

# valbiotis®

## Achat

Capitalisation (M€)	26,5	Ticker	ALVAL-FR	Biotech
Objectif de cours	1,74 (vs 2,16 €)	Nb de titres (en millions)	35,5	Flash valeur
Cours au 26/06/2026	0,75 €	Volume moyen 12m (titres)	191 907	29/06/2026
Potentiel	134%	Extrêmes 12m (€)	0,53€/1,64€	

## Succès de l'AKA de 10,2M€

### A retenir

- Détention de 6,5% du capital par Monsieur Tao, partenaire de la société dans sa coentreprise en Chine
- Horizon de trésorerie au-delà du T3 2027, pouvant être rallongé par du financement non dilutif
- Voyants au vert pour la mise en œuvre du plan de développement

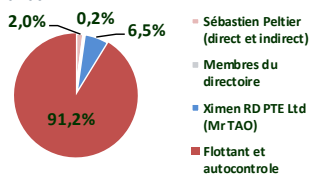
#### Données financières (en M€)

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	-8,3	-5,4	-0,6
% CA	ns	ns	ns	ns
Bnpa (€)	-0,40	-0,23	-0,15	-0,02
ROCE (%)	-180,6%	-167,4%	-64,7%	-4,7%
ROE (%)	-135,3%	-109,8%	-250,7%	-42,3%
Gearing (%)	-51,5%	-57,9%	172,7%	350,6%
Dettes nettes	-3,6	-4,4	3,7	5,3
Dividende n (€)	0,0	0,0	0,0	0,0
Yield (%)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

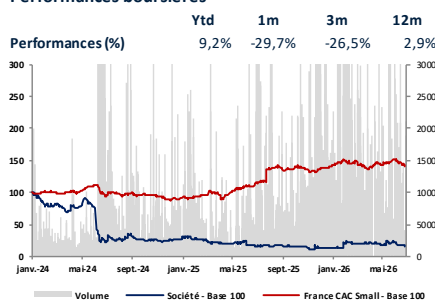
#### Multiples de valorisation

	2025	2026e	2027e	2028e
VE/CA (x)	19,8	5,6	2,2	1,4
VE/EBE (x)	-2,0	-2,6	-6,0	-176,7
VE/ROC (x)	-1,9	-2,5	-5,7	-71,7
P/E (x)	-2,4	-3,2	-4,9	-41,4

#### Actionariat



#### Performances boursières



### Résultat de l'augmentation de capital

Le montant de l'augmentation de capital de 10,18 M€ (dont 6,2 M€ dans le cadre du maintien du DPS) donne lieu à la création de 11 840 000 actions nouvelles (4 635 488 au titre de l'engagement de garantie et 7 204 512 au titre de la souscription à titre irréductible, réductible et libre), soit un total de 35 538 234 actions post opération.

Pour rappel, l'opération, réalisée avec maintien du DPS, était sécurisée à hauteur de 76,6% du montant initial (dont 2M€ d'engagement ferme de Monsieur Tao, le partenaire de la société dans sa coentreprise en Chine, et 5,8M€ d'engagement à titre de garantie de 11 fonds). Le prix d'émission avait été fixé à 0,86€ par action (soit une décote de près de 20% par rapport à la moyenne pondérée par les volumes des cours de l'action au cours des trois dernières séances de bourse pré-opération).

A l'issue de l'opération, les fonds levés, sont constitués de i/ 2M€ apportés par Ximen RD PTE Ltd, contrôlée à 100% par M. Tao ii/ 4 M€ au titre de l'engagement de garantie, dont 2,24 M€ souscrits par Vatel Capital et 1,76 M€ par 10 autres investisseurs institutionnels, iii/ 4,20 M€ au titre de la souscription à titre irréductible, réductible et libre.

Le produit net de l'Offre est estimé à 8,9 M€.

La date de livraison des actions nouvelles est fixée au 30 juin 2026.

### Renforcement des liens avec son partenaire chinois

A l'issue de l'opération la société Ximen RD PTE Ltd, contrôlée à 100% par M. Tao, actionnaire à 51% aux côtés de Valbiotis de la co-entreprise basée en Chine, détient 2 325 581 actions soit 6,54 % du capital et 6,42 % des droits de vote).

Le flottant est constitué de 32 285 027 actions, soit 90,85% du capital et 89,40% % des droits de vote.

#### Opinion

Cette augmentation de capital s'inscrit totalement dans la logique de financements additionnels visant à mettre en œuvre le plan de développement (pour rappel nos estimations intègrent des financements additionnels, capital et dette, de l'ordre de 13M€ sur 2026 et 2027).

Elle étend l'horizon de trésorerie au-delà du 3ème trimestre 2027 (horizon qui pourrait être encore étendu par du financement non dilutif) et permettra de financer le BFR (en croissance du fait de la montée en puissance), les dépenses de marketing et communication et de renforcer la force de vente en France.

#### Recommandation

Nous réitérons notre recommandation Achat. Recalculé de la dilution, notre OC post opération ressort à 1,74 € vs 2,16€ auparavant.

## 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.

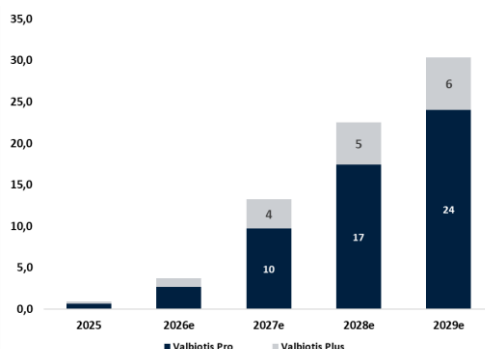
## Argumentaire d'investissement

**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.

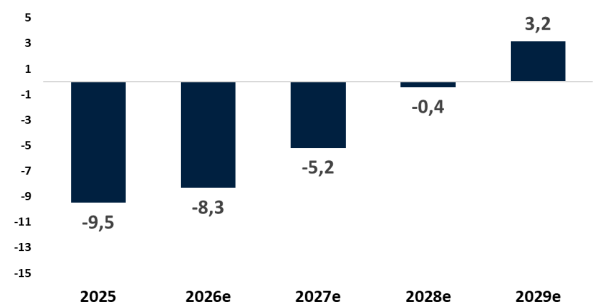
**Un marché en demande de produits innovants :** Considérés comme étant l'alternative la plus crédible à la médecine allopathique pour prendre soin de sa santé, les compléments alimentaires prennent de plus en plus de place dans les rayons des officines. Néanmoins, sur ce marché, attendu en croissance 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 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
<b>Résultat opérationnel courant</b>	<b>-8,5</b>	<b>-12,0</b>	<b>-7,2</b>	<b>-10,4</b>	<b>-9,5</b>	<b>-8,3</b>	<b>-5,2</b>	<b>-0,4</b>	<b>3,2</b>
Résultat opérationnel	-8,5	-12,0	-7,2	-10,4	-9,5	-8,3	-5,2	-0,4	3,2
Résultat financier	-0,2	-0,3	-0,2	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
<b>Résultat net part du groupe</b>	<b>-8,7</b>	<b>-12,3</b>	<b>-7,4</b>	<b>-10,0</b>	<b>-9,4</b>	<b>-8,3</b>	<b>-5,4</b>	<b>-0,6</b>	<b>2,9</b>
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
<b>Disponibilités + VMP</b>	<b>21,8</b>	<b>20,8</b>	<b>25,0</b>	<b>11,6</b>	<b>8,7</b>	<b>7,7</b>	<b>3,7</b>	<b>1,2</b>	<b>2,5</b>
Capitaux propres	14,3	13,4	19,6	10,4	7,0	7,6	2,2	1,5	4,4
Emprunts et dettes financières	7,6	7,2	6,9	5,7	5,1	3,3	7,4	6,5	6,2
<b>Total Bilan</b>	<b>28,5</b>	<b>27,2</b>	<b>33,3</b>	<b>19,6</b>	<b>14,4</b>	<b>14,3</b>	<b>13,9</b>	<b>14,0</b>	<b>17,8</b>
Tableau de flux (M€)	2021	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	2029e
Marge brute d'autofinancement	-7,5	-11,3	-6,5	-9,2	-9,1	-7,9	-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
<b>Flux nets de trésorerie générés par l'activité</b>	<b>-8,4</b>	<b>-11,3</b>	<b>-8,5</b>	<b>-12,2</b>	<b>-8,2</b>	<b>-7,9</b>	<b>-7,7</b>	<b>-1,3</b>	<b>2,0</b>
CAPEX nets	0,0	-0,2	-0,2	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
<b>FCF</b>	<b>-8,4</b>	<b>-11,6</b>	<b>-8,7</b>	<b>-12,4</b>	<b>-8,4</b>	<b>-8,0</b>	<b>-7,8</b>	<b>-1,4</b>	<b>1,9</b>
Augmentation de capital	14,3	9,0	13,0	0,0	5,7	8,9	0,0	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
<b>Flux nets de trésorerie liés au financement</b>	<b>14,9</b>	<b>8,6</b>	<b>12,7</b>	<b>-1,2</b>	<b>5,1</b>	<b>7,0</b>	<b>3,8</b>	<b>-1,1</b>	<b>-0,5</b>
Variation de trésorerie	7,2	-1,0	4,4	-13,4	-2,9	-1,0	-4,0	-2,4	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%
<b>Marge opérationnelle courante</b>	<b>-2844,3%</b>	<b>-1532,0%</b>	<b>-151,7%</b>	<b>-5956,0%</b>	<b>-1048,4%</b>	<b>-221,8%</b>	<b>-39,1%</b>	<b>-1,9%</b>	<b>10,5%</b>
Marge opérationnelle	-2844,3%	-1532,0%	-151,7%	-5956,0%	-1048,4%	-221,8%	-39,1%	-1,9%	10,5%
Marge nette	-2913,1%	-1568,4%	-155,7%	-5728,6%	-1040,0%	-221,2%	-40,8%	-2,8%	9,5%
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%
<b>ROCE hors GW</b>	<b>-2316,0%</b>	<b>5939,1%</b>	<b>-295,1%</b>	<b>-149,2%</b>	<b>-180,6%</b>	<b>-167,4%</b>	<b>-64,7%</b>	<b>-4,7%</b>	<b>28,8%</b>
ROE	-60,7%	-92,2%	-37,6%	-96,7%	-135,3%	-109,8%	-250,7%	-42,3%	65,5%
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
<b>Gearing (%)</b>	<b>-99,5%</b>	<b>-102,2%</b>	<b>-92,5%</b>	<b>-56,5%</b>	<b>-51,5%</b>	<b>-57,9%</b>	<b>172,7%</b>	<b>350,6%</b>	<b>84,9%</b>
Dettes nette/EBE	1,9	1,2	2,8	0,6	0,4	0,5	-0,8	-30,0	1,1
EBE/charges financières	32,9	49,4	29,4	43,4	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	35,5	35,5	35,5	35,5
Nombre d'actions moyen (en millions)	9,7	12,4	15,8	15,8	23,7	35,5	35,5	35,5	35,5
Cours (moyenne annuelle en euros)	7,1	5,7	4,5	2,6	1,0	0,7	0,7	0,7	0,7
(1) Capitalisation boursière moyenne	69	71	71	41	23	26	26	26	26
(2) Dette nette (+)/trésorerie nette (-)	-14,2	-13,7	-18,1	-5,9	-3,6	-4,4	3,7	5,3	3,7
(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	21,1	29,4	31,3	30,0
<b>VE/CA</b>	<b>ns</b>	<b>70,7</b>	<b>10,9</b>	<b>192,1</b>	<b>19,8</b>	<b>5,6</b>	<b>2,2</b>	<b>1,4</b>	<b>1,0</b>
VE/EBE	ns	-4,9	-7,9	-3,4	-2,0	-2,6	-6,0	-176,7	8,7
<b>VE/ROC</b>	<b>ns</b>	<b>-4,6</b>	<b>-7,2</b>	<b>-3,2</b>	<b>-1,9</b>	<b>-2,5</b>	<b>-5,7</b>	<b>-71,7</b>	<b>9,4</b>
P/E	ns	-5,8	-9,6	-4,1	-2,4	-3,2	-4,9	-41,4	9,2
P/B	ns	5,3	3,6	4,0	3,3	3,5	12,3	17,5	6,0
P/CF	ns	-6,2	-8,4	-3,4	-2,8	-3,4	-3,4	-21,0	13,1
<b>FCF yield (%)</b>	<b>-15,8%</b>	<b>-20,8%</b>	<b>-16,9%</b>	<b>-36,9%</b>	<b>-46,7%</b>	<b>-37,9%</b>	<b>-26,5%</b>	<b>-4,4%</b>	<b>6,4%</b>
Données par action (€)	2021	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	2029e
Bnpa	-0,9	-1,0	-0,5	-0,6	-0,4	-0,2	-0,2	0,0	0,1
<b>Book value/action</b>	<b>1,5</b>	<b>1,1</b>	<b>1,2</b>	<b>0,7</b>	<b>0,3</b>	<b>0,2</b>	<b>0,1</b>	<b>0,0</b>	<b>0,1</b>
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