

Capitalisation (M€)	45,4	Ticker	ALCAR:FP / ALCAR.PA	Santé
Objectif de cours	5,30€ (vs 5,90€)	Nb de titres (en millions)	42,4	Flash valeur
Cours au 08/01/2025	1,07 €	Volume moyen 12m (titres)	116 221	09/01/2025
Potentiel	395,3%	Extrêmes 12m (€)	0,96€/6,37€	

## Beaucoup d'avancées non visibles dans le CA

### A retenir

- CA inférieur aux attentes mais néanmoins en très forte hausse (x2,5 vs 2023)
- Hausse du nombre de centres formés et du pourcentage de centre formés utilisateurs
- Diminution du cash-burn mensuel de 20%.

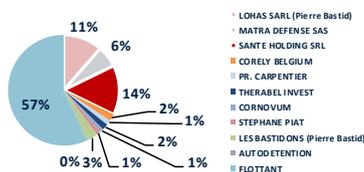
#### Données financières (en M€)

au 31/12	2023	2024e	2025e	2026e
CA	2,8	7,0	19,0	76,9
var %	710,7%	150,5%	171,3%	304,4%
EBE	-46,7	-51,9	-48,8	-26,6
% CA	-1668,8%	-740,3%	-256,6%	-34,6%
ROC	-52,5	-53,9	-51,0	-29,7
% CA	-1877,7%	-769,3%	-268,4%	-38,6%
RN	-53,9	-55,5	-51,9	-30,5
% CA	-1926,0%	-791,5%	-273,0%	-39,6%
Bnpa (€)	-2,17	-1,31	-1,22	-0,72
ROCE (%)	-142,4%	-95,5%	-69,5%	-32,3%
ROE (%)	123,1%	228,9%	466,3%	-292,8%
Gearing (%)	-151,9%	-247,6%	-522,4%	470,7%
Dette nette	66,5	60,0	58,2	49,0
Dividende n (€)	0,0	0,0	0,0	0,0
Yield (%)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

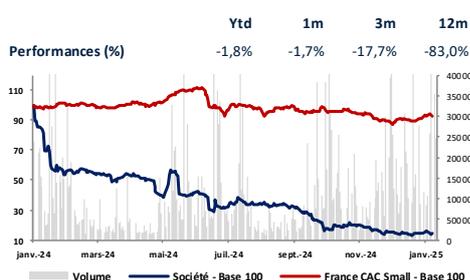
#### Multiples de valorisation

	2023	2024e	2025e	2026e
VE/CA (x)	82,9	15,0	5,4	1,2
VE/EBE (x)	-5,0	-2,0	-2,1	-3,5
VE/ROC (x)	-4,4	-1,9	-2,0	-3,2
P/E (x)	-3,1	-0,8	-0,9	-1,5

#### Actionnariat



#### Performances boursières



### CA inférieur aux attentes mais avec néanmoins de belles avancées pour le futur

Forte de 42 implantations en 2024 (vs 17 en 2023), Carmat publie un CA de 7M€, en hausse de 150% par rapport à 2023. Un écart important par rapport à nos estimations (11,6M€ attendu) mais avec néanmoins des avancées considérables pour le futur qui se traduit par une hausse du nombre d'implantations mensuelles en fin d'année.

En effet, outre la hausse du nombre de centres formés, qui s'élève désormais à 60 (50 centres formés pour des implantations commerciales à l'international et 10 centres EFICAS en France vs respectivement 33 et 8 en 2023), le pourcentage d'hôpitaux formés ayant implanté est passé de 30% en 2023 à 43% en 2024, et le nombre d'hôpitaux ayant implanté plus d'une fois de 15% à 27%. Ces chiffres montrent une adoption croissante de la technologie Aeson et permettent de rester optimiste pour l'avenir.

L'étude EFICAS se poursuit également conformément au plan, avec 36 patients déjà recrutés sur les 52 prévus, dont 25 en 2024.

### Renforcement de sa visibilité vis-à-vis des chirurgiens

Si les résultats de l'étude EFICAS sont attendus pour fin 2025, la société attend également deux autres publications dès le premier trimestre 2025, concernant les données détaillées de sous-groupes de patients qui devraient lui permettre d'accélérer encore l'adoption d'Aeson par les cardiologues.

Forte de toutes ses avancées Carmat a également prévu le lancement d'une étude au S2 2025, en vue d'obtenir l'indication de Thérapie définitive.

### Rachat d'actions Matra Défense pour apurer sa dette

Fin décembre, la société a annoncé avoir racheté à Matra Défense 2 millions d'actions d'une valeur de plus 2 M€ pour l'euro symbolique. Ces actions seront remises à la fiducie créée dans le cadre de l'équitization de sa dette vis-à-vis de la BEI, et permettra à CARMAT de rembourser partiellement cet emprunt, tout en limitant significativement la dilution associée à cette opération.

### Perspectives

Pour 2024, l'impact du manque à gagner par rapport à nos estimations devrait être extrêmement limité sur les résultats, en raison de la baisse des coûts de production associés, mais également des efforts entrepris par la société pour limiter ses coûts et réduire son cash-burn de 20% (3,8M€ par mois en moyenne en 2024 vs environ 5M€ en 2023).

Concernant la période 2025-2028, la visibilité s'affine au fil des avancées de la société et permet également d'affiner nos perspectives. Le manque d'organisation des hôpitaux pour la mise en place de la technologie est plus important que ce que nous anticipions précédemment et décale un peu sa montée en puissance. Aussi, nous avons revu à la baisse nos estimations 2025. En revanche, l'adoption croissante de la technologie, comme exposé ci-dessus, laisse supposer qu'il ne s'agit que d'un décalage, d'autant que les publications à venir et la notoriété grandissante de la société viendront soutenir cette croissance. Nous n'avons donc pas revu nos perspectives pour les années suivantes.

### Recommandation

Nous réitérons notre recommandation Achat. Compte tenu des conditions de marché actuelles et de l'impact de la révision de nos perspectives, notre OC ressort à 5,30€ vs 5,90€ auparavant.

### 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 de 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 a réalisé un CA de 7M€ en 2024 (vs de 2,8M€ en 2023).

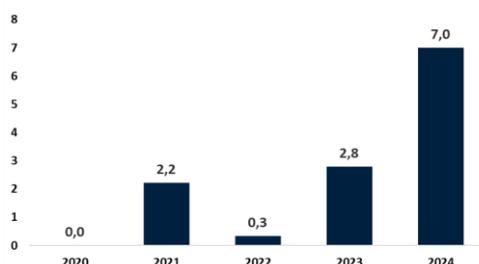
### Argumentaire d'investissement

**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.

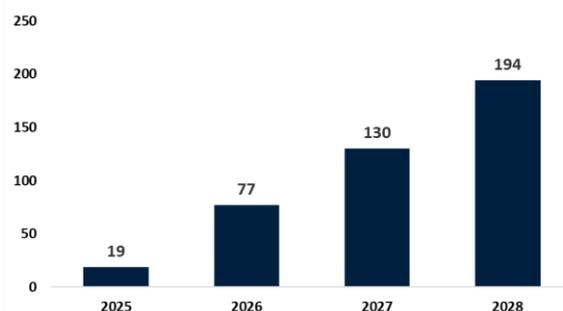
**Disposant de fortes barrières à l'entrée :** De plus, si plusieurs projets concurrents sont à l'étude, aucun n'en est encore à un stade d'avancement suffisant pour envisager de rivaliser avec le cœur Aeson®, compte tenu de la complexité de développement de telles technologies et de la nécessité d'étude 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 19M€ en 2025 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.

### Evolution du chiffre d'affaires 2020-2024



### Prévisions CA Euroland 2025-2028e (M€)



Compte de résultat (M€)	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e
Chiffre d'affaires	2,2	0,3	2,8	7,0	19,0	76,9	130,3	194,2
Excédent brut d'exploitation	-52,0	-53,4	-46,7	-51,9	-48,8	-26,6	1,4	35,6
<b>Résultat opérationnel courant</b>	<b>-60,4</b>	<b>-51,9</b>	<b>-52,5</b>	<b>-53,9</b>	<b>-51,0</b>	<b>-29,7</b>	<b>-1,8</b>	<b>32,2</b>
Résultat opérationnel	-60,4	-51,9	-52,5	-53,9	-51,0	-29,7	-1,8	32,2
Résultat financier	-3,3	-3,8	-3,1	-3,6	-2,9	-2,8	-3,1	-3,0
Impôts	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
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>-61,9</b>	<b>-53,7</b>	<b>-53,9</b>	<b>-55,5</b>	<b>-51,9</b>	<b>-30,5</b>	<b>-2,9</b>	<b>31,2</b>
Bilan (M€)	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e
Actifs non courants	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
BFR	8,9	14,1	14,0	25,5	35,6	42,0	52,0	61,1
<b>Disponibilités + VMP</b>	<b>39,2</b>	<b>51,4</b>	<b>8,0</b>	<b>4,7</b>	<b>-5,8</b>	<b>2,1</b>	<b>-8,0</b>	<b>10,2</b>
Capitaux propres	-13,5	2,0	-43,8	-24,2	-11,1	10,4	7,5	38,7
Emprunts et dettes financières	66,5	69,9	74,5	64,7	52,4	51,1	56,7	54,4
<b>Total Bilan</b>	<b>69,1</b>	<b>85,2</b>	<b>53,1</b>	<b>59,9</b>	<b>64,0</b>	<b>95,6</b>	<b>106,3</b>	<b>145,0</b>
Tableau de flux (M€)	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e
Marge brute d'autofinancement	-52,0	-53,4	-46,3	-51,9	-48,8	-26,6	1,4	35,6
Variation de BFR	-4,5	-5,2	0,2	-11,6	-10,0	-6,4	-10,0	-9,1
<b>Flux nets de trésorerie généré par l'activité</b>	<b>-56,4</b>	<b>-58,7</b>	<b>-46,1</b>	<b>-63,5</b>	<b>-58,8</b>	<b>-33,0</b>	<b>-8,6</b>	<b>26,5</b>
CAPEX nets	-1,8	-2,0	-4,9	-3,5	-3,5	-9,0	-6,0	-5,0
<b>FCF</b>	<b>-58,2</b>	<b>-60,6</b>	<b>-51,0</b>	<b>-67,0</b>	<b>-62,3</b>	<b>-42,0</b>	<b>-14,6</b>	<b>21,5</b>
Augmentation de capital	55,0	69,0	7,0	60,0	50,0	40,0	0,0	0,0
Variation emprunts	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
<b>Flux nets de trésorerie liés au financement</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	3,2	12,2	-43,4	-3,4	-10,5	7,9	-10,2	18,2
Ratios (%)	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e
Variation chiffre d'affaires		-84,5%	710,7%	150,5%	171,3%	304,4%	69,5%	49,0%
Marge EBE	-2331,8%	-15487,5%	-1668,8%	-740,3%	-256,6%	-34,6%	1,1%	18,3%
<b>Marge opérationnelle courante</b>	<b>-2710,4%</b>	<b>-15049,9%</b>	<b>-1877,7%</b>	<b>-769,3%</b>	<b>-268,4%</b>	<b>-38,6%</b>	<b>-1,4%</b>	<b>16,6%</b>
Marge opérationnelle	-2710,9%	-15042,3%	-1876,8%	-769,3%	-268,4%	-38,6%	-1,4%	16,6%
Marge nette	-2776,1%	-15560,0%	-1926,0%	-791,5%	-273,0%	-39,6%	-2,2%	16,1%
CAPEX (% CA)	78,5%	576,8%	175,8%	49,9%	18,4%	11,7%	4,6%	2,6%
BFR (% CA)	399,9%	4098,3%	499,0%	364,5%	187,1%	54,6%	39,9%	31,4%
ROCE	-246,8%	-160,4%	-142,4%	-95,5%	-69,5%	-32,3%	-1,6%	28,5%
<b>ROCE hors GW</b>	<b>-246,8%</b>	<b>-160,4%</b>	<b>-142,4%</b>	<b>-95,5%</b>	<b>-69,5%</b>	<b>-32,3%</b>	<b>-1,6%</b>	<b>28,5%</b>
ROE	456,7%	-2726,4%	123,1%	228,9%	466,3%	-292,8%	-38,6%	80,6%
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	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e
<b>Gearing (%)</b>	<b>-201,7%</b>	<b>936,4%</b>	<b>-151,9%</b>	<b>-247,6%</b>	<b>-522,4%</b>	<b>470,7%</b>	<b>861,9%</b>	<b>114,1%</b>
Dettes nettes/EBE	-0,5	-0,3	-1,4	-1,2	-1,2	-1,8	45,3	1,2
EBE/charges financières	15,7	14,0	13,6	14,6	16,9	9,5	0,5	11,9
Valorisation	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e
Nombre d'actions (en millions)	15,6	22,7	24,8	42,4	42,4	42,4	42,4	42,4
Nombre d'actions moyen (en millions)	15,6	22,7	24,8	42,4	42,4	42,4	42,4	42,4
Cours (moyenne annuelle en euros)	0,0	10,4	6,7	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1
(1) Capitalisation boursière moyenne	0	237	166	45	45	45	45	45
(2) Dette nette (+)/trésorerie nette (-)	27,3	18,4	66,5	60,0	58,2	49,0	64,7	44,1
(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	-0,5	-0,7	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6
Valeur d'entreprise = (1)+(2)+(3)-(4)	26,8	254,2	231,9	104,8	102,9	93,8	109,5	88,9
<b>VE/CA</b>	<b>12,0</b>	<b>736,8</b>	<b>82,9</b>	<b>15,0</b>	<b>5,4</b>	<b>1,2</b>	<b>0,8</b>	<b>0,5</b>
VE/EBE	-0,5	-4,8	-5,0	-2,0	-2,1	-3,5	76,6	2,5
<b>VE/ROC</b>	<b>-0,4</b>	<b>-4,9</b>	<b>-4,4</b>	<b>-1,9</b>	<b>-2,0</b>	<b>-3,2</b>	<b>-61,4</b>	<b>2,8</b>
P/E	0,0	-4,4	-3,1	-0,8	-0,9	-1,5	-15,7	1,5
P/B	0,0	120,1	-3,8	-1,9	-4,1	4,4	6,0	1,2
P/CF	0,0	-4,0	-3,6	-0,7	-0,8	-1,4	-5,3	1,7
<b>FCF yield (%)</b>	<b>-2,2</b>	<b>-0,2</b>	<b>-0,2</b>	<b>-0,6</b>	<b>-0,6</b>	<b>-0,4</b>	<b>-0,1</b>	<b>0,2</b>
Données par action (€)	2 021	2 022	2 023	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e
Bnpa	0,0	-2,4	-2,2	-1,3	-1,2	-0,7	-0,1	0,7
<b>Book value/action</b>	<b>-0,9</b>	<b>0,1</b>	<b>-1,8</b>	<b>-0,6</b>	<b>-0,3</b>	<b>0,2</b>	<b>0,2</b>	<b>0,9</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 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

**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 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."

EuroLand Corporate  
17 avenue George V  
75008 Paris  
01 44 70 20 80