

# valbiotis®

## Achat

|                     |        |                            |              |
|---------------------|--------|----------------------------|--------------|
| Capitalisation (M€) | 23,1   | Ticker                     | Biotech      |
| Objectif de cours   | 2,16 € | Nb de titres (en millions) | 23,7         |
| Cours au 02/03/2026 | 0,98 € | Volume moyen 12m (titres)  | 208 437      |
| Potentiel           | 122%   | Extrêmes 12m (€)           | 0,54€/1,30€  |
|                     |        |                            | Flash valeur |
|                     |        |                            | 03/03/2026   |

## Forte réduction des coûts de fonctionnement

### A retenir

- Des résultats actant l'évolution de la société
- Structure de coûts désormais peu évolutive
- Perspectives et OC confirmés

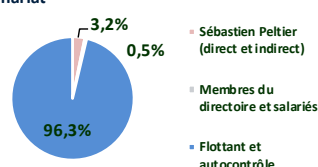
#### Données financières (en M€)

| au 31/12        | 2025    | 2026e   | 2027e   | 2028e   |
|-----------------|---------|---------|---------|---------|
| CA              | 0,9     | 3,8     | 13,3    | 22,5    |
| var %           | 417,4%  | 314,5%  | 253,2%  | 69,8%   |
| EBE             | -9,2    | -8,1    | -4,9    | -0,2    |
| % CA            | ns      | ns      | ns      | ns      |
| ROC             | -9,5    | -8,3    | -5,2    | -0,4    |
| % CA            | ns      | ns      | ns      | ns      |
| RN              | -9,4    | -8,4    | -5,4    | -0,7    |
| % CA            | ns      | ns      | ns      | ns      |
| Bnpa (€)        | -0,40   | -0,35   | -0,23   | -0,03   |
| ROCE (%)        | -180,6% | -167,4% | -64,7%  | -4,7%   |
| ROE (%)         | -135,3% | -181,7% | -461,0% | -127,9% |
| Gearing (%)     | -51,5%  | -30,7%  | 399,6%  | 1222,3% |
| Dette nette     | -3,6    | -1,4    | 4,7     | 6,3     |
| Dividende n (€) | 0,0     | 0,0     | 0,0     | 0,0     |
| Yield (%)       | 0,0%    | 0,0%    | 0,0%    | 0,0%    |

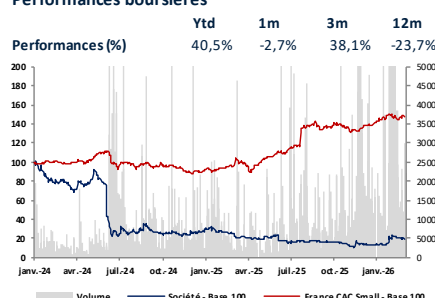
#### Multiples de valorisation

|            | 2025 | 2026e | 2027e | 2028e  |
|------------|------|-------|-------|--------|
| VE/CA (x)  | 19,8 | 5,5   | 2,0   | 1,3    |
| VE/EBE (x) | -2,0 | -2,6  | -5,5  | -163,3 |
| VE/ROC (x) | -1,9 | -2,5  | -5,2  | -66,3  |
| P/E (x)    | -2,4 | -2,8  | -4,3  | -35,0  |

#### Actionariat



#### Performances boursières



### Amélioration opérationnelle significative

Pour rappel, le chiffre d'affaires de l'exercice 2025 s'établit à 0,91 M€, en croissance de plus de 400% (0,18 M€ en 2024) et se caractérise par une forte montée en puissance des gammes commercialisées en 2024, dont le chiffre d'affaires a triplé, ainsi que par le lancement commercial au S1 2025 de nouveaux produits, dont deux dans la gamme ValbiotisPro® (Santé métabolique et Cardio circulation).

Corrélativement la société a fortement réduit ses coûts de fonctionnement du fait de la fermeture de son centre de R&D de Riom et de sa filiale canadienne (fin 2024). La perte opérationnelle ressort ainsi à -9,49 M€ (vs -9,25M€ attendu et -10,42 M€ au 31-12-2024). On notera toutefois que la société avait enregistré un produit de 3,51 M€ en 2024 suite à l'arrêt de son contrat avec NHS. Retraitée de ce produits « exceptionnel », la perte opérationnelle 2024 serait de 13,93 M€, soit une réduction de la perte de 4,44 M€ en 2025.

Le programme principal de R&D étant désormais achevé, la société a principalement alloué ses ressources à la commercialisation de ses produits. Ainsi les dépenses de ventes et marketing augmentent 0,78 M€ passant de 4,36 M€ à fin 2024 à 5,14 M€ au 31/12/25. En revanche, toutes les autres divisions ont des charges opérationnelles en baisse.

Compte tenu de la fermeture du centre de Riom et de la fin des principales études cliniques, les charges de R&D baissent de 3,72 M€, passant de 4,64 M€ à 0,92 M€. Les mesures d'économies engagées ont, quant à elles, permis de réduire les frais généraux de 1 M€, la charge de cette division passant de 3,10 M€ à 2,10 M€. Les coûts logistiques sont également bien maîtrisés passant de 2,34 M€ à fin 2024 à 2,07 M€ à fin 2025.

Par nature, les charges de personnel sont en recul de 1 M€, malgré les recrutements de commerciaux, du fait de la baisse des effectifs en R&D. Concernant les charges externes, le gain est de 2,24 M€. On notera également une baisse des achats et variations de stocks à hauteur de 0,59 M€ et des DAP pour près de 0,20 M€.

Après prise en compte d'une charge financière de 0,08 M€ (vs 0,43 M€ au 31/12/2024) et en l'absence d'IS, le résultat net ressort à -9,42 M€ (vs -9,16 M€ attendu et -10,03 M€ au 31/12.2024).

#### Situation financière saine

La société a réalisé une augmentation de capital de 5,7 M€ au cours de l'exercice. Ainsi au 31 décembre 2025, elle dispose de fonds propres de près de 7 M€ et d'une trésorerie confortable de 8,7 M€, ainsi que d'une dette nette négative.

Pour autant la montée en puissance de son activité nécessitera, selon nos estimations, des financements additionnels sur les deux prochains exercices, que nous avons estimés à 13M€ au total, pour partie en capital et pour partie en endettement.

#### Perspectives

Les résultats sont proches de nos attentes et confortent nos perspectives à ce stade.

La croissance du chiffre d'affaires devrait être soutenue par la poursuite des acquisitions clients tant en BtoB que BtoC, la hausse du panier moyen, un taux de réassort en augmentation dans les officines, le lancement de nouveaux produits (un nouveau produit : ValbiotisPlus® ménopause a d'ores et déjà été lancé début février) et le développement à l'international, au travers de deux partenariats stratégiques en Asie et au Moyen-Orient. Certes, la situation géopolitique au Moyen Orient est pour l'instant très instable, mais, à ce stade la première étape du calendrier est d'obtenir les autorisations réglementaires.

En termes de charges, la structure devrait peu évoluer à l'exception des recrutements commerciaux, et le poids relatif des charges d'exploitation devrait donc régulièrement se réduire. La société devrait ainsi tendre vers l'équilibre dès 2028 et être bénéficiaire en 2029.

#### Recommandation

Nous réitérons notre recommandation Achat et notre OC à 2,16€.

## Présentation de la société

Créé en 2014, et cotée sur Euronext Growth, Valbiotis est un laboratoire français spécialisé dans le domaine de la nutraceutique. Après 10 ans de R&D intensive, la société, qui conçoit et développe ses compléments alimentaires comme des médicaments, a lancé en 2024-2025 une gamme de formulations innovantes dédiée à la prévention des dysfonctionnements cardio-métaboliques.

La qualité de ses produits, les besoins avérés du marché et les partenariats conclus à l'international augurent d'un beau potentiel de croissance, qui a commencé à se concrétiser dès 2025.

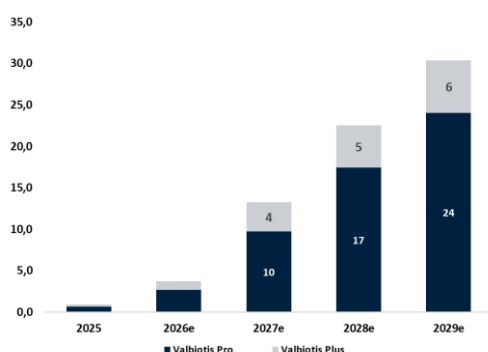
## Argumentaire d'investissement

**Un des rares acteurs ayant validé scientifiquement l'efficacité de ses produits:** Dans un contexte de renforcement des exigences, tant réglementaires que sectorielles, Valbiotis bénéficie d'atouts considérables pour imposer ses produits sur un marché du complément alimentaire où peu d'acteurs peuvent faire état de validations cliniques solides : 1/ recherche faite en amont sur le développement de ses formulations, ayant donné lieu au dépôt de plusieurs brevets, 2/ études précliniques et cliniques ayant démontrées la sécurité et l'efficacité de ses formulations 3/ nombreuses présentations congrès et publications scientifiques validant la qualité de sa recherche 4/ présence de ses produits dans le Vidal, gage de qualité tant pour les professionnels que les consommateurs.

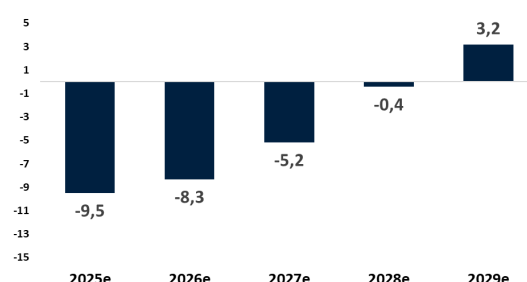
**Un marché en demande de produits innovants :** Considérés comme étant l'alternative la plus crédible à la médecine allopathique pour prendre soin de sa santé, les compléments alimentaires prennent de plus en plus de place dans les rayons des officines. Néanmoins, sur ce marché, attendu en croissance de 9,1% par an en moyenne et qui pourrait représenter 219,3 mds\$ au niveau mondial en 2034, selon les études, la demande s'oriente plutôt vers des produits hauts de gamme ayant fait l'objet d'essais cliniques et composés d'ingrédients innovants, à l'image de ceux développés par Valbiotis.

**Un démarrage commercial très prometteur et de belles perspectives:** Lancé en 2024 et 2025 ses deux gammes complémentaires : ValbiotisPRO®, dédiée à la prévention des dysfonctionnements cardio-métabolique, et ValbiotisPLUS®, plus largement axée sur l'amélioration de la santé au quotidien, bénéficient déjà d'une adoption croissante, tant des professionnels que des consommateurs, dans un contexte où, face à la croissance préoccupante des maladies cardio-métaboliques, la prévention devient un véritable enjeu sociétal mondial. Ainsi, la société offre de belles perspectives en France comme à l'International, grâce à ses deux partenariats signés en Asie et au Moyen-Orient, zones de forte prévalence des maladies cardio-métaboliques.

### Evolution du chiffre d'affaires 2025-2029e



### Evolution du ROC 2025-2029e



| Compte de résultat (M€)                       | 2021     | 2022     | 2023    | 2024     | 2025     | 2026e   | 2027e   | 2028e   | 2029e  |
|-----------------------------------------------|----------|----------|---------|----------|----------|---------|---------|---------|--------|
| Chiffre d'affaires                            | 0,3      | 0,8      | 4,7     | 0,2      | 0,9      | 3,8     | 13,3    | 22,5    | 30,4   |
| Excédent brut d'exploitation                  | -7,5     | -11,2    | -6,5    | -9,9     | -9,2     | -8,1    | -4,9    | -0,2    | 3,5    |
| Résultat opérationnel courant                 | -8,5     | -12,0    | -7,2    | -10,4    | -9,5     | -8,3    | -5,2    | -0,4    | 3,2    |
| Résultat opérationnel                         | -8,5     | -12,0    | -7,4    | -10,4    | -9,5     | -8,3    | -5,2    | -0,4    | 3,2    |
| Résultat financier                            | -0,2     | -0,3     | 0,0     | 0,4      | 0,1      | 0,0     | -0,2    | -0,2    | -0,2   |
| Impôts                                        | 0,0      | 0,0      | 0,0     | 0,0      | 0,0      | 0,0     | 0,0     | 0,0     | -0,1   |
| Mise en équivalence                           | 0,0      | 0,0      | 0,0     | 0,0      | 0,0      | 0,0     | 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 part du groupe                   | -8,7     | -12,3    | -7,4    | -10,0    | -9,4     | -8,4    | -5,4    | -0,7    | 2,9    |
| Bilan (M€)                                    | 2021     | 2022     | 2023    | 2024     | 2025     | 2026e   | 2027e   | 2028e   | 2029e  |
| Actifs non courants                           | 3,3      | 2,9      | 2,7     | 2,7      | 2,5      | 2,3     | 2,2     | 2,0     | 1,9    |
| dont goodwill                                 | 0,0      | 0,0      | 0,0     | 0,0      | 0,0      | 0,0     | 0,0     | 0,0     | 0,0    |
| BFR                                           | -3,1     | -3,1     | -1,0    | 1,9      | 1,0      | 1,0     | 3,8     | 4,9     | 6,4    |
| Disponibilités + VMP                          | 21,8     | 20,8     | 25,0    | 11,6     | 8,7      | 4,7     | 2,7     | 0,2     | 1,5    |
| Capitaux propres                              | 14,3     | 13,4     | 19,6    | 10,4     | 7,0      | 4,6     | 1,2     | 0,5     | 3,4    |
| Emprunts et dettes financières                | 7,6      | 7,2      | 6,9     | 5,7      | 5,1      | 3,3     | 7,4     | 6,5     | 6,2    |
| Total Bilan                                   | 28,5     | 27,2     | 33,3    | 19,6     | 14,4     | 11,4    | 12,9    | 13,0    | 16,7   |
| Tableau de flux (M€)                          | 2021     | 2022     | 2023    | 2024     | 2025     | 2026e   | 2027e   | 2028e   | 2029e  |
| Marge brute d'autofinancement                 | -7,5     | -11,3    | -6,7    | -9,2     | -9,1     | -8,0    | -4,9    | -0,2    | 3,5    |
| Variation de BFR                              | -0,9     | -0,1     | -2,0    | -3,0     | 0,9      | 0,1     | -2,8    | -1,1    | -1,5   |
| Flux nets de trésorerie généré par l'activité | -8,4     | -11,3    | -8,7    | -12,2    | -8,2     | -7,9    | -7,7    | -1,3    | 2,0    |
| CAPEX nets                                    | 0,0      | -0,2     | -0,2    | -0,2     | -0,1     | -0,1    | -0,1    | -0,1    | -0,1   |
| FCF                                           | -8,4     | -11,6    | -8,9    | -12,4    | -8,4     | -8,0    | -7,8    | -1,4    | 1,9    |
| Augmentation de capital                       | 14,3     | 9,0      | 13,0    | 0,0      | 5,7      | 6,0     | 2,0     | 0,0     | 0,0    |
| Variation emprunts                            | 0,6      | -0,4     | -0,3    | -1,2     | -0,6     | -1,8    | 4,1     | -0,9    | -0,3   |
| 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 financemen    | 14,9     | 8,6      | 12,7    | -1,2     | 5,1      | 4,1     | 5,8     | -1,1    | -0,5   |
| Variation de trésorerie                       | 7,2      | -1,0     | 4,2     | -13,4    | -3,2     | -4,0    | -2,0    | -2,5    | 1,3    |
| Ratios (%)                                    | 2021     | 2022     | 2023    | 2024     | 2025     | 2026e   | 2027e   | 2028e   | 2029e  |
| Variation chiffre d'affaires                  | ns       | 163,4%   | 502,9%  | -96,3%   | 417,4%   | 314,5%  | 253,2%  | 69,8%   | 35,0%  |
| Marge EBE                                     | -2528,5% | -1429,6% | -137,1% | -5651,4% | -1010,7% | -215,8% | -37,3%  | -0,8%   | 11,4%  |
| Marge opérationnelle courante                 | -2844,3% | -1532,0% | -151,7% | -5956,0% | -1048,4% | -221,8% | -39,1%  | -1,9%   | 10,5%  |
| Marge opérationnelle                          | -2844,3% | -1532,0% | -155,7% | -5956,0% | -1048,4% | -221,8% | -39,1%  | -1,9%   | 10,5%  |
| Marge nette                                   | -2913,1% | -1568,4% | -155,7% | -5728,6% | -1040,0% | -222,8% | -40,9%  | -2,9%   | 9,4%   |
| CAPEX (% CA)                                  | -0,7%    | 27,8%    | 5,2%    | 115,4%   | 15,1%    | 2,7%    | 0,8%    | 0,4%    | 0,3%   |
| BFR (% CA)                                    | -1041,9% | -388,8%  | -21,9%  | 1100,6%  | 114,2%   | 25,8%   | 28,7%   | 21,8%   | 21,0%  |
| ROCE                                          | -2316,0% | 5939,1%  | -295,1% | -149,2%  | -180,6%  | -167,4% | -64,7%  | -4,7%   | 28,8%  |
| ROCE hors GW                                  | -2316,0% | 5939,1%  | -295,1% | -149,2%  | -180,6%  | -167,4% | -64,7%  | -4,7%   | 28,8%  |
| ROE                                           | -60,7%   | -92,2%   | -37,6%  | -96,7%   | -135,3%  | -181,7% | -461,0% | -127,9% | 84,7%  |
| 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                          | 2021     | 2022     | 2023    | 2024     | 2025     | 2026e   | 2027e   | 2028e   | 2029e  |
| Gearing (%)                                   | -99,5%   | -102,2%  | -92,5%  | -56,5%   | -51,5%   | -30,7%  | 399,6%  | 1222,3% | 140,5% |
| Dettes nette/EBE                              | 1,9      | 1,2      | 2,8     | 0,6      | 0,4      | 0,2     | -1,0    | -35,7   | 1,4    |
| EBE/charges financières                       | 32,9     | 49,4     | #DIV/0! | 43,0     | 157,8    | 61,3    | 16,7    | 0,8     | 15,8   |
| Valorisation                                  | 2021     | 2022     | 2023    | 2024     | 2025     | 2026e   | 2027e   | 2028e   | 2029e  |
| Nombre d'actions (en millions)                | 9,7      | 12,4     | 15,8    | 15,8     | 23,7     | 23,7    | 23,7    | 23,7    | 23,7   |
| Nombre d'actions moyen (en millions)          | 9,7      | 12,4     | 15,8    | 15,8     | 23,7     | 23,7    | 23,7    | 23,7    | 23,7   |
| Cours (moyenne annuelle en euros)             | 7,1      | 5,7      | 4,5     | 2,6      | 1,0      | 1,0     | 1,0     | 1,0     | 1,0    |
| (1) Capitalisation boursière moyenne          | 69       | 71       | 71      | 41       | 23       | 23      | 23      | 23      | 23     |
| (2) Dette nette (+)/trésorerie nette (-)      | -14,2    | -13,7    | -18,1   | -5,9     | -3,6     | -1,4    | 4,7     | 6,3     | 4,7    |
| (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              | -2,0     | -1,7     | -1,4    | -1,6     | -1,2     | -1,0    | -0,8    | -0,5    | -0,2   |
| Valeur d'entreprise = (1)+(2)+(3)-(4)         | 52,9     | 55,5     | 51,5    | 33,6     | 17,9     | 20,7    | 27,0    | 28,9    | 27,6   |
| VE/CA                                         | ns       | 70,7     | 10,9    | 192,1    | 19,8     | 5,5     | 2,0     | 1,3     | 0,9    |
| VE/EBE                                        | ns       | -4,9     | -7,9    | -3,4     | -2,0     | -2,6    | -5,5    | -163,3  | 8,0    |
| VE/ROC                                        | ns       | -4,6     | -7,2    | -3,2     | -1,9     | -2,5    | -5,2    | -66,3   | 8,7    |
| P/E                                           | ns       | -5,8     | -9,6    | -4,1     | -2,4     | -2,8    | -4,3    | -35,0   | 8,1    |
| P/B                                           | ns       | 5,3      | 3,6     | 4,0      | 3,3      | 5,0     | 19,6    | 44,8    | 6,8    |
| P/CF                                          | ns       | -6,2     | -8,2    | -3,4     | -2,8     | -2,9    | -3,0    | -18,0   | 11,5   |
| FCF yield (%)                                 | -15,8%   | -20,8%   | -17,4%  | -36,9%   | -46,7%   | -38,9%  | -28,9%  | -4,8%   | 6,9%   |
| Données par action (€)                        | 2021     | 2022     | 2023    | 2024     | 2025     | 2026e   | 2027e   | 2028e   | 2029e  |
| Bnpa                                          | -0,9     | -1,0     | -0,5    | -0,6     | -0,4     | -0,4    | -0,2    | 0,0     | 0,1    |
| Book value/action                             | 1,5      | 1,1      | 1,2     | 0,7      | 0,3      | 0,2     | 0,0     | 0,0     | 0,1    |
| 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 27/01/2026

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 Valbiotis (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