

## MEMSCAP

Achat

Capitalisation	31,3	Ticker	MEMS-FR	Electronique
Objectif de cours	8,50 € (vs 10,50 €)	Nb de titres (en millions)	7,71	Flash valeur
Cours au 28/10/2024	4,06 €	Volume moyen 12m (titres)	35 444	
Potentiel	109%	Extrêmes 12m (€)	3,81 € 9,90 €	29/10/2024

## Repli temporaire chez deux clients majeurs

### A retenir

- Repli du chiffre d'affaires au T3 (-12,8% à 2,6 M€)
- Impact temporaire de la baisse des commandes de clients majeurs
- Maintien de la rentabilité et avancées techniques

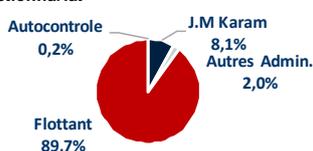
#### Données financières (en M€)

au 31/12	2023	2024e	2025e	2026e
CA	14,1	13,4	17,2	19,2
var %	50,7%	-4,6%	27,9%	11,8%
EBE	3,3	2,4	3,3	3,8
% CA	23,2%	18,2%	19,1%	19,6%
ROC	2,5	1,7	2,5	3,0
% CA	17,6%	12,4%	14,5%	15,5%
RN	2,1	1,6	3,4	4,0
% CA	15,2%	12,3%	18,8%	19,7%
Bnpa (€)	0,29	0,22	0,46	0,54
ROCE (%)	9,7%	11,0%	13,8%	15,8%
ROE (%)	12,1%	13,0%	14,3%	14,4%
Gearing (%)	-26,4%	-35,6%	-42,0%	-48,9%
Dette nette	-4,7	-7,3	-10,0	-13,6
Dividende n (€)	0,0	0,0	0,0	0,0
Yield (%)				

#### Ratios

	2023	2024e	2025e	2026e
VE/CA (x)	1,9	1,7	1,3	1,0
VE/EBE (x)	8,3	7,2	5,2	3,9
VE/ROC (x)	10,9	9,2	6,3	4,6
PE (x)	14,2	18,4	9,3	7,9

#### Actionnariat



#### Performances boursières

Performances (%) Ytd	1m	3m	12m	
Perf. Absolue	-30,2%	4,0%	-37,6%	-1,4%

Graphique de performance boursière de Memscap par rapport à la base 100 de France CAC Small (janv.-24 à oct.-24). La ligne bleue (Société - Base 100) montre une baisse de 30,2% à fin 2023, une légère reprise à 4,0% au 1er trimestre 2024, une nouvelle baisse à -37,6% au 3ème trimestre 2024, et une clôture à -1,4% en octobre 2024. La ligne rouge (France CAC Small - Base 100) reste stable autour de 100.

### Publication du chiffre d'affaires du T3 2024

Après une croissance significative en 2023, Memscap a annoncé un chiffre d'affaires de 2,6 M€ pour le troisième trimestre 2024, en recul de 12,8% par rapport aux 3,0 M€ enregistrés au T3 2023. Le chiffre d'affaires cumulé sur les neuf premiers mois de l'année ressort ainsi à 9,9 M€, en baisse modérée de 2,0% en glissement annuel. Ce repli est lié à des décalages de commandes chez certains clients majeurs, légèrement compensé par l'apport de nouveaux contrats.

### Commentaires

Sur le troisième trimestre 2024, les segments d'activité de Memscap montrent des dynamiques contrastées. Le secteur Aéronautique, qui représente environ 60% du chiffre d'affaires trimestriel, subit un recul de 20% à 1,5 M€, principalement lié à une baisse des commandes de deux clients avioniques majeurs dans un contexte de tension des chaînes d'approvisionnement.

Cette baisse est toutefois jugée temporaire par le management, avec un carnet de commandes robuste pour 2025 qui laisse présager une reprise de l'activité. Le segment Médical demeure stable avec un chiffre d'affaires de 0,7 M€, soit 29% du total, mais continue de subir la faible demande de solutions implantables. En revanche, les activités de Communications optiques affichent une progression significative de 30,6% à 0,2 M€, renforçant la diversification des revenus du groupe et atténuant l'impact de la baisse de l'Aéronautique.

### Une marge brute solide

Le taux de marge brute ressort à 43,3% pour le T3 2024, soit une légère amélioration par rapport aux 42,8% du T3 2023. La baisse du chiffre d'affaires a entraîné une contraction de la marge brute en valeur absolue, passant de 1,2 M€ au T3 2023 à 1,1 M€ au T3 2024. Cette résilience des marges s'explique par la maîtrise des coûts de production et des efforts d'optimisation du mix de produits.



**Un niveau de rentabilité qui reste solide**

L'EBITDA ajusté ressort à 369 K€, représentant 14,0% du chiffre d'affaires contre 616 K€ (20,4%) au T3 2023, reflétant une baisse de la rentabilité opérationnelle due à une augmentation des charges opérationnelles, qui atteignent 927 K€ au T3 2024. Cette hausse des coûts est en grande partie attribuable à des investissements dans les équipes de R&D, nécessaires pour soutenir les projets d'innovation du groupe. Le résultat net consolidé s'élève à 178 K€, soit 6,8% du chiffre d'affaires, contre 10,1% au T3 2023, traduisant l'impact de la hausse des OPEX sur le bénéfice net.

**Perspectives**

Memscap reste confiant quant à sa capacité à atteindre les objectifs de croissance rentable de son plan stratégique 4C à horizon 2026. La récente validation technique de son programme de contrôle moteur, couplée à une forte visibilité des commandes en aéronautique pour 2025, laisse présager une reprise des revenus dans ce segment. Nous révisons à la baisse nos prévisions pour 2024e avec un chiffre d'affaires de 13,4 M€ (vs 15,0 M€) et un ROC de 1,7 M€ (vs 2,8 M€). Nous anticipons une amélioration des performances financières à partir de 2025e, portée par le carnet de commandes et le redressement des activités de ses principaux clients.

**Recommandation**

Suite à cette publication, nous réitérons notre recommandation à Achat. Cependant, nous abaissons notre objectif de cours de 8,50 € (vs 10,50€).



## Présentation de la société

Memscap est une entreprise française spécialisée dans la conception, la fabrication et la commercialisation de composants et de systèmes à base de microsystèmes électromécaniques (MEMS) destinés à une large gamme d'applications industrielles, notamment des capteurs de pression pour l'aéronautique, le médical et des atténuateurs optiques variables pour les télécommunications.

Fort de plus de 25 ans d'expérience, Memscap est le leader Français des MEMS. Disposant d'un outil industriel de premier plan, la société bénéficie de capacités de production conséquentes qui devraient lui permettre de mener à bien son plan stratégique 4C (TCAM de CA de +20% entre 2022 et 2026) sans investissements significatifs. Depuis 2022, la société adopte également une stratégie fabless sur la production de ses puces et de son activité Optique ce qui lui permet de produire avec flexibilité en sous-traitant l'ensemble du processus de fabrication.

## Argumentaire d'investissement

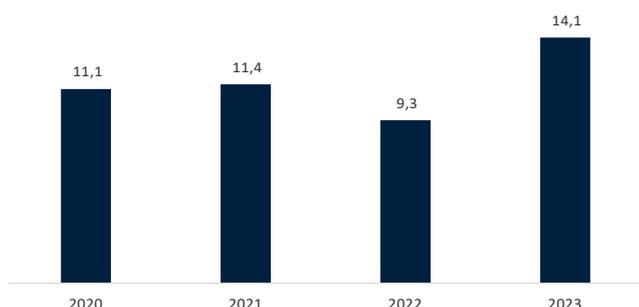
**Un marché aux perspectives de croissance prometteuse.** Dans un marché porteur des Mems (systèmes-électromécaniques) qui devrait atteindre 22,3 Mds\$ en 2027 (vs 13,6 Mds\$ estimé en 2021), Memscap est positionnée sur le marché des capteurs de pression pour l'aéronautique et le médical (respectivement 200 M\$ et 50 M\$ en 2021) ainsi que sur les puces VOA (5,0 M\$ en 2021). D'ici 2025, nous anticipons une croissance de l'activité de Memscap avec un TCAM du CA de 26,2 % en organique. La société va bénéficier : 1/ du retour de la croissance dans le secteur aéronautique, 2/ de la poursuite de la prise de parts de marché sur le segment médical et 3/ de la nouvelle organisation fabless sur son activité VOA. En plus, elle devrait profiter du renforcement de son expertise à travers des acquisitions opportunistes.

**Une organisation optimisée offrant du levier sur les marges.** Après une année 2022 marquée par la fin de la rationalisation de ses coûts en profondeur avec la vente de l'usine aux US, Memscap devrait rapidement redresser sa rentabilité. En effet, nous anticipons un rebond du taux de marge brute sur les prochains exercices, compte tenu de la cession de l'activité aux US. D'autre part, l'EBE va bénéficier : 1/ de la croissance du chiffre d'affaires permettant d'absorber les coûts fixes 2/ d'un mix-produit plus favorable qui permettra d'améliorer la marge d'EBE et 3/ d'une organisation fabless génératrice de marge sur l'activité Optique.

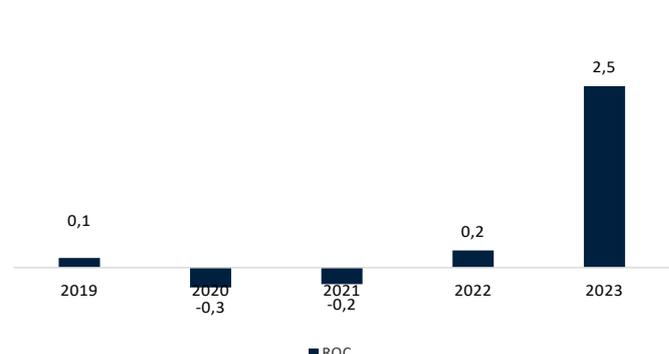
## Multiples de valorisation des comparables

MULTIPLES DE VALORISATION													
Société	Capitalisation	VE / CA			VE / EBITDA			VE / EBIT			P/E		
		2023	2024	2025	2023	2024	2025	2023	2024	2025	2023	2025	
Honeywell International Inc.	124 159,2	3,9x	3,6x	3,4x	14,4x	13,3x	12,4x	16,6x	15,2x	14,0x	20,8x	19,0x	17,7x
Infineon Technologies AG	40 457,4	2,9x	2,7x	2,4x	9,3x	8,5x	6,8x	14,7x	13,6x	10,5x	17,4x	16,4x	12,8x
TE Connectivity Ltd.	42 192,1	3,7x	2,9x	2,7x	12,7x	12,0x	11,4x	16,2x	15,0x	13,8x	19,6x	18,5x	17,0x
Murata Manufacturing Co., Ltd.	33 345,5	2,8x	2,6x	2,4x	9,6x	8,3x	7,6x	14,9x	12,5x	10,8x	21,0x	18,0x	15,8x
Analog Devices, Inc.	105 829,3	12,8x	11,6x	10,5x	20,3x	25,3x	21,6x	31,3x	26,8x	22,2x	36,2x	30,8x	25,1x
TransDigm Group Incorporated	70 054,3	11,9x	10,6x	9,8x	22,9x	20,2x	18,6x	26,5x	22,9x	20,9x	39,1x	32,7x	28,8x
Merit Medical Systems, Inc.	5 182,5	4,4x	4,1x	3,9x	19,8x	17,4x	15,7x	23,9x	21,0x	18,9x	28,9x	25,6x	22,7x
<b>Moyenne</b>		<b>6,0x</b>	<b>5,4x</b>	<b>5,0x</b>	<b>15,6x</b>	<b>15,0x</b>	<b>13,4x</b>	<b>20,6x</b>	<b>18,1x</b>	<b>15,9x</b>	<b>26,1x</b>	<b>23,0x</b>	<b>20,0x</b>
<b>Mediane</b>		<b>3,9x</b>	<b>3,6x</b>	<b>3,4x</b>	<b>14,4x</b>	<b>13,3x</b>	<b>12,4x</b>	<b>16,6x</b>	<b>15,2x</b>	<b>14,0x</b>	<b>21,0x</b>	<b>19,0x</b>	<b>17,7x</b>

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



## Evolution du ROC (en M€)



Compte de résultat (M€)	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Chiffre d'affaires	11,4	9,3	14,1	13,4	17,2	19,2
Excédent brut d'exploitation	1,0	1,4	3,3	2,4	3,3	3,8
<b>Résultat opérationnel courant</b>	<b>-0,2</b>	<b>0,2</b>	<b>2,5</b>	<b>1,7</b>	<b>2,5</b>	<b>3,0</b>
Résultat opérationnel	-0,2	0,2	2,5	1,7	2,5	3,0
Résultat financier	0,0	0,0	-0,3	0,1	0,1	0,2
Impôts	-0,1	-0,1	0,0	-0,1	-0,4	-0,4
Mise en équivalence	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
<b>Résultat net part du groupe</b>	<b>-0,3</b>	<b>0,2</b>	<b>2,1</b>	<b>1,6</b>	<b>3,4</b>	<b>4,0</b>
Bilan (M€)	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Actifs non courants	15,8	14,0	14,5	14,1	13,7	13,4
<i>dont goodwill</i>	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
BFR	2,4	2,8	4,2	4,8	5,8	6,5
<b>Disponibilités + VMP</b>	<b>3,9</b>	<b>4,2</b>	<b>4,8</b>	<b>7,4</b>	<b>10,2</b>	<b>13,8</b>
Capitaux propres	15,8	15,6	17,7	20,5	23,9	27,9
Emprunts et dettes financières	0,6	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1
<b>Total Bilan</b>	<b>25,4</b>	<b>23,4</b>	<b>26,3</b>	<b>29,0</b>	<b>32,9</b>	<b>37,3</b>
Tableau de flux (M€)	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Marge Brute d'autofinancement	0,9	0,1	3,3	2,4	4,2	4,8
Variation de BFR	0,7	0,0	-1,5	-0,6	-1,0	-0,7
<b>Flux net de trésorerie généré par l'activité</b>	<b>1,6</b>	<b>0,1</b>	<b>1,8</b>	<b>2,9</b>	<b>3,2</b>	<b>4,1</b>
Investissements opérationnels nets	-0,1	1,4	-0,3	-0,3	-0,4	-0,5
Investissements financiers nets	0,0	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0
<b>Flux nets de trésorerie liés aux investissements</b>	<b>-0,2</b>	<b>1,3</b>	<b>-0,5</b>	<b>-0,3</b>	<b>-0,4</b>	<b>-0,5</b>
Augmentation de capital	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Variation emprunts	-0,2	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0
Dividendes versés	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Autres	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Flux nets de trésorerie liés au financement</b>	<b>-0,7</b>	<b>-0,7</b>	<b>-0,6</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>
Variation de trésorerie	0,7	0,5	0,6	2,5	2,7	3,6
Ratios (%)	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
<b>Variation chiffre d'affaires</b>	<b>2%</b>	<b>-18%</b>	<b>51%</b>	<b>-5%</b>	<b>28%</b>	<b>12%</b>
Marge EBE	8%	15%	23%	18%	19%	20%
<b>Marge opérationnelle courante</b>	<b>-2%</b>	<b>3%</b>	<b>18%</b>	<b>12%</b>	<b>14%</b>	<b>16%</b>
Marge opérationnelle	-2%	3%	18%	12%	14%	16%
Marge nette	-3%	2%	15%	12%	19%	20%
Investissements opérationnels nets/CA	1%	15%	2%	2%	2%	2%
BFR/CA	21%	30%	30%	32%	32%	32%
ROCE	-1%	1%	10%	11%	14%	16%
ROCE hors GW	-1%	1%	10%	11%	14%	16%
ROE	-2%	1%	12%	13%	14%	14%
Payout	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Dividend yield	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Ratios d'endettement	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
<b>Gearing (%)</b>	<b>-0,2</b>	<b>-0,3</b>	<b>-0,3</b>	<b>-0,4</b>	<b>-0,4</b>	<b>-0,5</b>
Dette nette/EBE	-3,4	-2,8	-1,4	-2,0	-2,3	-2,7
EBE/charges financières	21,0	203,9	10,7	28,9	38,0	29,8
Valorisation	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Nombre d'actions (en millions)	7,7	7,7	7,7	7,7	7,7	7,7
Nombre d'actions moyen (en millions)	7,7	7,7	7,7	7,7	7,7	7,7
Cours (moyenne annuelle en euros)	4,1	4,1	4,1	4,1	4,1	4,1
(1) Capitalisation boursière moyenne	31,3	31,3	31,3	31,3	31,3	31,3
(2) Dette nette (+)/ trésorerie nette (-)	-3,3	-4,0	-4,7	-7,3	-10,0	-13,6
(3) Valeur des minoritaires	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
(4) Valeur des actifs financiers	1,4	1,3	1,4	1,4	1,4	1,4
Valeur d'entreprise = (1)+(2)+(3)-(4)	26,6	26,1	25,2	24,0	21,3	17,7
<b>PER</b>	<b>ns</b>	<b>167,7</b>	<b>14,2</b>	<b>18,4</b>	<b>9,3</b>	<b>7,9</b>
VE / EBE	8,3	19,4	8,3	7,2	5,2	3,9
<b>VE / ROC</b>	<b>ns</b>	<b>117,3</b>	<b>10,9</b>	<b>9,2</b>	<b>6,3</b>	<b>4,6</b>
VE / CA	0,7	3,0	1,9x	1,7	1,3	1,0
P/B	0,6	1,9	1,7	1,6	1,3	1,1
Données par action (€)	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
<b>Bnpa</b>	<b>0,0</b>	<b>0,02</b>	<b>0,29</b>	<b>0,2</b>	<b>0,5</b>	<b>0,5</b>
Book value/action	2,0	2,0	2,3	2,7	3,1	3,6
Dividende /action	0,00	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 08/03/2023

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 <sup>®</sup>
Non	Non	Non	Oui	Non	Oui



## “Disclaimer / Avertissement”

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

