

## Achat

<b>Objectif de cours</b>	<b>6,80 €</b>
Cours au 09/07/2024	2,67 €
<b>Potentiel</b>	<b>155%</b>

## Données valeur

ALCAR:FP / ALCAR.PA	
Euronext Growth	
Capitalisation (M€)	93,1
Nb de titres (en millions)	34,9
Volume moyen 12 mois (titres)	94 821
Extrêmes 12 mois	18 € - 10,0 €

## Performances boursières

<b>Performances (%)</b>	<b>Ytd</b>	<b>1m</b>	<b>3m</b>	<b>12m</b>
Perf. Absolue	-60,2%	-13,3%	-33,4%	-64,0%
Perf CAC Small	-1,4%	-11,6%	-2,8%	-5,7%

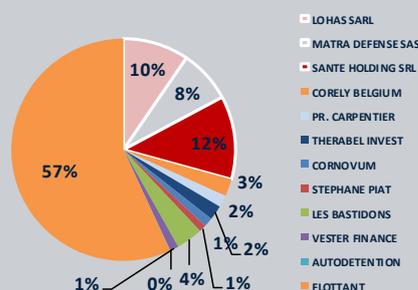
## Données financières (en M€)

<b>au 31/12</b>	<b>2023</b>	<b>2024e</b>	<b>2025e</b>	<b>2026e</b>
CA	2,8	15,1	30,7	76,9
var %	710,7%	438,1%	103,9%	150,5%
EBE	-46,7	-51,6	-44,6	-26,6
% CA	-1669%	-342,9%	-145,4%	-34,6%
ROC	-52,52	-53,63	-46,85	-29,65
% CA	-1878%	-356,3%	-152,7%	-38,6%
RN	-53,87	-55,19	-47,73	-30,46
% CA	-1926%	-366,7%	-155,6%	-39,6%
Bnpa (€)	-2,17	-1,58	-1,37	-0,87
ROCE (%)	-142,4%	-87,6%	-62,7%	-32,3%
ROE (%)	123,1%	230,4%	714,0%	-205,1%
Gearing (%)	-151,9%	-262,5%	-817,4%	299,8%
Dette nette	66,5	62,9	54,6	44,5
Dividende n (€)	0,0	0,0	0,0	0,0
Yield (%)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

## Multiples de valorisation

	<b>2023</b>	<b>2024e</b>	<b>2025e</b>	<b>2026e</b>
VE/CA (x)	82,9	10,3	4,8	1,8
VE/EBE (x)	-5,0	-3,0	-3,3	-5,1
VE/ROC (x)	-4,4	-2,9	-3,1	-4,6
P/E (x)	-3,1	-1,7	-1,9	-3,1

## Actionariat



## Confirmation de la dynamique des ventes au S1

## Publication du CA S1 2024

Avec 20 implantations au S1, un rythme de ventes qui s'accélère (de 2 implantations par mois au T1, à 4 implantations par mois au T2), les premières ventes en Pologne (portant à 3 le nombre de pays actifs commercialement), et un CA de 3,2M€ sur le semestre, d'ores et déjà supérieur à celui de l'ensemble de l'année 2023 (2,8M€), Carmat confirme l'adoption croissante de sa technologie Aeson®.

## Trajectoire de l'étude EFICAS confirmée

14 implantations ont été réalisées au S1 dans le cadre de l'Etude EFICAS, portant à 25 le nombre d'implantations dans le cadre de cette étude, soit près de la moitié des 52 prévues.

9 centres (sur les 10 centres participants) ont déjà réalisé au moins une implantation, et 3 centres en ont réalisé 5 chacun. Un critère important qui montre leur attrait pour la technologie.

Le timing de publication de l'étude, qui doit soutenir la demande de remboursement en France et l'autorisation de commercialisation aux Etats-Unis, prévu pour fin 2025 semble donc bien engagé à ce stade.

## Mise en place d'une « equity line »

Afin de financer son développement, et compte tenu de ses besoins financiers importants, Carmat a mis en place, en juillet 2024, une ligne de financement sur 24 mois avec Vester Finance, d'un montant total de 8,2M€. 2,2M€ ont d'ores et déjà été levés à la signature du contrat, assurant une visibilité financière jusqu'à fin septembre 2024.

Pour rappel nous prévoyons des levées de fonds pour un montant total de l'ordre de 30M€ au S2 2024 (outre l'équitization de la dette BEI).

## Perspectives confirmées

L'accélération des ventes devrait se poursuivre au S2 sous l'effet 1/ de la hausse du nombre de centres formés (9 nouveaux centres ont été formés aux implantations commerciales au S1, portant le nombre de centres commercialement formés à 42 dans 14 pays), 2/ d'une accélération de la dynamique des centres formés (les trois quart des centres formés ont déjà soumis des dossiers patients en vue d'évaluer leur éligibilité à l'implantation d'un cœur Aeson®). 3/ d'un élargissement des actions commerciale aux centres spécialisés en assistance mécanique (et plus uniquement aux centres spécialisés en transplantation) 4/ d'une accélération attendue des « redo ». Plusieurs centres ont déjà réalisé plusieurs implantations avec une tendance qui devrait s'accroître du fait d'une adoption croissante de la technologie.

Ces différents éléments confortent nos perspectives. Nous maintenons nos estimations annuelles.

## Opinion et Recommandation

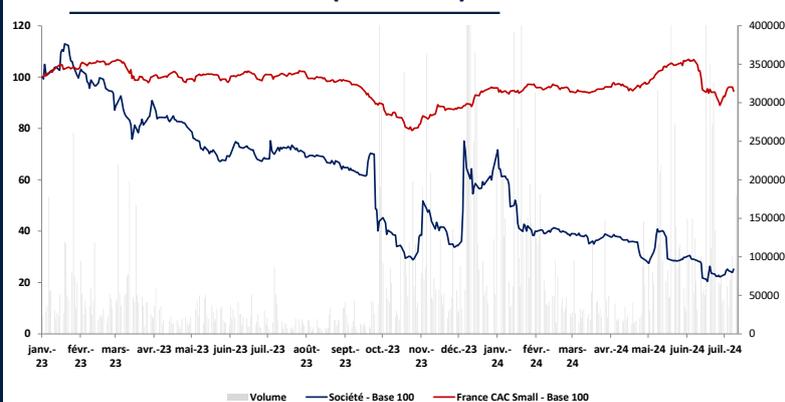
Nous confirmons notre recommandation Achat et notre OC de 6,8 €.

## Présentation de la société

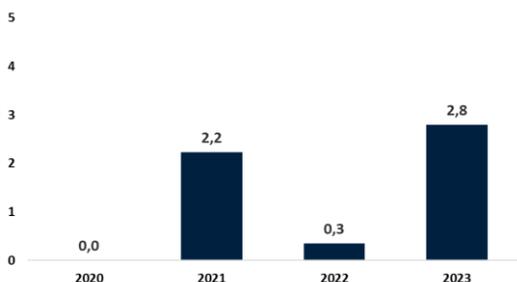
Issue de la rencontre au début des années 1990, entre le Pr Alain Carpentier, père de la chirurgie cardiaque valvulaire moderne et concepteur des valves biologiques les plus utilisées au monde, et Jean-Luc Lagardère, alors Président de Matra-Défense, société experte des systèmes embarqués, CARMAT est née des années plus tard, en 2008, après deux décennies de recherche et développement de biomatériaux et technologies dans le domaine du cœur artificiel. Cotée depuis 2010, CARMAT a, au fil des ses travaux, développé le modèle de cœur artificiel le plus avancé du marché, et dispose, pour l'heure, du seul cœur artificiel total pourvu du marquage CE.

Les problèmes d'approvisionnement ayant retardé la commercialisation début 2023 sont désormais réglés et la société devrait réaliser un CA de l'ordre de 15M€ en 2024 selon nos estimations (vs de 2,8M€ en 2023).

## Evolution du cours (base 100)



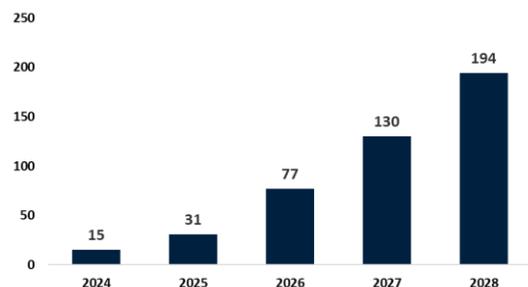
## Evolution du chiffre d'affaires 2020-2023 (M€)



## Argumentaire d'investissement

- Le concepteur du cœur artificiel total le plus avancé du marché :** Après 20 ans de R&D, un recul de plus de 10 ans depuis sa première implantation et de nombreuses corrections, le cœur développé par Carmat est aujourd'hui le cœur artificiel total le plus avancé du marché, avec un profil de sécurité récemment renforcé. Des résultats corroborés par les études cliniques qui montrent la supériorité du cœur Aeson® par rapport aux dispositifs concurrents existants.
- Disposant de fortes barrières à l'entrée :** De plus, si plusieurs projets concurrents sont à l'étude, aucun n'en est encore à un stade d'avancement suffisant pour envisager de rivaliser avec le cœur Aeson®, compte tenu de la complexité de développement de telles technologies et de la nécessité d'étude cliniques d'une part, et de temps d'adoption par la communauté médicale très longs, d'autre part. Avec plus de 50 centres formés à sa technologie et 70 implantations à son actif, Carmat bénéficie donc d'une large longueur d'avance par rapport à ses concurrents. De plus, SynCardia, seul cœur artificiel total véritablement opérationnel, étant suspendu de marquage CE depuis 2021, compte tenu de ses risques potentiels, Carmat est le seul acteur du secteur à disposer à ce jour du marquage CE dans l'indication de pont à la transplantation pour un cœur artificiel total, ce qui constitue un véritable atout sur le marché.
- Un positionnement ouvrant de belles perspectives :** Compte tenu du manque de greffons disponibles et de la hausse constante de l'insuffisance cardiaque terminale, les besoins en cœurs sont importants, ouvrant de belles perspectives de croissance à Carmat. La hausse du nombre de centres formés et l'adoption croissante de sa technologie devrait ainsi lui permettre de monter en puissance rapidement. Nous estimons que son CA pourrait atteindre 15M€ en 2024 et 194M€ en 2028. Les besoins financiers seront toutefois encore importants sur les prochaines années et resteront financés par des levées de fonds, mais les pertes devraient se réduire progressivement et les premiers bénéfices sont attendus en 2028.

## Prévisions Euroland 2024-2028e (M€)



Compte de résultat (M€)	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e
Chiffre d'affaires	0,0	2,2	0,3	2,8	15,1	30,7	76,9	130,3	194,2
Excédent brut d'exploitation	-28,0	-52,0	-53,4	-46,7	-51,6	-44,6	-26,6	1,4	35,6
<b>Résultat opérationnel courant</b>	<b>-36,4</b>	<b>-60,4</b>	<b>-51,9</b>	<b>-52,5</b>	<b>-53,6</b>	<b>-46,9</b>	<b>-29,7</b>	<b>-1,8</b>	<b>32,2</b>
Résultat opérationnel	-36,2	-60,4	-51,9	-52,5	-53,6	-46,9	-29,7	-1,8	32,2
Résultat financier	-2,5	-3,3	-3,8	-3,1	-3,6	-2,9	-2,8	-3,1	-3,0
Impôts	1,7	1,9	2,1	1,7	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0
Mise en équivalence	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Part des minoritaires	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Résultat net part du groupe</b>	<b>-37,0</b>	<b>-61,9</b>	<b>-53,7</b>	<b>-53,9</b>	<b>-55,2</b>	<b>-47,7</b>	<b>-30,5</b>	<b>-2,9</b>	<b>31,2</b>
Bilan (M€)	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e
Actifs non courants	7,0	7,4	7,4	10,6	12,1	13,4	19,3	22,1	23,7
dont goodwill	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
BFR	4,5	8,9	14,1	14,0	28,7	36,5	42,0	52,0	61,1
<b>Disponibilités + VMP</b>	<b>36,0</b>	<b>39,2</b>	<b>51,4</b>	<b>8,0</b>	<b>1,8</b>	<b>-2,3</b>	<b>6,6</b>	<b>-3,6</b>	<b>14,7</b>
Capitaux propres	-6,7	-13,5	2,0	-43,8	-24,0	-6,7	14,9	12,0	43,2
Emprunts et dettes financières	53,4	66,5	69,9	74,5	64,7	52,4	51,1	56,7	54,4
<b>Total Bilan</b>	<b>59,8</b>	<b>69,1</b>	<b>85,2</b>	<b>53,1</b>	<b>63,0</b>	<b>71,0</b>	<b>100,1</b>	<b>110,7</b>	<b>149,4</b>
Tableau de flux (M€)	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e
Marge brute d'autofinancement	-27,7	-52,0	-53,4	-46,3	-51,6	-44,6	-26,6	1,4	35,6
Variation de BFR	-9,5	-4,5	-5,2	0,2	-14,8	-7,8	-5,5	-10,0	-9,1
<b>Flux nets de trésorerie généré par l'activité</b>	<b>-37,2</b>	<b>-56,4</b>	<b>-58,7</b>	<b>-46,1</b>	<b>-66,4</b>	<b>-52,4</b>	<b>-32,1</b>	<b>-8,6</b>	<b>26,5</b>
CAPEX nets	-2,2	-1,8	-2,0	-4,9	-3,5	-3,5	-9,0	-6,0	-5,0
<b>FCF</b>	<b>-39,5</b>	<b>-58,2</b>	<b>-60,6</b>	<b>-51,0</b>	<b>-69,9</b>	<b>-55,9</b>	<b>-41,1</b>	<b>-14,6</b>	<b>21,5</b>
Augmentation de capital	5,8	55,0	69,0	7,0	60,0	50,0	40,0	0,0	0,0
Variation emprunts	20,0	10,1	-0,5	1,2	5,6	3,8	11,9	6,4	-1,3
Dividendes versés	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Flux nets de trésorerie liés au financemen</b>	<b>25,7</b>	<b>65,1</b>	<b>68,6</b>	<b>2,3</b>	<b>65,6</b>	<b>53,8</b>	<b>51,9</b>	<b>6,4</b>	<b>-1,3</b>
Variation de trésorerie	-19,5	3,2	12,2	-43,4	-6,3	-4,1	8,8	-10,2	18,2
Ratios (%)	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e
Variation chiffre d'affaires			-84,5%	710,7%	438,1%	103,9%	150,5%	69,5%	49,0%
Marge EBE		-2331,8%	-15487,5%	-1668,8%	-342,9%	-145,4%	-34,6%	1,1%	18,3%
<b>Marge opérationnelle courante</b>		<b>-2710,4%</b>	<b>-15049,9%</b>	<b>-1877,7%</b>	<b>-356,3%</b>	<b>-152,7%</b>	<b>-38,6%</b>	<b>-1,4%</b>	<b>16,6%</b>
Marge opérationnelle		-2710,9%	-15042,3%	-1876,8%	-356,3%	-152,7%	-38,6%	-1,4%	16,6%
Marge nette		-2776,1%	-15560,0%	-1926,0%	-366,7%	-155,6%	-39,6%	-2,2%	16,1%
CAPEX (% CA)		78,5%	576,8%	175,8%	23,3%	11,4%	11,7%	4,6%	2,6%
BFR (% CA)		399,9%	4098,3%	499,0%	190,8%	118,9%	54,6%	39,9%	31,4%
ROCE	-212,4%	-246,8%	-160,4%	-142,4%	-87,6%	-62,7%	-32,3%	-1,6%	28,5%
<b>ROCE hors GW</b>	<b>-212,4%</b>	<b>-246,8%</b>	<b>-160,4%</b>	<b>-142,4%</b>	<b>-87,6%</b>	<b>-62,7%</b>	<b>-32,3%</b>	<b>-1,6%</b>	<b>28,5%</b>
ROE	552,7%	456,7%	-2726,4%	123,1%	230,4%	714,0%	-205,1%	-24,3%	72,3%
Payout	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Dividend yield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Ratios d'endettement	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e
<b>Gearing (%)</b>	<b>-261,1%</b>	<b>-201,7%</b>	<b>936,4%</b>	<b>-151,9%</b>	<b>-262,5%</b>	<b>-817,4%</b>	<b>299,8%</b>	<b>504,1%</b>	<b>92,0%</b>
Dettes nette/EBE	-0,6	-0,5	-0,3	-1,4	-1,2	-1,2	-1,7	42,2	1,1
EBE/charges financières	11,1	15,7	14,0	13,6	14,5	15,5	9,5	0,5	11,9
Valorisation	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e
Nombre d'actions (en millions)	13,0	15,6	22,7	24,8	34,9	34,9	34,9	34,9	34,9
Nombre d'actions moyen (en millions)	13,0	15,6	22,7	24,8	34,9	34,9	34,9	34,9	34,9
Cours (moyenne annuelle en euros)	0,0	0,0	10,4	6,7	2,7	2,7	2,7	2,7	2,7
(1) Capitalisation boursière moyenne	0	0	237	166	93	93	93	93	93
(2) Dette nette (+)/ trésorerie nette (-)	17,5	27,3	18,4	66,5	62,9	54,6	44,5	60,3	39,7
(3) Valeur des minoritaires	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
(4) Valeur des actifs financiers	-0,5	-0,5	-0,7	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6
Valeur d'entreprise = (1)+(2)+(3)-(4)	16,9	26,8	254,2	231,9	155,3	147,1	137,0	152,7	132,2
<b>VE/CA</b>	<b>NA</b>	<b>12,0</b>	<b>736,8</b>	<b>82,9</b>	<b>10,3</b>	<b>4,8</b>	<b>1,8</b>	<b>1,2</b>	<b>0,7</b>
VE/EBE	-0,6	-0,5	-4,8	-5,0	-3,0	-3,3	-5,1	106,9	3,7
<b>VE/ROC</b>	<b>-0,5</b>	<b>-0,4</b>	<b>-4,9</b>	<b>-4,4</b>	<b>-2,9</b>	<b>-3,1</b>	<b>-4,6</b>	<b>-85,7</b>	<b>4,1</b>
P/E	0,0	0,0	-4,4	-3,1	-1,7	-1,9	-3,1	-32,1	3,0
P/B	0,0	0,0	120,1	-3,8	-3,9	-13,9	6,3	7,8	2,2
P/CF	0,0	0,0	-4,0	-3,6	-1,4	-1,8	-2,9	-10,8	3,5
<b>FCF yield (%)</b>	<b>-233,2%</b>	<b>-217,1%</b>	<b>-23,9%</b>	<b>-22,0%</b>	<b>-45,0%</b>	<b>-38,0%</b>	<b>-30,0%</b>	<b>-9,6%</b>	<b>16,3%</b>
Données par action (€)	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e
Bnpa	-2,8	0,0	-2,4	-2,2	-1,6	-1,4	-0,9	-0,1	0,9
<b>Book value/action</b>	<b>-0,5</b>	<b>-0,9</b>	<b>0,1</b>	<b>-1,8</b>	<b>-0,7</b>	<b>-0,2</b>	<b>0,4</b>	<b>0,3</b>	<b>1,2</b>
Dividende /action	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

## Analyste

Valérie DUCREUX DIEPPE

06 07 66 22 74

vdieppe@vdequity.com



**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 18/06/2024

**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.

Corporate finance	Intérêt personnel de l'analyste	Détention d'actifs de l'émetteur	Communication préalable à l'émetteur	Contrat de liquidité	Contrat Eurovalue
Oui	Non	Non	Oui	Non	Oui

**« Disclaimer / Avertissement »**

La présente étude a été préparée par EuroLand Corporate indépendamment de **Carmat SA (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."