

Capitalisation (M€)	28,8	Ticker	ALGEN:FP / ALGEN.PA	Santé
Objectif de cours	5,90 €	Nb de titres (en millions)	9,5	Flash valeur
Cours au 27/03/2025	3,04 €	Volume moyen 12m (titres)	7 069	28/03/2025
Potentiel	117,1%	Extrêmes 12m (€)	2,84€/4,69€	

## Résultats meilleurs qu'attendus

### A retenir

- Marge d'Ebitda supérieure au seuil fixé dans le plan stratégique
- Marché morose qui affecte le début d'année
- Plan de réduction de coûts qui soutiendra les résultats futurs

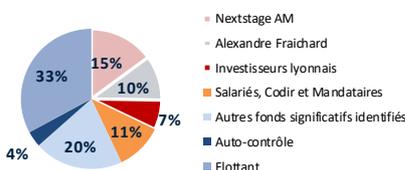
#### Données financières (en M€)

au 31/12	2024	2025e	2026e	2027e
CA	22,1	22,1	25,5	32,0
var %	10,0%	0,1%	15,5%	25,5%
EBE	3,9	3,0	3,6	4,8
% CA	17,9%	13,7%	14,0%	15,1%
ROC	1,4	0,2	0,4	1,4
% CA	6,2%	0,8%	1,5%	4,4%
RN	1,8	0,5	0,1	1,1
% CA	8,3%	2,1%	0,3%	3,4%
Bnpa (€)	0,19	0,05	0,01	0,12
ROCE (%)	5,2%	0,5%	1,1%	3,8%
ROE (%)	10,3%	2,6%	0,4%	5,6%
Gearing (%)	3,5%	39,8%	44,3%	40,3%
Dette nette	3,0	0,6	7,3	8,2
Dividende n (€)	0,0	0,0	0,0	0,0
Yield (%)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

#### Multiples de valorisation

	2024	2025e	2026e	2027e
VE/CA (x)	1,2	1,5	1,3	1,1
VE/EBE (x)	6,8	11,0	9,6	7,0
VE/ROC (x)	19,7	196,4	88,2	23,9
P/E (x)	15,7	61,1	364,2	26,1

#### Actionnariat



#### Performances boursières



### Résultats 2024 en lien avec la mise en œuvre de la stratégie

Au S2, comme au S1, les résultats sont en recul, affectés par la hausse des dépenses liées à la mise en place du plan stratégique Route 50+. Néanmoins, comme au S1, la marge d'EBITDA est supérieure au seuil fixé dans le cadre du plan, en raison de recrutements un peu plus tardifs qu'anticipés, et notamment ceux des deux directeurs commerciaux intervenus en fin d'année.

Ainsi, compte tenu d'une augmentation des dépenses opérationnelles de 4M€ sur l'exercice (hors DAP et en intégrant la participation des salariés), augmentation couverte pour moitié par la hausse du chiffre d'affaires, l'EBITDA ressort à 3,95 M€ retraité de la participation des salariés (vs 3,68 M€ attendu et 5,90 M€ en 2023) et à 4,43 M€ avant participation avec un taux de marge significatif de 20% (avant participation).

Après dotations aux amortissements, le résultat d'exploitation ressort à 1,36 M€ (après participation) vs 1,65 M€ en 2023 et 1,10 M€ attendu (1,81 M€ avant impact de la participation des salarié vs 2,06 M€ en 2023) et le Résultat Net s'établit à 1,83M€ après prise en compte des résultats financier (+0,15M€) et exceptionnel (+0,31 M€).

### Structure financière et bilancielle saine et solide

La société bénéficie toujours d'une structure financière extrêmement saine et solide avec des fonds propres de 17,9 M€ pour une dette nette de 0,6 M€ (gearing de 3,5%) et dispose d'une trésorerie de près de 5 M€ à fin décembre 2024.

Le BFR reste bien maîtrisé et a bénéficié sur l'exercice du remboursement du CIR de 2022 d'un montant de 2,7M€. Il représente désormais moins de 90 jours de chiffre d'affaires vs 124 jours en 2023.

### Révision de nos perspectives

Le début d'année 2025 est marqué par des conditions de marché difficiles et un climat attentiste, en particulier aux Etats-Unis, qui devraient affecter à minima le S1 2025.

Néanmoins, la société a finalisé fin 2024 le recrutement de ses deux directeurs commerciaux, pour le pôle « Pharma - CRO » et « Biopharma », lesquels sont en cours de consolidations de leurs équipes, ce qui devrait permettre de dynamiser les ventes, dès le S2, malgré l'aspect conjoncturel. Par ailleurs, le développement de la JV chinoise, se poursuit conformément aux attentes et genOway souhaite poursuivre ses projets à l'international en ouvrant une structure au Japon, 4ème marché mondial des études préclinique, en 2025, sur le modèle de la coentreprise ouverte en Chine.

En outre, la société a acté un plan de réduction de coûts, et en particulier de ses achats et charges externes, qui pourrait lui permettre de générer 0,9 M€ d'économies en 2025 et 1,5 M€ en année pleine, et viendrait soutenir ses résultats futurs. La société pense, en effet, être en mesure d'améliorer significativement ses process de production, notamment en raison de l'extension de ses bâtiments prévue dès cette année.

Nous avons donc revu nos estimations 2025 et suivantes pour tenir compte de tous ces paramètres et attendons désormais pour 2025 un CA stable à 22 M€ (vs 24 M€ auparavant), un résultat opérationnel de 0,2 M€ vs 0,6M€ auparavant et un résultat net de 0,5 M€ vs 1 M€ auparavant.

La marge d'EBITDA restera supérieure à 15% (avant participation) sur toute la période de prévision.

### Recommandation

Nous confirmons notre recommandation Achat. Notre OC ajusté de nos perspectives et des conditions de marché ressort désormais à 5,9€ vs 6,0€.

## Présentation de la société

Créée en 1999, et cotée depuis 2007, genOway conçoit et développe des modèles de recherche dont la physiologie a été améliorée (par modification génétique ou par greffe de cellules / tissus) pour mimer au mieux la physiologie humaine. Les modèles de genOway permettent ainsi de mieux prédire les effets (bénéfiques comme délétères) des candidats médicaments de ses clients et in fine sécurisent et accélèrent leur processus de mise sur le marché.

Depuis 2018, la société est passé d'un modèle de service totalement à façon sur mesure, pour répondre à des demandes spécifiques de ses clients au développement d'un catalogue de modèles « prêts à l'emploi », sur le segment de la recherche en immuno-oncologie. Son nouveau plan stratégique vise à aller plus loin dans le développement de son catalogue en se positionnant sur l'immunologie au sens large tout en accélérant sur la partie conseil. Elle réalise à fin 2024 un CA de 22M€.

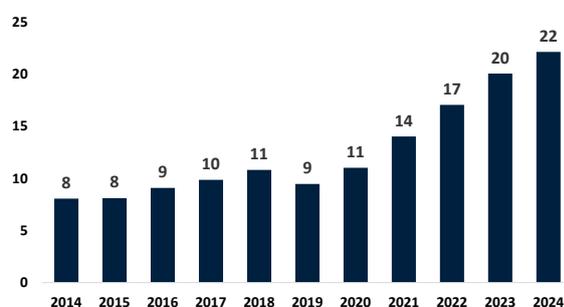
## Argumentaire d'investissement

**Un acteur fondamental des solutions précliniques prédictives :** Dans un contexte où la phase préclinique est une étape critique pour le lancement d'un nouveau médicament, plus aucune modification n'étant possible en phase d'essai clinique, genOway, grâce à ses modèles extrêmement prédictifs, se positionne comme un partenaire de référence de la recherche préclinique en immunologie. Son partenariat de longue date avec les plus grands laboratoires internationaux dans la conception de modèles sur mesure et la constitution d'un catalogue lui permet d'adresser toutes les cibles d'intérêts pour l'industrie pharmaceutique.

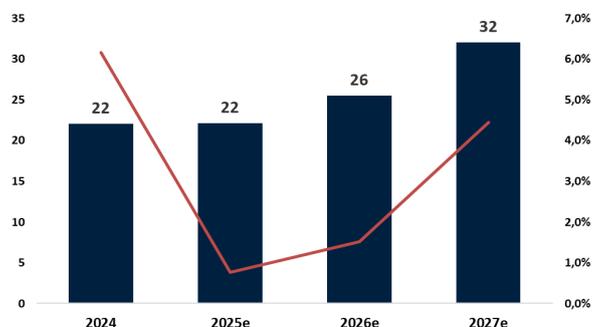
**Avec de fortes barrières à l'entrée :** genOway est le seul acteur du secteur à offrir à ses clients 1/ une gamme complète «de modèles» de recherche préclinique totalement validés et constamment améliorés, 2/ un conseil scientifique de haut niveau pour les accompagner dans la conception de la meilleure stratégie de choix pour leurs essais 3/ une possibilité d'approche croisée avec différents types de modèles (syngéniques, immunodéficients et cellulaires ) et 4/ une stratégie bas carbone en lien avec les obligations de l'industrie pharmaceutique. Cette approche globale est une véritable barrière à l'entrée face à des concurrents mono produits ou moins qualitatifs.

**Une accélération de son potentiel de croissance :** Le nouveau plan stratégique permettra à genOway de changer d'échelle en accélérant sa croissance tout en restant dans la continuité de ce qui fait la force de son business model : des modèles catalogues très rémunérateurs et à forte valeur ajoutée.

### Evolution du chiffre d'affaires 2014-2024



### Prévisions CA et MOC 2024-2027e



Compte de résultat (M€)	2020	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Chiffre d'affaires	11,0	14,0	17,1	20,0	22,1	22,1	25,5	32,0
Excédent brut d'exploitation	1,0	1,2	3,1	5,9	3,9	3,0	3,6	4,8
<b>Résultat opérationnel courant</b>	<b>-0,3</b>	<b>-0,7</b>	<b>0,6</b>	<b>1,7</b>	<b>1,4</b>	<b>0,2</b>	<b>0,4</b>	<b>1,4</b>
Résultat opérationnel	-0,5	-0,3	1,1	1,7	1,7	0,6	0,4	1,4
Résultat financier	-0,1	0,0	-0,3	-0,1	0,1	-0,2	-0,3	-0,3
Impôts	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Mise en équivalence	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
<b>Résultat net part du groupe</b>	<b>-0,7</b>	<b>-0,3</b>	<b>0,8</b>	<b>1,6</b>	<b>1,8</b>	<b>0,5</b>	<b>0,1</b>	<b>1,1</b>
Bilan (M€)	2020	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Actifs non courants	12,8	13,2	12,8	13,8	14,1	21,2	21,3	20,5
dont goodwill	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
BFR	4,7	7,2	8,1	6,9	5,4	5,4	6,3	7,9
<b>Disponibilités + VMP</b>	<b>2,7</b>	<b>5,6</b>	<b>4,9</b>	<b>4,3</b>	<b>5,0</b>	<b>3,8</b>	<b>2,7</b>	<b>1,6</b>
Capitaux propres	8,8	14,6	15,4	16,5	17,9	18,4	18,4	19,5
Emprunts et dettes financières	10,8	10,8	9,0	7,2	5,6	11,1	10,8	9,5
<b>Total Bilan</b>	<b>27,6</b>	<b>32,7</b>	<b>32,9</b>	<b>31,8</b>	<b>31,8</b>	<b>37,8</b>	<b>38,8</b>	<b>40,7</b>
Tableau de flux (M€)	2020	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Marge brute d'autofinancement	0,8	1,7	3,4	5,8	4,4	3,3	3,3	4,5
Variation de BFR	-1,7	-2,5	-0,9	1,2	1,5	0,0	-0,8	-1,6
<b>Flux nets de trésorerie généré par l'activité</b>	<b>-0,9</b>	<b>-0,8</b>	<b>2,4</b>	<b>7,0</b>	<b>5,9</b>	<b>3,3</b>	<b>2,4</b>	<b>2,9</b>
CAPEX nets	-4,5	-2,3	-1,9	-1,8	-2,4	-10,0	-3,3	-2,6
<b>FCF</b>	<b>-5,5</b>	<b>-3,1</b>	<b>0,5</b>	<b>5,3</b>	<b>3,5</b>	<b>-6,7</b>	<b>-0,9</b>	<b>0,3</b>
Augmentation de capital	1,7	5,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Variation emprunts	4,7	0,1	-1,1	-1,8	-1,7	2,6	2,7	-1,4
Dividendes versés	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Flux nets de trésorerie liés au financemen</b>	<b>6,5</b>	<b>5,7</b>	<b>-1,1</b>	<b>-1,8</b>	<b>-1,6</b>	<b>2,6</b>	<b>2,7</b>	<b>-1,4</b>
Variation de trésorerie	1,6	2,9	-0,7	3,2	1,4	-4,1	1,8	-1,1
Ratios (%)	2020	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Variation chiffre d'affaires	16,5%	27,3%	21,6%	17,6%	10,0%	0,1%	15,5%	25,5%
Marge EBE	8,7%	8,7%	18,5%	29,5%	17,9%	13,7%	14,0%	15,1%
<b>Marge opérationnelle courante</b>	<b>-3,1%</b>	<b>-5,0%</b>	<b>3,7%</b>	<b>8,3%</b>	<b>6,2%</b>	<b>0,8%</b>	<b>1,5%</b>	<b>4,4%</b>
Marge opérationnelle	-4,8%	-2,3%	6,3%	8,3%	7,5%	2,9%	1,5%	4,4%
Marge nette	-6,2%	-2,3%	4,6%	7,8%	8,3%	2,1%	0,3%	3,4%
CAPEX (% CA)	41,0%	16,2%	11,2%	8,9%	10,8%	45,3%	12,9%	8,1%
BFR (% CA)	42,9%	51,3%	47,8%	34,4%	24,7%	24,7%	24,7%	24,7%
ROCE	-1,3%	-2,6%	2,3%	6,0%	5,2%	0,5%	1,1%	3,8%
<b>ROCE hors GW</b>	<b>-1,3%</b>	<b>-2,6%</b>	<b>2,3%</b>	<b>6,0%</b>	<b>5,2%</b>	<b>0,5%</b>	<b>1,1%</b>	<b>3,8%</b>
ROE	-7,8%	-2,2%	5,1%	9,5%	10,3%	2,6%	0,4%	5,6%
Payout	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%
Ratios d'endettement	2020	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
<b>Gearing (%)</b>	<b>90,9%</b>	<b>35,8%</b>	<b>27,1%</b>	<b>18,0%</b>	<b>3,5%</b>	<b>39,8%</b>	<b>44,3%</b>	<b>40,3%</b>
Dettes nettes/EBE	8,4	4,3	1,3	0,5	0,2	2,4	2,3	1,6
EBE/charges financières	11,1	11,0	25,8	54,1	26,9	19,1	11,6	15,0
Valorisation	2020	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Nombre d'actions (en millions)	7,0	9,1	9,1	9,5	9,5	9,5	9,5	9,5
Nombre d'actions moyen (en millions)	7,0	9,1	9,1	9,5	9,5	9,5	9,5	9,5
Cours (moyenne annuelle en euros)	2,3	3,9	3,6	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0
(1) Capitalisation boursière moyenne	16	35	33	29	29	29	29	29
(2) Dette nette (+)/ trésorerie nette (-)	8,0	5,2	4,2	3,0	0,6	7,3	8,2	7,9
(3) Valeur des minoritaires	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
(4) Valeur des actifs financiers	-0,6	-0,6	-0,6	-2,2	-2,7	-2,7	-2,7	-2,7
Valeur d'entreprise = (1)+(2)+(3)-(4)	23,5	39,9	36,6	29,6	26,7	33,4	34,3	34,0
<b>VE/CA</b>	<b>2,1</b>	<b>2,8</b>	<b>2,1</b>	<b>1,5</b>	<b>1,2</b>	<b>1,5</b>	<b>1,3</b>	<b>1,1</b>
VE/EBE	24,5	32,6	11,6	5,0	6,8	11,0	9,6	7,0
<b>VE/ROC</b>	<b>-69,1</b>	<b>-57,2</b>	<b>58,0</b>	<b>17,9</b>	<b>19,7</b>	<b>196,4</b>	<b>88,2</b>	<b>23,9</b>
P/E	-23,3	-109,3	42,4	18,4	15,7	61,1	364,2	26,1
P/B	1,8	2,4	2,1	1,7	1,6	1,6	1,6	1,5
P/CF	-17,1	-44,7	13,5	4,1	4,9	8,7	11,9	9,9
<b>FCF yield (%)</b>	<b>-23,2%</b>	<b>-7,7%</b>	<b>1,5%</b>	<b>17,8%</b>	<b>13,0%</b>	<b>-20,0%</b>	<b>-2,6%</b>	<b>0,9%</b>
Données par action (€)	2020	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Bnpa	-0,1	0,0	0,1	0,2	0,2	0,0	0,0	0,1
<b>Book value/action</b>	<b>1,3</b>	<b>1,6</b>	<b>1,7</b>	<b>1,7</b>	<b>1,9</b>	<b>1,9</b>	<b>1,9</b>	<b>2,1</b>
Dividende /action	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 22/11/2023

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 genOway (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