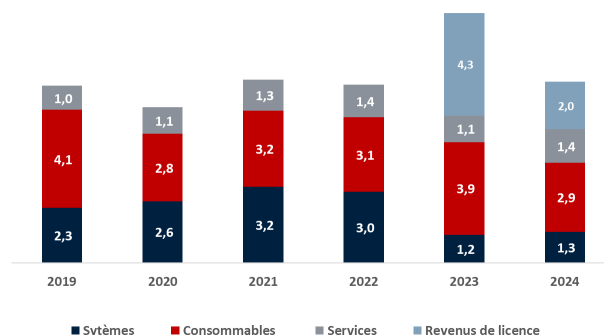
Une nouvelle stratégie basée sur les partenariats. En 2022, le groupe a revu sa stratégie commerciale en réduisant ses forces de ventes notamment aux États-Unis et en s'orientant vers une stratégie de partenariats. Dans ce contexte, Mauna Kea a signé un partenariat stratégique avec le géant chinois Tasly 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€)	2020	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Chiffre d'affaires	6,5	7,7	7,5	10,5	7,7	8,2	8,3	10,0
Excédent brut d'exploitation	-10,8	-10,3	-7,0	-4,0	-4,3	-3,0	-3,2	0,3
Résultat opérationnel courant	-12,0	-11,3	-9,0	-5,7	-6,0	-5,2	-4,1	-0,5
Résultat opérationnel	-11,8	-12,2	-9,1	1,2	-6,1	-6,2	-4,1	-0,5
Résultat financier	-1,0	-1,2	-2,1	-2,0	-2,6	19,9	-0,1	-0,1
Impôts	0,0	0,0	0,0	-0,5	0,0	15,0	0,0	0,0
Mise en équivalence	0,0	0,0	0,0	-2,5	-1,7	-3,0	0,0	0,0
Part des minoritaires	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Résultat net	-12,8	-13,4	-11,2	-3,7	-10,4	10,8	-4,2	-0,6
Bilan (M€)	2020	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Actifs non courants	6,1	6,1	4,7	8,6	7,2	6,6	6,2	5,9
dont goodwill	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
BFR	0,3	1,3	1,5	-4,0	-1,5	-0,3	1,0	2,4
Disponibilités + VMP	8,6	11,9	3,1	8,0	2,0	5,0	2,9	2,2
Capitaux propres	-12,1	-10,3	-19,9	-17,3	-24,4	-7,9	-9,1	-8,7
Emprunts et dettes financières	27,0	28,7	29,2	29,8	31,9	12,0	12,0	12,0
Total Bilan	20,6	24,8	19,8	22,9	16,2	18,8	16,5	17,2
Tableau de flux (M€)	2020	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Marge brute d'autofinancement	-9,6	-9,8	-8,2	-5,9	-3,8	8,8	-3,4	0,2
Variation de BFR	1,7	-0,5	-0,6	5,2	-2,6	-1,2	-1,4	-1,4
Flux nets de trésorerie généré par l'activité	-8,0	-10,3	-8,8	-0,8	-6,3	7,6	-4,7	-1,2
CAPEX nets	-1,1	-1,1	-0,1	-0,4	-0,2	-0,4	-0,4	-0,5
FCF	-9,1	-11,4	-9,0	-1,1	-6,5	7,2	-5,1	-1,7
Augmentation de capital	0,0	14,3	0,9	7,4	2,1	8,7	3,0	1,0
Variation emprunts	9,4	-0,3	-0,8	-0,8	-1,3	-19,9	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	7,7	14,7	0,1	6,0	0,5	-11,2	3,0	1,0
Variation de trésorerie	-1,4	3,3	-8,7	4,8	-6,0	-16,2	-2,1	-0,7
Ratios (%)	2020	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Variation chiffre d'affaires	-12,2%	18,0%	-2,9%	40,1%	-27,0%	7,4%	0,3%	21,2%
Marge EBE	-165,7%	-133,7%	-93,4%	-37,9%	-55,8%	-36,5%	-39,1%	2,6%
Marge opérationnelle courante	-183,3%	-147,1%	-120,1%	-54,3%	-79,0%	-63,2%	-49,4%	-5,4%
Marge opérationnelle	-181,1%	-158,7%	-121,2%	11,8%	-79,5%	-74,9%	-49,4%	-5,4%
Marge nette	-196,0%	-174,6%	-149,5%	-35,6%	-135,9%	131,0%	-51,0%	-6,0%
CAPEX (% CA)	16,6%	14,2%	1,9%	3,5%	2,8%	5,0%	5,0%	5,0%
BFR (% CA)	4,8%	16,5%	20,4%	-37,9%	-20,1%	-4,1%	12,3%	24,2%
ROCE	-123,4%	-115,5%	-107,6%	-92,0%	-80,0%	-61,9%	-42,4%	-4,9%
ROCE hors GW	-123,4%	-115,5%	-107,6%	-92,0%	-80,0%	-61,9%	-42,4%	-4,9%
ROE	105,9%	130,1%	56,1%	36,2%	49,6%	-98,6%	46,2%	6,9%
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	2020	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Gearing (%)	-152,0%	-162,9%	-130,8%	-126,2%	-122,7%	-88,6%	-100,2%	-112,9%
Dettes nette/EBE	-1,7	-1,6	-3,7	-5,5	-7,0	-2,3	-2,8	38,0
EBE/charges financières	11,1	8,4	3,3	2,0	1,6	0,2	24,3	4,7
Valorisation	2020	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Nombre d'actions (en millions)	30,5	38,1	44,5	61,6	67,7	174,9	192 097,3	192 097,3
Nombre d'actions moyen (en millions)	30,5	38,1	44,5	61,6	67,7	174,9	192 097,3	192 097,3
Cours (moyenne annuelle en euros)	1,3	1,2	0,6	0,6	0,4	0,2	0,2	0,2
(1) Capitalisation boursière moyenne	38,5	47,2	26,3	35,1	24,4	33,0	36 268,0	36 268,0
(2) Dette nette (+) / trésorerie nette (-)	18,4	16,8	26,1	21,8	29,9	7,0	9,1	9,8
(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	-5,2	-4,1	-4,1	-4,1	-4,1
Valeur d'entreprise = (1)+(2)+(3)-(4)	56,8	64,0	52,3	51,7	50,2	35,9	36 272,9	36 273,6
VE/CA	8,7	8,3	7,0	4,9	6,6	4,4	4 396,7	3 627,4
VE/EBE	ns	ns	ns	ns	ns	ns	ns	14 029,3
VE/ROC	ns	ns	ns	ns	ns	ns	ns	ns
P/E	ns	ns	ns	ns	ns	3,3	ns	ns
P/B	ns	ns	ns	ns	ns	ns	ns	ns
P/CF	ns	ns	ns	ns	ns	4,4	ns	ns
FCF yield (%)	ns	ns	ns	ns	ns	ns	ns	ns
Données par action (€)	2020	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Bnpa	-0,4	-0,4	-0,3	-0,1	-0,2	0,1	0,0	0,0
Book value/action	-0,4	-0,3	-0,4	-0,3	-0,4	0,0	0,0	0,0
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 [®]
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

