



Capitalisation	22,0	Ticker	Euronext Growth	Medtech
Objectif de cours	0,5€	Nb de titres (en millions)	195 260,2	Flash valeur
Cours au 12/10/2026	0,11 €	Volume moyen 12m (titres)	1 113 019	13/10/2026
Potentiel	344,0%	Extrêmes 12m (€)	0,07€/0,23€	

Bonne entame sur la top line

À retenir

- Le CA S1 2026 ressort à 3,2 M€, en hausse de +37% YoY
- Recul du ROC S1 2026 à -4,2 M€ et -2,8 M€ au S1 2025
- Visibilité financière étendue jusqu'à fin 2027 (vs mi-2027 précédemment)

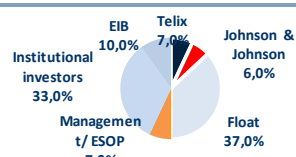
Données financières (en M€)

au 31/12	2025	2026e	2027e	2028e
CA	8,2	8,3	10,5	11,7
var %	7,4%	0,3%	27,3%	11,4%
EBE	-4,0	-3,4	0,1	0,5
% CA	-48,6%	-41,4%	0,5%	4,0%
ROC	-5,2	-4,1	-0,8	-0,5
% CA	-63,2%	-49,4%	-7,5%	-4,0%
RN	10,8	-4,2	-0,8	-0,5
% CA	131,0%	-51,0%	-8,0%	-4,2%
Bnpp (€)	0,06	-0,02	0,00	0,00
Dette nette	29,9	7,1	14,0	14,4
Dividende n (€)	0,0	0,0	0,0	0,0
Yield (%)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Multiples de valorisation

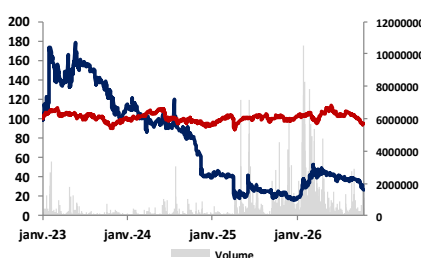
	2025	2026e	2027e	2028e
VE/CA (x)	3,3	1,7	1,4	1,3
VE/EBE (x)	ns	ns	25,6	2,7
VE/ROC (x)	ns	ns	ns	ns
P/E (x)	2,5	ns	ns	ns

Actionariat



Performances boursières

Performances	Ytd	1m	3m	12m
Perf. Absolue	54,0%	-26,5%	-32,2%	9,1%



Publication des résultats S1 2026

Mauna Kea Technologies a dévoilé ses résultats pour le compte du premier semestre 2026. Pour rappel, la société avait déjà fait état de revenus en hausse de +37% à 3,2 M€. Au niveau de la rentabilité, le ROC s'est établi à -4,2 M€ traduisant une dégradation sensible par rapport au premier semestre 2025 (-2,8 M€). En bas de P&L, le résultat net est resté proche des niveaux observés au terme du S1 2025 à -4,8 M€ (vs -4,7 M€ au S1 2025).

Une top line dynamique (hors Tasly)

Pour rappel, le chiffre d'affaires produits et services a progressé de +37% à 3,2 M€ au S1 2026, contre 2,3 M€ un an plus tôt, soit une croissance de 0,9 M€. Par catégorie de revenus, cette progression a principalement été portée par les ventes de systèmes, qui ont bondi de +73% à 1,2 M€, suivies des consommables (+27% à 1,5 M€) et des services (+12% à 0,5 M€). Sur le plan géographique, la croissance s'est concentrée sur l'Europe et le Reste du monde, dont les revenus ont atteint 1,1 M€, contre 0,3 M€ au S1 2025, sous l'impulsion du déploiement de CellTolerance.

L'activité a notamment bénéficié d'une bonne dynamique en Allemagne et en Suisse, ainsi que de premières ventes sur de nouveaux marchés, dont les Émirats arabes unis, l'Australie et l'Espagne. À l'inverse, les États-Unis, premier marché du Groupe, ont enregistré une activité stable à 2,0 M€, la nouvelle organisation commerciale n'ayant pas encore produit ses effets. Enfin, le chiffre d'affaires total publié a reculé de -13% à 3,2 M€, contre 3,7 M€ au S1 2025, une baisse exclusivement comptable liée à la fin de la reconnaissance des revenus de licence non monétaires de Tasly (1,4 M€ au S1 2025).

Marge brute en hausse, investissements commerciaux soutenus

Au niveau de la rentabilité, le taux de marge brute sur les produits et services s'est amélioré de +200 bps à 65%, contre 63% au S1 2025. Cette progression a reflété une meilleure absorption des coûts des produits vendus, qui ont augmenté de +28% à 1,1 M€, soit un rythme inférieur à celui du chiffre d'affaires (+37%).

En valeur, la marge brute a ainsi progressé de +43% à 2,1 M€, contre 1,5 M€ un an auparavant. Au niveau des charges opérationnelles, les dépenses de ventes et marketing ont augmenté de +24% à 2,3 M€, en lien avec le renforcement des équipes commerciales américaines et le développement



du réseau de distribution international de CellTolerance. À l'inverse, les dépenses de R&D (-3% à 1,6 M€) et les frais généraux (-2% à 2,0 M€) ont été légèrement réduits. Le ROC s'est établi à -4,2 M€, contre -2,8 M€ au S1 2025, une évolution principalement imputable à l'arrêt de la comptabilisation des revenus de licence Tasly (1,4 M€ au S1 2025).

Hors cet effet non monétaire, la perte opérationnelle courante s'est légèrement améliorée, à -4,2 M€ contre -4,15 M€ un an plus tôt. Enfin, la perte nette est ressortie à -4,8 M€, contre -4,7 M€ au S1 2025, bénéficiant d'une réduction des charges financières à la suite de la restructuration de la dette finalisée en novembre 2025.

Visibilité étendue à 2027

Au niveau de la structure financière, les flux de trésorerie opérationnels sont ressortis à -2,8 M€ au S1 2026, contre -2,2 M€ un an plus tôt. Cette consommation de cash a principalement résulté d'une capacité d'autofinancement négative de -3,3 M€, dont l'impact a été partiellement atténué par une variation favorable du BFR de +0,5 M€, notamment grâce à l'amélioration du recouvrement clients et à la diminution des stocks.

En parallèle, les opérations de financement ont apporté 0,2 M€ de liquidités, permettant de limiter la contraction de la trésorerie, qui est passée de 5,0 M€ à fin décembre 2025 à 2,3 M€ au 30 juin 2026.

L'endettement financier brut s'est, quant à lui, établi à 11,8 M€, essentiellement composé du financement accordé par la BEI, dont les modalités ont été réaménagées fin 2025. Le principal élément de soutien financier est toutefois intervenu après la clôture du semestre, avec l'augmentation de 4,0 M€ à 5,0 M€ de la facilité de financement mise à disposition par Vester Finance.

Cette enveloppe, mobilisable selon les besoins de Mauna Kea, offre une marge de manœuvre supplémentaire, avec la possibilité d'un remboursement en actions impliquant une dilution potentielle. Compte tenu de ce dispositif, le management a confirmé un horizon de financement couvrant les besoins du Groupe jusqu'à fin 2027.

Enfin, les 69 millions de BSA non encore exercés pourraient, à terme, apporter jusqu'à 8,4 M€ de ressources additionnelles, sous réserve de leur exercice.

Perspectives

Au niveau des perspectives, Mauna Kea entend poursuivre le déploiement international de CellTolerance, soutenu par l'ouverture de nouveaux marchés et le renforcement de son réseau commercial. Aux États-Unis, la montée en puissance des équipes récemment recrutées devrait favoriser une utilisation accrue de Cellvizio. En parallèle, les avancées cliniques devraient contribuer à accélérer l'adoption de la technologie, tandis que la visibilité financière étendue jusqu'à fin 2027 permettra au Groupe de poursuivre sa stratégie de développement.

Concernant nos estimations pour l'exercice 2026, nous tablons toujours sur un CA de 8,3 M€ et un EBE de -3,4 M€. Cela traduit notamment une croissance flat sur l'ensemble des revenus du groupe. En effet Mauna Kea ne s'appuiera pas cette année sur 2,4 M€ de revenus de licence obtenus en 2025 auprès de Tasly. Cela met toutefois en valeur la bonne tenue des ventes de la société sur l'ensemble de ses activités.

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.

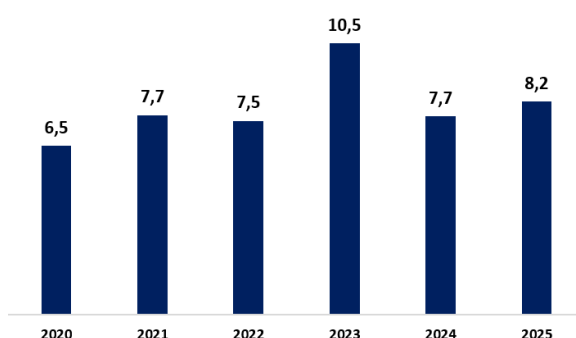
Argumentaire d'investissement

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.

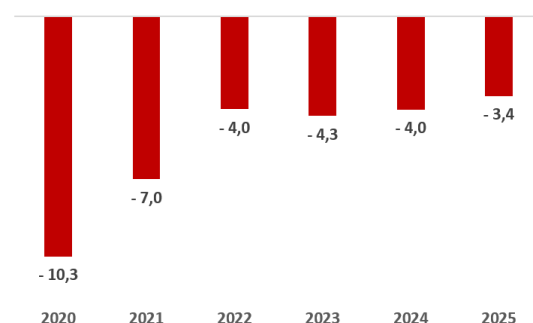
Un bilan assaini après la procédure de sauvegarde. Ouverte en mars 2025 puis finalisée en novembre, la procédure a permis de réduire de 70 % la dette financière, passée d'environ 40 M€ à 12 M€. Le solde sera remboursé sur dix ans, dont 90 % entre fin 2029 et fin 2035. L'augmentation de capital de 6,1 M€ réalisée parallèlement a porté la trésorerie à 5,0 M€ fin 2025 et assure un horizon jusqu'au deuxième trimestre 2027. Cette visibilité est renforcée par une avance optionnelle de 4 M€ conclue avec Vester Finance, encore non tirée en juillet 2026.

Une croissance accélérée et une trajectoire vers l'équilibre. Au premier semestre 2026, les ventes hors licences ont atteint 3,2 M€, en hausse de 44 % à taux de change constants. La progression est portée par l'adoption de Cellvizio dans les kystes pancréatiques aux États-Unis et par CellTolerance, dont les revenus ont augmenté de 145 % à 0,9 M€. Cette dynamique s'accompagne d'un redressement opérationnel : l'EBITDA ajusté est passé de -4,0 M€ en 2024 à -3,0 M€ en 2025, tandis que la consommation de trésorerie opérationnelle a reculé de 34 %. Le groupe confirme ainsi son objectif de rentabilité d'ici fin 2027.

Evolution annuelle du CA 2020-2025(en M€)



Evolution annuelle de l'EBE 2020-2025(en M€)



Compte de résultat (M€)	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e
Chiffre d'affaires	6,5	7,7	7,5	10,5	7,7	8,2	8,3	10,5	11,7
Excédent brut d'exploitation	-10,8	-10,3	-7,0	-4,0	-4,3	-4,0	-3,4	0,1	0,5
Résultat opérationnel courant	-12,0	-11,3	-9,0	-5,7	-6,0	-5,2	-4,1	-0,8	-0,5
Résultat opérationnel	-11,8	-12,2	-9,1	1,2	-6,1	-6,2	-4,1	-0,8	-0,5
Résultat financier	-1,0	-1,2	-2,1	-2,0	-2,6	19,9	-0,1	-0,1	0,0
Impôts	0,0	0,0	0,0	-0,5	0,0	15,0	0,0	0,0	0,0
Mise en équivalence	0,0	0,0	0,0	-2,5	-1,7	-3,0	0,0	0,0	0,0
Part des minoritaires	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Résultat net	-12,8	-13,4	-11,2	-3,7	-10,4	10,8	-4,2	-0,8	-0,5
Bilan (M€)	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e
Actifs non courants	6,1	6,1	4,7	8,6	7,2	2,4	2,1	1,8	1,5
dont goodwill	0,0	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	0,9	3,8	5,7	7,0
Disponibilités + VMP	8,6	11,9	3,1	8,0	2,0	5,0	-1,9	-2,3	-2,7
Capitaux propres	-12,1	-10,3	-19,9	-17,3	-24,4	-4,8	-9,0	-7,9	-7,4
Emprunts et dettes financières	27,0	28,7	29,2	29,8	31,9	12,1	12,1	12,1	12,1
Total Bilan	20,6	24,8	19,8	22,9	16,2	13,4	7,6	9,1	9,8
Tableau de flux (M€)	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e
Marge brute d'autofinancement	-9,6	-9,8	-8,2	-5,9	-3,8	-2,9	-3,5	0,0	0,4
Variation de BFR	1,7	-0,5	-0,6	5,2	-2,6	-0,8	-2,9	-1,9	-1,3
Flux nets de trésorerie généré par l'activité	-8,0	-10,3	-8,8	-0,8	-6,3	-3,7	-6,4	-1,9	-0,8
CAPEX nets	-1,1	-1,1	-0,1	-0,4	-0,2	-0,2	-0,4	-0,5	-0,6
FCF	-9,1	-11,4	-9,0	-1,1	-6,5	-3,9	-6,8	-2,4	-1,4
Augmentation de capital	0,0	14,3	0,9	7,4	2,1	7,3	0,0	2,0	1,0
Variation emprunts	9,4	-0,3	-0,8	-0,8	-1,3	-0,3	0,0	0,0	0,0
Dividendes versés	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Flux nets de trésorerie liés au financement	7,7	14,7	0,1	6,0	0,5	6,9	0,0	2,0	1,0
Variation de trésorerie	-1,4	3,3	-8,7	4,8	-6,0	3,0	-6,8	-0,4	-0,4
Ratios (%)	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e
Variation chiffre d'affaires	-12,2%	18,0%	-2,9%	40,1%	-27,0%	7,4%	0,3%	27,3%	11,4%
Marge EBE	-165,7%	-133,7%	-93,4%	-37,9%	-55,8%	-48,6%	-41,4%	0,5%	4,0%
Marge opérationnelle courante	-183,3%	-147,1%	-120,1%	-54,3%	-79,0%	-63,2%	-49,4%	-7,5%	-4,0%
Marge opérationnelle	-181,1%	-158,7%	-121,2%	11,8%	-79,5%	-74,9%	-49,4%	-7,5%	-4,0%
Marge nette	-196,0%	-174,6%	-149,5%	-35,6%	-135,9%	131,0%	-51,0%	-8,0%	-4,2%
CAPEX (% CA)	16,6%	14,2%	1,9%	3,5%	2,8%	2,4%	5,0%	5,0%	5,0%
BFR (% CA)	4,8%	16,5%	20,4%	-37,9%	-20,1%	11,0%	46,0%	54,2%	59,6%
ROCE	-123,4%	-115,5%	-107,6%	-92,0%	-80,0%	-118,3%	-51,5%	-7,8%	-4,2%
ROCE hors GW	-123,4%	-115,5%	-107,6%	-92,0%	-80,0%	-118,3%	-51,5%	-7,8%	-4,2%
ROE	105,9%	130,1%	56,1%	36,2%	49,6%	-161,6%	46,6%	10,7%	6,7%
Payout	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Dividend yield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Ratios d'endettement	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e
Gearing (%)	-152,0%	-162,9%	-130,8%	-126,2%	-122,7%	-147,5%	-154,6%	-182,7%	-201,2%
Dettes nette/EBE	-1,7	-1,6	-3,7	-5,5	-7,0	-1,8	-4,1	268,6	31,8
EBE/charges financières	11,1	8,4	3,3	2,0	1,6	0,2	25,2	0,9	21,0
Valorisation	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e
Nombre d'actions (en millions)	30,5	38,1	44,5	61,6	67,7	174,9	0,2	0,2	0,2
Nombre d'actions moyen (en millions)	30,5	38,1	44,5	61,6	67,7	174,9	0,2	0,2	0,2
Cours (moyenne annuelle en euros)	1,3	1,2	0,6	0,6	0,4	0,1	0,1	0,1	0,1
(1) Capitalisation boursière moyenne	38,5	47,2	26,3	35,1	24,4	19,7	0,0	0,0	0,0
(2) Dette nette (+)/trésorerie nette (-)	18,4	16,8	26,1	21,8	29,9	7,1	14,0	14,4	14,8
(3) Valeur des minoritaires	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
(4) Valeur des actifs financiers	0,0	0,0	0,0	-5,2	-4,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Valeur d'entreprise = (1)+(2)+(3)-(4)	56,8	64,0	52,3	51,7	50,2	26,8	14,0	14,4	14,8
VE/CA	8,7	8,3	7,0	4,9	6,6	3,3	1,7	1,4	1,3
VE/EBE	ns	ns	ns	ns	ns	ns	ns	25,6	2,7
VE/ROC	ns	ns	ns	ns	ns	ns	ns	ns	ns
P/E	ns	ns	ns	ns	ns	2,5	ns	ns	ns
P/B	ns	ns	ns	ns	ns	ns	ns	ns	ns
P/CF	ns	ns	ns	ns	ns	ns	ns	ns	ns
FCF yield (%)	ns	ns	ns	ns	ns	ns	ns	ns	ns
Données par action (€)	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e
Bnpa	-0,4	-0,4	-0,3	-0,1	-0,2	0,1	0,0	0,0	0,0
Book value/action	-0,4	-0,3	-0,4	-0,3	-0,4	0,0	-46,2	-40,3	-37,7
Dividende /action	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0



Système de recommandations :

Les recommandations d'EuroLand Corporate portent sur les douze prochains mois et sont définies comme suit :

- Achat** : Potentiel de hausse du titre supérieur à 15% en absolu par rapport au cours actuel, assorti d'une qualité des fondamentaux.
Accumuler : Potentiel de hausse du titre compris entre 0% et 15% en absolu par rapport au cours actuel.
Neutre : Potentiel du titre compris entre -5% et +5% en absolu par rapport au cours actuel.
Alléger : Potentiel de baisse du titre compris entre 0% et 15% en absolu par rapport au cours actuel.
Vente : Potentiel de baisse du titre supérieur à 15% en absolu par rapport au cours actuel, valorisation excessive.
Sous revue : La recommandation est sous revue en raison d'une opération capitalistique (OPA / OPE / Augmentation de capital...), d'un changement d'analyste ou d'une situation de conflit d'intérêt temporaire entre EuroLand Corporate et l'émetteur.

Historique de recommandations :

Achat : Depuis le 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

