

## Achat

|                          |               |
|--------------------------|---------------|
| <b>Objectif de cours</b> | <b>5,00 €</b> |
| Cours au 23/01/2024      | 2,98 €        |
| <b>Potentiel</b>         | <b>68%</b>    |

## Données valeur

|                               |                |
|-------------------------------|----------------|
| ALSMA.PA / ALSMA:FP           |                |
| Euronext Growth               |                |
| Capitalisation (M€)           | 15,6           |
| Nb de titres (en millions)    | 5,23           |
| Volume moyen 12 mois (titres) | 2 144          |
| Extrêmes 12 mois              | 190 € - 3,98 € |

## Performances boursières

| Performances (%) | Ytd   | 1m   | 3m    | 12m    |
|------------------|-------|------|-------|--------|
| Perf. Absolue    | -3,2% | 2,8% | 24,2% | -10,8% |
| Perf CAC Small   | -0,3% | 0,9% | 19,8% | -8,0%  |

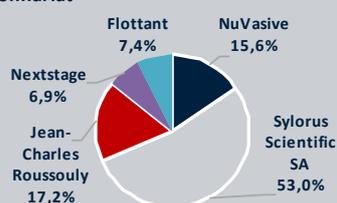
## Données financières (en M€)

| au 31/12        | 2021    | 2022    | 2023e  | 2024e  |
|-----------------|---------|---------|--------|--------|
| CA              | 2,1     | 2,4     | 5,3    | 7,5    |
| var %           | 72,8%   | 14,6%   | 117,9% | 40,6%  |
| EBE             | -2,3    | -2,8    | -0,5   | 0,6    |
| % CA            | -110,1% | -113,6% | -10,0% | 8,4%   |
| ROC             | -3,4    | -4,0    | -2,0   | -0,9   |
| % CA            | -157,8% | -164,9% | -38,2% | -11,6% |
| RN              | -3,1    | 2,8     | -1,7   | -0,5   |
| % CA            | -145,4% | 113,9%  | -31,9% | -6,8%  |
| Bnppa (€)       | -0,59   | 0,53    | -0,32  | -0,10  |
| ROCE (%)        | -37%    | -54%    | -28%   | -10%   |
| ROE (%)         | 500%    | 29%     | -21%   | -7%    |
| Gearing (%)     | -1165%  | -44%    | -34%   | -15%   |
| Dette nette     | 7,2     | -4,3    | -2,7   | -1,1   |
| Dividende n (€) | 0,00    | 0,00    | 0,00   | 0,00   |
| Yield (%)       | -       |         |        |        |

## Multiples de valorisation

|            | 2021 | 2022 | 2023e | 2024e |
|------------|------|------|-------|-------|
| VE/CA (x)  | 9,3  | 3,4  | 1,9   | 1,5   |
| VE/EBE (x) | ns   | ns   | ns    | 18,3  |
| VE/ROC (x) | ns   | ns   | ns    | ns    |
| PE (x)     | ns   | 4,8  | ns    | ns    |

## Actionariat



## Chiffre d'affaires en ligne

## Publication du chiffre d'affaires 2023

Dans la continuité des précédentes publications, SMAIO publie des chiffres solides, en ligne avec nos attentes. En 2023, le Groupe annonce un chiffre d'affaires de 5,4 M€ en croissance de 120% à la faveur du paiement du 1er Milestone par NuVasive et d'une belle dynamique à l'international.

## Commentaires

Au cours de l'exercice 2023, la stratégie de développement de l'activité à l'international entreprise par le management a permis au Groupe d'afficher une forte croissance. Tiré par le 1<sup>er</sup> paiement de 3,0 M\$ (env. 2,8 M€) de NuVasive, le Groupe annonce un CA en hausse de 120% à 5,4 M€. Au-delà du partenariat avec NuVasive, l'activité de vente d'implants et d'instruments a également connu une bonne dynamique à l'international avec une progression de 12% à 1,5 M€. En France, l'activité demeure stable à 1,1 M€ (+1,0%).

## La locomotive américaine

Si le paiement du milestone contribue essentiellement à la croissance sur l'exercice, le reste de l'activité demeure solide. Sur l'année, le CA hors milestone ressort à 2,5 M€ essentiellement à la faveur des ventes du système Kheiron composé d'implants et de tiges sur-mesure. Profitant de l'ouverture du marché US au S2 et de l'enregistrement de 4 nouveaux centres, les ventes d'implants et de tiges sur-mesure ont connu une nette accélération en fin d'année avec +40% au T4. Au total, le Groupe aura réalisé 27 chirurgies aux Etats-Unis au S2 2023 (dont 24 sur le seul T4) traduisant l'adoption progressive du système Kheiron aux US.

## Perspectives

Au cours des prochains mois, SMAIO devrait poursuivre sa dynamique de croissance sous l'effet de la montée en puissance des nouveaux centres. Alors que le Groupe a déjà réalisé une trentaine de chirurgies Kheiron aux Etats-Unis (avec un niveau de facturation par procédure près de cinq fois supérieur au niveau européen), les ventes du système devraient être portées par l'élargissement du nombre de chirurgiens utilisateurs.

A ce titre, SMAIO multiplie les journées de formation afin de sensibiliser les participants à la philosophie et aux technologies du Groupe. L'activité logiciel et services du Groupe devrait également profiter de l'ouverture des US et permettre de renforcer le profil de croissance, alors que le Groupe va pouvoir proposer ses services d'analyse d'imagerie aux clients de NuVasive (SMAIO facturera toutes les planifications chirurgicales réalisées pour le compte de NuVasive) et ainsi générer des revenus récurrents.

Attendu pour 2024e, le second Milestone de 2,0 M\$ pourrait cependant connaître un décalage alors que les discussions avec la nouvelle entité (fusion entre NuVasive et Globus) se poursuivent. A ce stade, et dans l'attente de plus d'informations, nous maintenons notre atterrissage de CA 2024e à 7,5 M€.

## Recommandation

Après la mise à jour de notre modèle de valorisation et des paramètres de marché, notre objectif de cours ressort à 5,00€. Nous restons à l'Achat.



**Analyste**  
Sid BACHIR  
01 44 70 20 76  
sbachir@elcorp.com

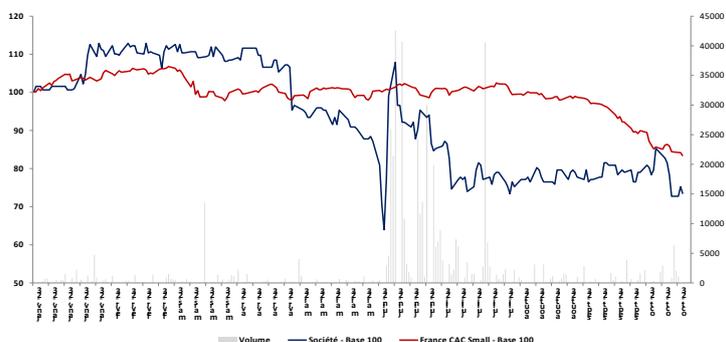


Retrouvez l'actualité boursière des small caps chaque jour dans votre boîte mail, gratuitement. [Inscription ici.](#)

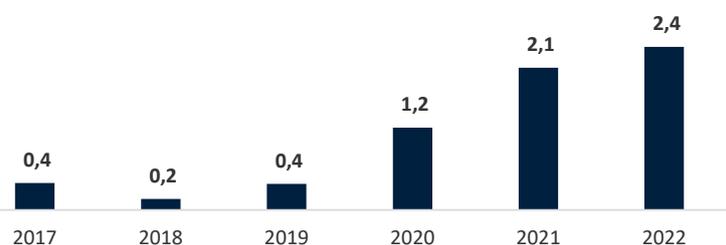
## Présentation de la société

Fondé en 2009 SMAIO (Software, Machines and Adaptive Implants in Orthopaedics), acteur français de l'orthopédie, se positionne sur les segments à forte valeur ajoutée des dispositifs médicaux dédiés à la chirurgie rachidienne complexe impliquant la nécessité de restaurer l'équilibre de la colonne vertébrale. Aujourd'hui, après avoir enregistré une croissance de son chiffre d'affaires de +15% en 2022, SMAIO a pour **ambition d'atteindre 12,0 M€ de CA à horizon 2025** grâce à sa levée de fonds de 8,9 M€ en mars dernier et à la signature d'un partenariat stratégique avec NuVasive (N° 3 mondial des implants).

## Evolution du cours (base 100)



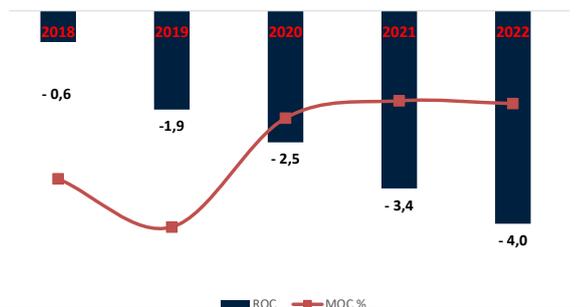
## Evolution du chiffre d'affaires (en M€)



## Argumentaire d'investissement

- **Un acteur à la pointe des implants sur-mesure pour la colonne vertébrale.** SMAIO est spécialisé dans la conception, la fabrication et la distribution d'implants pour la chirurgie personnalisée de la colonne vertébrale. A travers une gamme complète, elle adresse les différentes pathologies du segment thoraco-lombaire. Créée 2009, l'entreprise commercialise I-Kontrol, une offre sur-mesure marquée CE et homologuée par la FDA avec laquelle plus de 1 500 opérations ont été réalisées depuis 2019. Solidement implantée en France, elle ambitionne de conquérir le marché américain qui représente une part non négligeable des 356 000 opérations utilisant des tiges sur le marché nord-américain.
- **Un partenariat stratégique pour changer de dimension.** En mars 2022, la Société a signé avec NuVasive (3ème acteur mondial de la colonne vertébrale avec 1,1 Mds\$ de CA en 2021), un partenariat stratégique avec un volet commercial et R&D pour le développement de son activité aux USA. SMAIO développera et accordera une licence portant sur une solution logicielle de planification chirurgicale et proposera ses services d'analyse d'imagerie à NuVasive. Cet accord à la fois capitalistique (5M\$ investis lors de l'IPO par Nuvasive) et commercial devrait permettre à SMAIO de percevoir 2 paiements pour un total de 5,0 M\$ une fois les enregistrements 510(k) obtenus offrant ainsi une forte visibilité sur le CA US.

## Evolution du ROC et MOC (en M€ et %)



## Sociétés de l'éco-système cotées en bourse

### MULTIPLIERS DE VALORISATION

| Société                   | Capitalisation | VE / CA     |             |             | VE / EBITDA  |              |              | VE / EBIT    |              |              | P/E          |              |              |
|---------------------------|----------------|-------------|-------------|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
|                           |                | 2023        | 2024        | 2025        | 2023         | 2024         | 2025         | 2023         | 2024         | 2025         | 2023         | 2024         | 2025         |
| Medtronic Plc             | 106 509,5      | 4,0x        | 3,9x        | 3,7x        | 14,1x        | 12,1x        | 11,3x        | 15,2x        | 14,3x        | 14,2x        | 15,9x        | 14,8x        | 13,6x        |
| Stryker Corporation       | 93 264,2       | 5,5x        | 5,2x        | 4,8x        | 21,2x        | 19,2x        | 17,5x        | 22,9x        | 20,9x        | 19,2x        | 25,9x        | 23,3x        | 21,3x        |
| Zimmer Biomet Holdings    | 24 433,7       | 4,3x        | 4,1x        | 3,9x        | 12,5x        | 11,8x        | 11,0x        | 15,6x        | 14,7x        | 13,9x        | 17,5x        | 16,2x        | 15,0x        |
| Globus Medical Inc Classé | 4 353,7        | 3,8x        | 3,5x        | 3,2x        | 11,1x        | 10,0x        | 9,3x         | 15,3x        | 13,6x        | 12,6x        | 20,8x        | 18,4x        | 17,1x        |
| <b>Moyenne</b>            |                | <b>4,4x</b> | <b>4,2x</b> | <b>3,9x</b> | <b>14,7x</b> | <b>13,3x</b> | <b>12,3x</b> | <b>17,3x</b> | <b>15,9x</b> | <b>15,0x</b> | <b>20,0x</b> | <b>18,2x</b> | <b>16,7x</b> |
| <b>Mediane</b>            |                | <b>4,2x</b> | <b>4,0x</b> | <b>3,8x</b> | <b>13,3x</b> | <b>11,9x</b> | <b>11,2x</b> | <b>15,5x</b> | <b>14,5x</b> | <b>14,1x</b> | <b>19,2x</b> | <b>17,3x</b> | <b>16,0x</b> |

| <b>Compte de résultat (M€)</b>                          | <b>2020</b> | <b>2021e</b> | <b>2022e</b> | <b>2023e</b> | <b>2024e</b> |
|---------------------------------------------------------|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Chiffre d'affaires                                      | 1,2         | 2,1          | 2,4          | 5,3          | 7,5          |
| Excédent brut d'exploitation                            | -2,0        | -2,3         | -2,8         | -0,5         | 0,6          |
| Résultat opérationnel courant                           | -2,5        | -3,4         | -4,0         | -2,0         | -0,9         |
| Résultat opérationnel                                   | -2,5        | -3,4         | -4,0         | -2,0         | -0,9         |
| Résultat financier                                      | 0,0         | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,1          |
| Impôts                                                  | 0,3         | 0,3          | 0,3          | 0,3          | 0,3          |
| Mise en équivalence                                     | 0,0         | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          |
| Part des minoritaires                                   | 0,0         | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          |
| Résultat net part du groupe                             | -2,2        | -3,1         | 2,8          | -1,7         | -0,5         |
| <b>Bilan (M€)</b>                                       | <b>2020</b> | <b>2021e</b> | <b>2022e</b> | <b>2023e</b> | <b>2024e</b> |
| Actifs non courants                                     | 3,5         | 4,3          | 4,0          | 3,5          | 3,2          |
| <i>dont goodwill</i>                                    | 0,0         | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          |
| BFR                                                     | 1,9         | 2,3          | 1,5          | 1,7          | 3,2          |
| Disponibilités + VMP                                    | 0,2         | 0,6          | 4,7          | 3,1          | 1,5          |
| Capitaux propres                                        | -0,4        | -0,6         | 9,7          | 8,0          | 7,5          |
| Emprunts et dettes financières                          | 6,1         | 7,8          | 0,4          | 0,4          | 0,4          |
| Total Bilan                                             | 6,5         | 8,3          | 11,7         | 10,8         | 11,3         |
| <b>Tableau de flux (M€)</b>                             | <b>2020</b> | <b>2021e</b> | <b>2022e</b> | <b>2023e</b> | <b>2024e</b> |
| Marge Brute d'autofinancement                           | -1,6        | -2,0         | 4,0          | -0,2         | 1,0          |
| Variation de BFR                                        | -1,8        | -0,5         | 0,9          | -0,3         | -1,5         |
| <b>Flux net de trésorerie généré par l'activité</b>     | <b>-3,4</b> | <b>-2,5</b>  | <b>4,9</b>   | <b>-0,5</b>  | <b>-0,5</b>  |
| Investissements opérationnels nets                      | 1,7         | -1,3         | -1,0         | -1,1         | -1,1         |
| Investissements financiers nets                         | 0,1         | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          |
| <b>Flux nets de trésorerie liés aux investissements</b> | <b>-1,7</b> | <b>-1,3</b>  | <b>-1,0</b>  | <b>-1,1</b>  | <b>-1,1</b>  |
| Augmentation de capital                                 | 0,0         | 2,4          | 7,6          | 0,0          | 0,0          |
| Variation emprunts                                      | 4,7         | 1,7          | -7,4         | 0,0          | 0,0          |
| Dividendes versés                                       | 0,0         | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          |
| Autres                                                  | 0,0         | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          |
| <b>Flux nets de trésorerie liés au financement</b>      | <b>4,7</b>  | <b>4,1</b>   | <b>0,2</b>   | <b>0,0</b>   | <b>0,0</b>   |
| Variation de trésorerie                                 | -0,4        | 0,3          | 4,1          | -1,5         | -1,6         |
| <b>Ratios (%)</b>                                       | <b>2020</b> | <b>2021e</b> | <b>2022e</b> | <b>2023e</b> | <b>2024e</b> |
| Variation chiffre d'affaires                            | 215,9%      | 72,8%        | 14,6%        | 117,9%       | 40,6%        |
| Marge EBE                                               | -159%       | -110%        | -114%        | -10%         | 8%           |
| Marge opérationnelle courante                           | -202%       | -158%        | -165%        | -38%         | -12%         |
| Marge opérationnelle                                    | -202%       | -158%        | -165%        | -38%         | -12%         |
| Marge nette                                             | -180%       | -145%        | 114%         | -32%         | -7%          |
| Investissements opérationnels nets/CA                   | 134%        | 60%          | 40%          | 20%          | 15%          |
| BFR/CA                                                  | 156%        | 109%         | 60%          | 33%          | 43%          |
| ROCE                                                    | -34%        | -37%         | -54%         | -28%         | -10%         |
| ROCE hors GW                                            | -34%        | -37%         | -54%         | -28%         | -10%         |
| ROE                                                     | 508%        | 500%         | 29%          | -21%         | -7%          |
| Payout                                                  | 0%          | 0%           | 0%           | 0%           | 0%           |
| Dividend yield                                          | 0%          | 0%           | 0%           | 0%           | 0%           |
| <b>Ratios d'endettement</b>                             | <b>2020</b> | <b>2021e</b> | <b>2022e</b> | <b>2023e</b> | <b>2024e</b> |
| Gearing (%)                                             | -1328%      | -1165%       | -44%         | -34%         | -15%         |
| Dettes nette/EBE                                        | -3,0        | -3,1         | 1,5          | 5,1          | -1,8         |
| EBE/charges financières                                 | #DIV/0!     | 57,6         | 340,8        | 14,3         | 10,1         |
| <b>Valorisation</b>                                     | <b>2020</b> | <b>2021e</b> | <b>2022e</b> | <b>2023e</b> | <b>2024e</b> |
| Nombre d'actions (en millions)                          | 5,2         | 5,2          | 5,2          | 5,2          | 5,2          |
| Nombre d'actions moyen (en millions)                    | 7,6         | 5,2          | 5,2          | 5,2          | 5,2          |
| Cours (moyenne annuelle en euros)                       |             | 2,5          | 2,5          | 2,5          | 2,5          |
| (1) Capitalisation boursière moyenne                    | 0,0         | 13,3         | 13,3         | 13,3         | 13,3         |
| (2) Dette nette (+)/ trésorerie nette (-)               | 5,8         | 7,2          | -4,3         | -2,7         | -1,1         |
| (3) Valeur des minoritaires                             | 0,0         | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          |
| (4) Valeur des actifs financiers                        | -68,2       | -593,0       | -593,0       | -593,0       | -593,0       |
| Valeur d'entreprise = (1)+(2)+(3)-(4)                   | 74,1        | 613,5        | 602,0        | 603,5        | 605,1        |
| PER                                                     | ns          | ns           | 4,8          | ns           | ns           |
| VE / EBE                                                | ns          | ns           | ns           | ns           | 18,3         |
| VE / ROC                                                | ns          | ns           | ns           | ns           | ns           |
| VE /CA                                                  | 19,1        | 9,3          | 3,4          | 1,9          | 1,5          |
| P/B                                                     | ns          | ns           | 1,4          | 1,7          | 1,8          |
| <b>Données par action (€)</b>                           | <b>2020</b> | <b>2021</b>  | <b>2022</b>  | <b>2023</b>  | <b>2024</b>  |
| Bnpa                                                    | -0,43       | -0,59        | 0,53         | -0,32        | -0,10        |
| Book value/action                                       | -0,1        | -0,1         | 1,9          | 1,5          | 1,4          |
| Dividende /action                                       | 0,00        | 0,00         | 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**: depuis le 02/04/2023

**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                              | Non                                  | Non                  | Oui                |

**« Disclaimer / Avertissement »**

La présente étude a été préparée par EuroLand Corporate indépendamment de SMAIO (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