

Capitalisation (M€)	27,8	Ticker	ALBIO.PA/ALBIO FP	Medtech
Objectif de cours	ns	Nb de titres (en millions)	18,7	Flash valeur
Cours au 26/05/2025	1,50 €	Volume moyen 12m (titres)	0	27/05/2025
Potentiel	ns	Extrêmes 12m (€)	0,99€/5,71€	

Encore en phase de restructuration

A retenir

- Retour à une croissance annuelle positive (+8,8%) sous l'effet du M&A et de l'export
- Des résultats impactés par la restructuration et les one-offs
- Finalisation de la réorganisation au S1 2025

Données financières (en M€)

	2021	2022	2023	2024
CA	382,5	196,6	93,0	101,2
var %	149,0%	-48,6%	-52,7%	8,8%
EBE	143,1	51,9	-21,4	-20,1
% CA	37,4%	26,4%	-23,0%	-19,9%
REX	140,5	38,9	-37,4	-36,3
% CA	36,7%	19,8%	-40,2%	-35,9%
RN	104,3	15,7	-36,7	-43,3
% CA	27,3%	8,0%	-39,5%	-42,8%
Bnpa (€)	9,4	1,5	-3,4	-4,0
ROCE (%)	139,0%	23,9%	-15,9%	-14,6%
ROE (%)	62,2%	9,7%	-29,5%	-53,8%
Gearing (%)	-57,6%	-21,0%	32,0%	65,8%
Dette nette	-96,7	-35,1	39,8	52,9
Dividende n (€)	2,0	0,0	0,0	0,0
Yield (%)	9,6%	0,0%	0,0%	100,0%

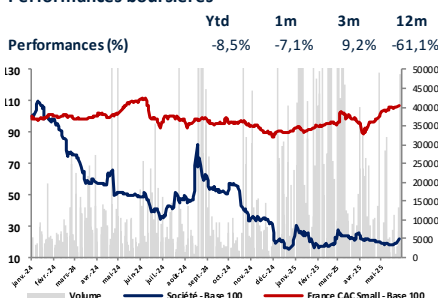
Multiples de valorisation

	2021	2022	2023	2024
VE/CA (x)	0,3	0,7	1,6	1,0
VE/EBE (x)	2,6	ns	ns	3,6
VE/ROC (x)	3,3	ns	ns	6,6
P/E (x)	11,2	ns	ns	3,9

Actionariat



Performances boursières



Publication des résultats annuels 2024

Il y a quelques jours, Biosynex a publié des résultats 2024 qui traduisent la phase de restructuration générale menée par le groupe depuis plusieurs mois. Si l'exercice a marqué un retour à la croissance (101,2 M€ de CA soit une hausse de +8,8%) et à une bonne dynamique commerciale, les résultats de la société ont été très impactés par un point mort élevé ainsi que des éléments non-récurrents liés à la réorganisation. L'EBE 2024 est ressorti à -20,1 M€ (vs -21,4 M€ en 2023) pour un RNpg de -43,3 M€ (vs -36,9 M€). Un accord de principe a aussi été trouvé sur le réaménagement de la dette du groupe et une augmentation de capital de 8 M€ a été finalisée en début d'année. L'exercice 2025 devrait clore cette phase de réorganisation mais laisse peu de place à l'erreur.

Une top line qui franchit de nouveau la barre des 100 M€

Après deux exercices (2022 et 2023) marqués par un recul soutenu du chiffre d'affaires durant la phase post COVID et un effet brutal de normalisation – passage de 382 M€ de CA en 2021 à 93 M€ en 2023 -, Biosynex a retrouvé en 2024 une trajectoire de croissance positive. Les ventes du groupe s'établissent à 101,2 M€ sur l'exercice, soit une hausse de +8,8%. Ce sont principalement les effets périmètres et l'internationalisation du profil de la société, notamment aux USA, qui ont été bénéfiques.

Par BU, la Pharmacie affiche un CA 2024 de 40,9 M€, soit une croissance de +6,9%, tirée notamment par les acquisitions récentes (contribution en année pleine d'Innoxia de 1,2 M€). Côté Diagnostic, si la zone Europe affiche un léger repli (37,9 M€ soit -3,3%) du fait d'un recul des ventes liées au Covid-19, la zone USA témoigne quant à elle d'un potentiel intéressant (22,4 M€ soit +44,5%) grâce aux opérations de M&A pleinement intégrées (Chembio et Qualigen).

Sur l'exercice, la top line du groupe fait ressortir un mix à présent dominé par le diagnostic (60% du CA consolidé), mix qui est par ailleurs très équilibré d'un point de vue géographique (52% du CA réalisé en France et 48% à l'export soit une croissance relative de +20% pour ce dernier). Nous

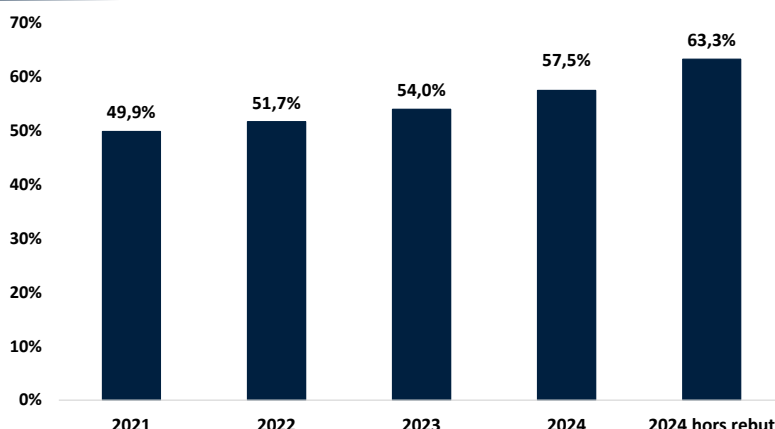


notons par ailleurs, et c'est positif, un mix produit largement à la faveur du « hors covid » (89% du CA 2024).

Belle progression du taux de marge brute...

La part croissante du diagnostic dans les ventes du groupe, dont les produits ont une valeur ajoutée en moyenne supérieure à celle de la pharmacie, a été favorable à la marge brute de Biosynex en 2024. Elle ressort ainsi à 58,2 M€, soit un taux de 57,5% en hausse de +350 bps par rapport à 2023. Hors mise au rebut de 5,9 M€ de stocks de produits covid périmés (et déjà dépréciés en 2023), le taux de marge brute du groupe aurait même atteint 63,3% sur l'exercice. Depuis 2021, il a ainsi progressé de 760 bps et traduit la réussite de la diversification de Biosynex vers des activités mieux margées.

Taux de marge brute Biosynex, 2021-2024 (%)



Sources : Société, Euroland Corporate

... Mais des résultats toujours impactés principalement par les éléments non-récurrents

Malgré la croissance du chiffre d'affaires et la progression de la marge brute, l'EBE de Biosynex continue d'évoluer en territoire négatif, bien qu'en légère amélioration relative (-20,1 M€ vs -21,4 M€ en 2023). Nous attribuons cette tendance à deux éléments principaux : 1/ un point mort élevé, notamment suite à l'intégration des opérations de croissance externe en année pleine (les charges de personnel ont par exemple progressé de +15% alors que les effectifs ont été réduits de plus de 10%) et 2/ des éléments non-récurrents, comptabilisés à la fois dans la marge brute (impact de 5,9 M€ de la mise en rebut) et dans les OPEX (6,1 M€ de frais liés à la restructuration).

Plus bas dans le compte de résultat, Biosynex a également passé une charge d'impairment sur le goodwill des sociétés acquises aux USA de 12,1 M€ ainsi qu'une charge d'amortissement de 4,4 M€ d'actifs incorporels au titre du PPA. Le résultat d'exploitation du groupe ressort par conséquent à -36,3 M€ (vs -37,4 M€ en 2023). Retraitée des éléments évoqués et qui peuvent être considérés comme non-récurrents, la perte d'exploitation de Biosynex atteint -18,4 M€, contre -19,7 M€ un an auparavant (d'importants one-offs liés aux frais de M&A avaient été passés).

Après prise en compte d'un résultat financier de -6,2 M€ (vs -3,1 M€ en 2023 suite à la hausse de la charge d'intérêt sur le crédit syndiqué, l'abandon d'un compte courant consécutif à la cession de la filiale allemande ainsi qu'une provision pour risque de change), d'un résultat exceptionnel de -2,1 M€ (impact de la restructuration sociale, principalement) et d'un impôt de +1,4 M€ (CIR et activation du déficit reportable), le RNpg 2024 du groupe s'est creusé pour atteindre -43,3 M€ (vs -36,9 M€ en 2023).



Consommation de trésorerie importante, mais réaménagement de la dette

Avec des résultats dans le rouge, Biosynex a dégagé sur 2024 une CAF de -23 M€. Malgré une variation de BFR positive (+12,9 M€) suite à la baisse des stocks et à la constitution d'un passif social dans le cadre du réaménagement de sa dette (voir plus loin), le groupe a consommé -15,5 M€ de trésorerie sur l'exercice. Nous notons que près de 6 M€ ont été décaissés pour des éléments relatifs au M&A (paiement d'earn-outs et acquisition de minoritaires). Avec des dettes financières de 62,6 M€ et une trésorerie de 9,7 M€ (dont 5,0 M€ de VMP) à la clôture des comptes 2024, Biosynex affiche ainsi une dette nette de 52,9 M€.

Dans ce contexte, le groupe s'est donné un peu d'air sur le volet financier puisqu'un accord de principe a été trouvé, fin 2024, avec les principaux créanciers de la société afin d'éviter un breach trop fort de ses covenants bancaires. A l'issue de la négociation, Biosynex a obtenu un compromis (franchise de remboursement de 20 mois sur le principal, consolidation du RCF, extension de la maturité des dettes) qui répond pour le moment aux objectifs du groupe : renforcer sa structure financière malgré la dégradation des résultats et l'adapter à sa capacité de remboursement. Nous rappelons que, dans le cadre de la négociation, le groupe a aussi procédé, en février 2025, à une augmentation de capital de 8 M€ brut, garantie par son actionnaire majoritaire.

Perspectives : début d'année timide, et des incertitudes qui subsistent

L'exercice 2024 aura permis à Biosynex de bien avancer dans sa restructuration, tant sur le plan opérationnel (cession de plusieurs activités non rentables sur la fin d'année, réorganisation interne, plan de réduction des effectifs) que financier (réaménagement de la dette, augmentation de capital début 2025). Le groupe affiche à présent un périmètre d'activités plus recentré, qui lui permet de poursuivre son développement.

Cependant, même si des progrès ont été faits, la société n'est pas encore complètement rétablie de cette période de normalisation post covid. La restructuration du groupe devrait être finalisée durant le premier semestre de l'exercice en cours. Des efforts importants sont encore à fournir, à la fois commercialement (le groupe affiche un niveau de croissance certes positif sur le T1, à +2%, mais encore timide) et financièrement. Le point mort de la société nous semble encore relativement élevé, et la situation de trésorerie du groupe reste fragile malgré l'accord de principe trouvé. Elle ne lui laisse cette fois aucune marge d'erreur si la continuité d'exploitation veut être assurée.

Dans le cadre des négociations menées, des mesures complémentaires ont d'ailleurs été évoquées : l'accord prévoit une réorganisation capitalistique qui pourrait conduire 1/ à la cession partielle ou entière des activités américaines du groupe, 2/ à la filialisation de la BU Pharmacie (pour permettre l'entrée d'un investisseur au capital de la division) ou 3/ à une seconde augmentation de capital de 8 M€, qui pourrait être lancée dès 2026 (et qui serait de nouveau garantie par l'actionnaire majoritaire).

Nous passons le titre Sous revue

Dans ce contexte emprunt de nombreuses incertitudes, nous n'avons pas suffisamment de visibilité pour établir des prévisions court terme fiables, ainsi qu'une valorisation pertinente. Nous suspendons donc notre recommandation et passons le titre Sous revue, dans l'attente de nouveaux signaux de la part de la société, qui arriveront certainement au cours du S2 2025 et qui nous permettront de nous repositionner plus clairement sur le dossier.

Pour autant, nous reconnaissons que le redressement du groupe est pour le moment plutôt bien engagé et que Biosynex est dans une position un peu plus confortable qu'il y a quelques mois.



A titre indicatif, nous affichons tout de même dans le tableau suivant les multiples de valorisation des comparables du groupe sur la division Pharmacie et sur le Diagnostic. Biosynex ne communique pas, à ce stade, la profitabilité de chacune de ses BU.

Multiples de valorisation des comparables de Biosynex au 13/05/2025

		EV/sales			EV/EBITDA		
Société	Capitalisation	FY1	FY2	FY3	FY1	FY2	FY3
Pharmacie							
Navamedic ASA	33,2	0,8x	0,7x	0,6x	8,4x	6,2x	5,0x
Photocure ASA	119,8	2,0x	1,8x	1,6x	18,4x	12,6x	8,8x
Moyenne	76,5	1,4x	1,2x	1,1x	13,4x	9,4x	6,9x
Médiane	76,5	1,4x	1,2x	1,1x	13,4x	9,4x	6,9x
Diagnostic							
bioMerieux SA	13 931,1	3,2x	3,0x	2,8x	13,4x	12,1x	10,7x
DiaSorin S.p.A.	5 107,0	4,5x	4,1x	3,8x	13,2x	11,7x	10,4x
EKF Diagnostics Holdings plc	135,2	1,8x	1,6x	1,5x	7,6x	6,8x	6,2x
Eurobio-Scientific SA	260,8	1,6x	1,5x	ns	7,8x	6,6x	ns
Hologic, Inc.	10 662,5	3,0x	2,9x	2,7x	9,3x	8,8x	8,3x
STRATEC SE	328,3	1,5x	1,4x	1,3x	8,8x	7,6x	6,9x
Moyenne	5 070,8	2,6x	2,4x	2,4x	10,0x	8,9x	8,5x
Médiane	2 717,6	2,4x	2,3x	2,7x	9,1x	8,2x	8,3x

Sources : Société, Euroland Corporate



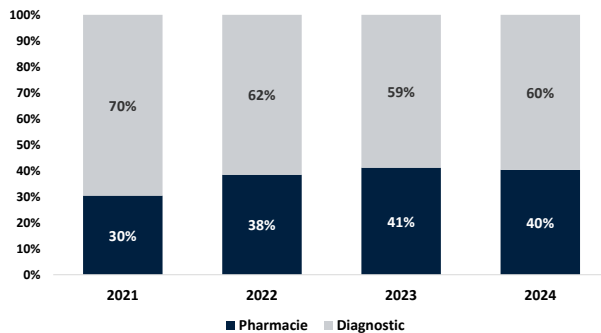
Présentation de la société

Créée en 2005 par Larry Abensur, Thierry Paper et Thomas Lamy, Biosynex est une Medtech spécialisée dans la conception, la fabrication et la distribution de dispositifs médicaux pour le dépistage, le diagnostic et la prévention. Basée en Alsace, la société a réalisé un chiffre d'affaires annuel de 101,2 M€ en 2024 à travers ses deux segments d'activité : Pharmacie et Diagnostic.

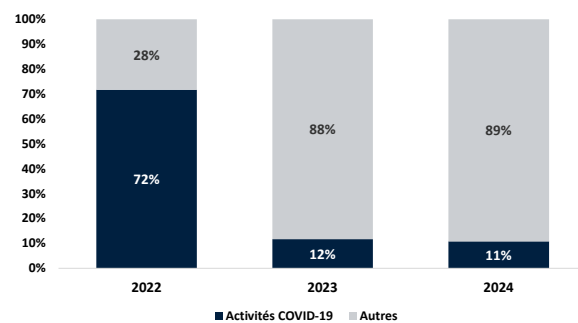
Pour le grand public : la division BIOSYNEX Pharma, spécialisée dans l'autodiagnostic et les produits de santé familiale, commercialise à un large maillage de pharmacies et de parapharmacies toute une gamme complète de marques fortes et reconnues autour de la prévention, du diagnostic et des soins naturels.

Pour les professionnels : la division BIOSYNEX Diagnostic, activité à forte composante technologique positionnée sur des secteurs porteurs, développe et propose aux laboratoires & hôpitaux médecins & EHPAD, des dispositifs médicaux de diagnostic in vitro sous forme de tests de diagnostic rapide (TDR et TROD), de biologie moléculaire et de point of care (POC) pour le dépistage, le diagnostic et la prévention.

Mix pharmacie/diagnostic (% du CA)



Mix activités Covid (% du CA)



Compte de résultat (M€)	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Chiffre d'affaires	34,2	153,9	382,5	196,6	93,0	101,2
Excédent brut d'exploitation	2,0	52,0	143,1	51,9	-21,4	-20,1
Résultat opérationnel	1,3	44,9	140,5	38,9	-37,4	-36,3
Résultat financier	-0,2	-0,3	0,0	-3,1	-3,1	-6,2
Impôts	0,2	-12,1	-32,9	-8,6	2,6	1,4
Mise en équivalence	0,0	-0,9	-2,7	-5,6	-1,5	-0,1
Part des minoritaires	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Résultat net part du groupe	1,2	30,6	104,3	15,7	-36,7	-43,3
RNpg ajusté	1,4	31,6	105,4	21,6	-19,7	-21,2
Bilan (M€)	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Actifs non courants	32,2	38,5	70,2	100,7	150,4	130,3
dont goodwill	0,0	29,3	46,2	57,8	91,5	64,1
BFR	6,0	7,6	5,6	39,4	20,2	11,5
Disponibilités + VMP	2,5	36,8	132,0	87,2	26,2	9,7
Capitaux propres	30,4	66,3	167,8	166,9	124,3	80,5
Emprunts et dettes financières	10,0	15,8	35,3	52,1	66,0	62,6
Total Bilan	47,3	126,1	268,9	260,3	241,7	194,7
Tableau de flux (M€)	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Marge Brute d'autofinancement	2,2	38,8	109,3	42,2	-24,2	-23,0
Variation de BFR	-0,6	-7,2	0,6	-37,3	14,5	12,9
Flux net de trésorerie généré par l'activité	1,6	31,6	109,8	4,9	-9,7	-10,1
Investissements opérationnels nets	-0,8	-7,9	-19,0	-37,7	-39,5	-3,6
Investissements financiers nets	0,0	0,0	-10,0	-9,1	-15,3	-1,0
Flux nets de trésorerie liés aux investissements	-0,8	-7,9	-29,0	-46,8	-54,8	-4,6
Augmentation de capital	0,0	0,2	19,4	0,0	0,0	0,0
Variation emprunts	4,8	6,0	16,8	12,1	7,6	-4,1
Dividendes versés	0,0	0,0	-1,9	-20,4	0,0	0,0
Autres	0,0	4,3	-20,1	-1,7	-3,2	0,0
Flux nets de trésorerie liés au financement	4,8	10,5	14,2	-10,1	4,4	-4,1
Variation de trésorerie	5,6	34,3	95,3	-52,6	-59,3	-15,5
Ratios (%)	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Variation chiffre d'affaires	9,7%	349,6%	148,6%	-48,6%	-52,7%	8,8%
Marge EBE	5,7%	33,8%	37,4%	26,4%	-23,0%	-19,9%
Marge opérationnelle	3,8%	29,2%	36,7%	19,8%	-40,2%	-35,9%
Marge nette	3,4%	19,9%	27,3%	8,0%	-39,5%	-42,8%
Investissements opérationnels nets/CA	2,3%	5,2%	5,0%	19,2%	42,4%	3,5%
BFR/CA	17,7%	5,0%	1,5%	20,0%	21,7%	11,4%
ROCE	2,3%	64,9%	139,0%	23,9%	-15,9%	-14,6%
ROCE hors GW	2,3%	177,2%	356,7%	40,6%	-34,3%	-26,6%
ROE	3,8%	46,1%	62,2%	9,7%	-29,5%	-53,8%
Payout	0,0%	6,0%	21,3%	0,0%	0,0%	0,0%
Dividend yield	0,0%	1,9%	9,6%	0,0%	0,0%	0,0%
Ratios d'endettement	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Gearing (%)	25%	-32%	-58%	-21%	32%	66%
Dettes nette/EBE	3,8	-0,4	-0,7	-0,7	-1,9	-2,6
EBE/charges financières	0,0	0,3	-0,3	0,0	0,0	0,0
Valorisation	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Nombre d'actions (en millions)	9,1	9,1	11,1	10,8	10,8	10,8
Nombre d'actions moyen (en millions)	9,1	9,1	11,1	10,9	10,8	10,8
Cours (moyenne annuelle en euros)	2,6	10,7	20,8	16,3	10,0	4,5
(1) Capitalisation boursière moyenne	23,8	97,3	232,1	178,7	107,7	48,4
(2) Dette nette (+)/ trésorerie nette (-)	7,5	-21,1	-96,7	-35,1	39,8	52,9
(3) Valeur des minoritaires	0,0	0,0	0,0	4,4	-0,2	-0,1
(4) Valeur des actifs financiers	2,3	5,0	12,8	5,1	2,5	2,1
Valeur d'entreprise = (1)+(2)+(3)-(4)	29,0	71,2	122,6	142,9	144,9	99,2
VE/CA	0,8x	0,5x	0,3x	0,7x	1,6x	1,0x
VE/EBE	14,8x	1,4x	0,9x	2,6x	ns	ns
VE/ROC	22,4x	1,6x	0,9x	3,3x	ns	ns
P/B	0,8x	1,5x	1,4x	1,1x	0,9x	0,6x
P/E	20,4x	3,2x	2,2x	11,2x	ns	ns
P/CF	14,8x	3,1x	2,1x	36,1x	ns	ns
Données par action (€)	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Bnpa	0,13	3,35	9,37	1,46	-3,41	-4,03
Book value/action	3,3	7,3	15,1	15,5	11,6	7,5
Dividende /action	0,00	0,20	2,00	0,00	0,00	0,00

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 : (-)

Accumuler : (-)

Neutre : (-)

Alléger : (-)

Vente : (-)

Sous revue : Depuis le 13/05/2025

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 Biosynex (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

