

Capitalisation	20,4	Ticker	Euronext Growth	Medtech
Objectif de cours	0,70 €	Nb de titres (en millions)	64,7	
Cours au 16/10/2024	0,32 €	Volume moyen 12m (titres)	148 492	Flash valeur
Potentiel	124,7%	Extrêmes 12m (€)	0,28€/0,57€	17/10/2024

Guidance réitérée sur la top line 2024

A retenir

- L'objectif de +20% de croissance en 2024 (hors revenus de licence) a été confirmé par le management
- Augmentation de +24% des revenus T3 2024 (hors licences)
- Poursuite de la réduction des charges opérationnelles

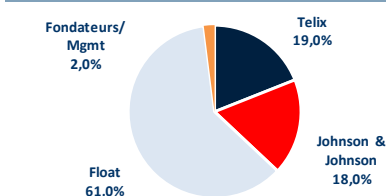
Données financières (en M€)

au 31/12	2023	2024e	2025e	2026e
CA	10,5	10,7	12,2	14,0
var %	40,1%	2,4%	13,3%	14,8%
EBE	-4,0	-4,8	-2,0	-2,3
% CA	-37,9%	-44,3%	-16,5%	-16,6%
ROC	-5,7	-5,8	-3,0	-3,4
% CA	-54,3%	-54,3%	-24,5%	-24,6%
RN	-3,7	-7,9	-3,8	-2,7
% CA	-35,6%	-73,5%	-31,5%	-19,3%
Bnpa (€)	-0,06	-0,12	-0,06	-0,04
ROCE (%)	-92,0%	-63,2%	-24,2%	-24,5%
ROE (%)	36,2%	49,5%	22,3%	6,0%
Gearing (%)	-126,2%	-137,0%	-152,8%	-156,8%
Dettes nettes	21,8	25,2	26,3	28,7
Dividende n (€)	0,0	0,0	0,0	0,0
Yield (%)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Multiples de valorisation

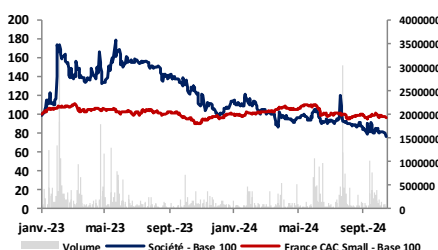
	2023	2024e	2025e	2026e
VE/CA (x)	5,1	3,8	3,4	3,2
VE/EBE (x)	ns	ns	ns	ns
VE/ROC (x)	ns	ns	ns	ns
P/E (x)	ns	ns	ns	ns

Actionnariat



Performances boursières

Performances (%)	Ytd	1m	3m	12m
Perf. Absolue	-29,2%	-5,3%	-13,9%	-37,4%



Publication des résultats S1 2024 et du CA T3 2024

En juillet dernier, Mauna Kea Technologies publiait un chiffre d'affaires semestriel de 3,9 M€ en baisse de -43% par rapport au S1 2023. Sans prendre en compte les ventes de licence à Tasly, le CA S1 2024 reculait de -19% à 2,9 M€. Hier, le groupe a également publié ses résultats semestriels 2024 ainsi que son chiffre d'affaires pour le compte du troisième trimestre 2024. Ce dernier est ressorti en hausse de +15% à 1,7 M€ (et de +24% à 1,2 M€ en excluant les revenus de licence). Par ailleurs, le ROP S1 2024 s'est établi à -3,7 M€ (vs 6,6 M€ au S1 2023) et le RNpg est ressorti à -4,7 M€ contre 2,8 M€ au cours du premier semestre 2023. Au terme des neuf premiers mois de l'exercice, le management a confirmé l'atteinte d'un CA 2024 (hors revenus de licence) en croissance de +20%.

Les ventes de systèmes soutiennent les revenus T3

Au cours du T3 2024, Mauna Kea a réalisé un chiffre d'affaires hors licences de 1,2 M€ (en croissance de +24% vs T3 2023). Alors que la décision du CMS de réduire ses remboursements liés à l'utilisation du Cellvizio a pesé sur les revenus de PPU (segment Consommables en baisse de -15% sur le T3 2024), les ventes de systèmes aux États-Unis et en France ont alimenté la croissance de Mauna Kea sur la période (333 K€ vs 3K€ au T3 2023). En outre, le CA 9M 2024 (hors revenus de licences) est apparu en recul de -10% à 4,1 M€. Cette baisse est attribuable à un effet de saisonnalité défavorable au T3 (en raison de la période estivale) ainsi qu'à une base de comparaison exigeante au premier semestre. En effet, l'ensemble des systèmes vendus par Mauna Kea aux États-Unis en 2023 l'a été au cours du S1 2023. En 2024, les ventes de systèmes se concentreront sur la deuxième partie de l'année et plus particulièrement au T4 2024.

Des opérations toujours bien orientées

Au terme des neuf premiers mois de l'année, Mauna Kea conserve une très bonne dynamique opérationnelle. La société a notamment signé un nouveau compte incluant trois systèmes aux



États-Unis au cours du T3 2024. En parallèle, un Cellvizio a été vendu à l'université du Maryland tandis que la vente d'un second système était en cours de finalisation à la fin du trimestre.

Dans le même temps, le groupe continue d'avancer sur le développement de sa filiale Celltolerance (détenue à 100%) spécialisée dans la détection des intolérances alimentaires. La société entretient des discussions avec différents centres esthétiques afin de débloquer le potentiel majeur des indications en IBS (dont la taille du marché adressable annuel est estimée à 1,5 Mds\$).

En parallèle, des données positives ont été publiées sur l'apport du Cellvizio dans la détection du cancer du poumon. Les résultats confirment le potentiel de diversification du Cellvizio dans différentes indications médicales et pourraient également susciter l'intérêt de nouveaux partenaires industriels.

Enfin, la société continue d'intervenir auprès du CMS afin de rétablir le remboursement des procédures au niveau 3 comme c'était le cas avant 2024. Pour rappel, le CMS avait rétrogradé au niveau 2 le coût des procédures Cellvizio. Cette rétrogradation était liée à des erreurs de déclaration des hôpitaux sur le coût des procédures. Mauna Kea estime ainsi à 559 K\$ l'impact de la modification du remboursement depuis le début de l'année sur sa top line.

Poursuite des efforts de réduction des dépenses opérationnelles

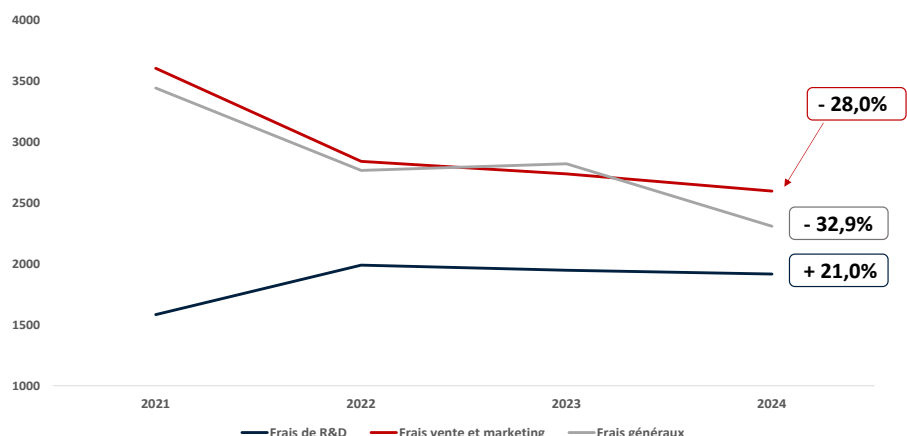
À l'issue du premier semestre le taux de marge brute a diminué de -1100 bps, passant de 77% au S1 2023 à 66% au S1 2024. Cette baisse s'explique par deux éléments principaux : d'une part la réduction des ventes de systèmes aux États-Unis et d'autre part la réduction du montant des remboursements des procédures Cellvizio sur les procédures PPU aux USA.

Au cours du S1 2024, le groupe a poursuivi ses efforts pour abaisser son seuil de rentabilité. Dans cette optique, Mauna Kea cible notamment ses frais de de vente & Marketing (en baisse de -5% au S1 2024) et ses frais généraux & administratifs (en baisse de -18 au S1 2024). Du fait de leur importance stratégique majeure, les frais de R&D sont restés stables à -1,9 M€. À titre d'exemple, les frais marketing et les frais administratifs ont respectivement baissé de -28% et -33% au cours des trois derniers exercices.

Ainsi, le ROP S1 2024 s'est établi à -3,7 M€ contre 6,6 M€ au S1 2023. L'écart est principalement attribuable à la baisse attendue des revenus de licence (3,2 M€ au S1 2023 contre 1,0 M€ au S1 2024) ainsi que des 7,7 M€ réalisés au S1 2023 sur la plus-value de cession des brevets à la JV en Chine. Ainsi, le ROC S1 2024 s'établit à -3,7 M€ contre -1,1 M€ au S1 2023.

Au terme du premier semestre, Mauna Kea Technologies a ainsi réalisé une perte nette (part du groupe) de -4,7 M€ contre un bénéfice de 2,8 M€ au S1 2023.

Evolution des charges opérationnelles semestriels 2021-2024 (en K€)



Situation bilancielle et génération de cash

Au 30 juin 2024, la trésorerie du groupe s'élevait à 3,8 M€ tandis que les dettes s'élevaient à 28,5 M€. Pour rappel, Mauna Kea avait plus tôt dans l'année prolongé son horizon de trésorerie en restructurant sa dette auprès de la BEI (les détails de l'opération sont disponibles dans notre flash du 25 avril 2024). Le groupe dispose ainsi d'une visibilité de trésorerie qui s'étend jusqu'à la fin du premier trimestre 2025.

Au cours du semestre écoulé, les flux de trésorerie opérationnels se sont établis à -3,8M€ (vs 2,9 M€ au S1 2023) tandis que les capex ne représentent que 9 K€. Les FCF S1 2024 ressortent ainsi à 3,8 M€.

Perspectives

Au terme de cette publication, Mauna Kea Technologies confirme son objectif de croissance annuelle : augmenter le CA annuel hors licence de +20%. Cela implique l'atteinte d'un chiffre d'affaires T4 2024 supérieur à 3,3 M€. Bien que cet objectif paraisse à ce stade ambitieux (CA Hors licence 9M 2024 de 4,1 M€), nous pensons que la société dispose de différents leviers pour le remplir. Dans un premier temps, l'activité PPU aux USA devrait continuer de voir ses volumes croître notamment après le placement de trois systèmes à l'université de Maryland. En outre, la société dispose d'un pipeline de vente conséquent de 10 à 15 systèmes dont certains devraient être conclus d'ici la fin de l'exercice 2024. Enfin, les ventes de systèmes réalisées par Tasly devraient également soutenir la top line d'ici la fin de l'année.

À plus long terme, nous pensons que les discussions avec le CMS pour rétablir les tarifs de remboursement de niveau 3 pourraient également alimenter la croissance des revenus. Cet élément s'ajoute évidemment à la polyvalence du Cellvizio en termes d'indications cliniques (Gastro entérologie, IBS, pneumologie etc...) dont la taille des marchés adressables est significative dans les différentes zones géographiques où Mauna Kea est actif commercialement.

Confiants dans les prévisions du groupe, nous laissons inchangées nos attentes en termes de CA 2024e (10,7 M€ dont revenus de licence). Face au recul du taux de marge brute nous abaissons notre prévision de ROP 2024^e à -5,8 M€ contre -4,9M€ auparavant.

Recommandation

Suite à cette publication, nous réitérons notre recommandation à Achat et notre objectif de cours de 0,71€ sur le titre, objectif qui fait ressortir un potentiel de hausse supérieur à +120%.



Présentation de la société

Fondée en 2000, Mauna Kea Technologies se positionne en tant qu'acteur mondial dans le domaine des dispositifs médicaux. La société se spécialise dans le développement, la production et la commercialisation d'une plateforme d'imagerie médicale. Cette technologie novatrice permet d'observer les tissus à l'échelle cellulaire en temps réel, intégrant cette capacité au cours de procédures médicales standards. La mission de l'entreprise consiste à réduire les incertitudes associées aux diagnostics et aux traitements en offrant une visualisation directe des tissus in vivo à un niveau microscopique.

Le produit phare du groupe, le Cellvizio, est un microscope miniature intégré à une unité centrale. Grâce à sa mini sonde spécifique à chaque indication médicale et sa miniaturisation extrême, il peut être positionné directement dans le corps du patient. Cette visualisation in vivo améliore les prélèvements de tissus, permet des diagnostics plus précis, surveille l'évolution des maladies, évalue les réactions en temps réel, identifie les zones d'incertitude, et guide les interventions chirurgicales.

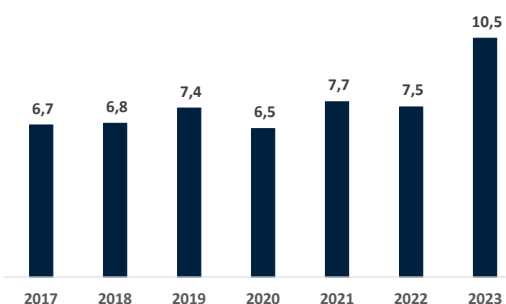
Argumentaire d'investissement

Un produit phare à l'efficacité reconnue. Plus petit microscope au monde, le Cellvizio produit des images in vivo d'une grande précision et en temps réel, le tout dans le cadre d'un procédé minimalement invasif. Son utilisation vise à réduire les incertitudes liées aux diagnostics, à mieux traiter les patients et à réduire les coûts hospitaliers. Le bénéfice médical du Cellvizio a été démontré dans de nombreuses publications cliniques (>1100) portant sur chacune des indications dans lesquelles il est utilisé en routine aujourd'hui (gastroentérologie, l'urologie, la pneumologie interventionnelle et la chirurgie). Cellvizio a également fait l'objet d'une vingtaine d'autorisations de la FDA. Enfin, Mauna Kea a obtenu des codes de remboursements de la part d'agents payeurs (systèmes de santé publics et assureurs privés) aux États-Unis, en France, en Croatie et en Corée du Sud.

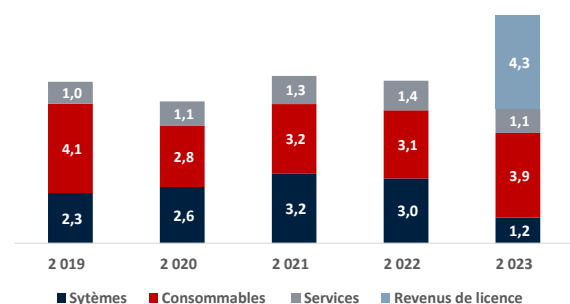
Une nouvelle stratégie basée sur les partenariats. En 2022, le groupe a revu sa stratégie commerciale en réduisant ses forces de ventes notamment aux États-Unis et en s'orientant vers une stratégie de partenariats. Dans ce contexte, Mauna Kea a signé un partenariat stratégique avec le géant chinois Tasly Pharmaceuticals qui comprend la création d'une Joint-Venture et la signature d'accords de licences. Mauna Kea étend ainsi sa présence au marché chinois des maladies gastro-intestinales.

Une dynamique positive. En 2023, le CA de Mauna Kea a atteint 10,5 M€, progressant ainsi de +42% par rapport à 2022. Cette augmentation importante du chiffre d'affaires découle en majeure partie des revenus de licence issus de la JV avec Tasly, pour un montant de 4,3 M€. Les consommables ont également connu une progression forte (+28%), drivée par une croissance record des ventes en « Pay-Per-Use » (+109% vs 2022).

Evolution annuelle du CA (en M€)



Evolution du mix CA (en M€), 2019-2023



Compte de résultat (M€)	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Chiffre d'affaires	7,4	6,5	7,7	7,5	10,5	10,7	12,2	14,0
Excédent brut d'exploitation	-11,6	-10,8	-10,3	-7,0	-4,0	-4,8	-2,0	-2,3
Résultat opérationnel courant	-13,0	-12,0	-11,3	-9,0	-5,7	-5,8	-3,0	-3,4
Résultat opérationnel	-13,0	-11,8	-12,2	-9,1	1,2	-5,8	-3,0	-3,4
Résultat financier	-2,2	-1,0	-1,2	-2,1	-2,0	-0,8	-0,8	-0,8
Impôts	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,5	0,0	0,0	0,0
Mise en équivalence	0,0	0,0	0,0	0,0	-2,5	-1,2	0,0	1,6
Part des minoritaires	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Résultat net	-15,3	-12,8	-13,4	-11,2	-3,7	-7,9	-3,8	-2,7
Bilan (M€)	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Actifs non courants	5,8	6,1	6,1	4,7	8,6	8,1	7,7	7,3
dont goodwill	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
BFR	2,1	0,3	1,3	1,5	-4,0	-1,2	1,5	3,2
Disponibilités + VMP	10,0	8,6	11,9	3,1	8,0	4,6	3,4	1,0
Capitaux propres	0,3	-12,1	-10,3	-19,9	-17,3	-18,4	-17,2	-18,3
Emprunts et dettes financières	17,4	27,0	28,7	29,2	29,8	29,8	29,8	29,8
Total Bilan	23,6	20,6	24,8	19,8	22,9	20,9	21,7	20,8
Tableau de flux (M€)	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Marge brute d'autofinancement	-12,1	-9,6	-9,8	-8,2	-5,9	-8,0	-2,9	0,0
Variation de BFR	1,8	1,7	-0,5	-0,6	5,2	-2,8	-2,7	-1,7
Flux nets de trésorerie généré par l'activité	-10,3	-8,0	-10,3	-8,8	-0,8	-10,8	-5,5	-1,7
CAPEX nets	-1,4	-1,1	-1,1	-0,1	-0,4	-0,5	-0,6	-0,7
FCF	-11,7	-9,1	-11,4	-9,0	-1,1	-11,4	-6,1	-2,4
Variation emprunts	6,7	9,4	-0,3	-0,8	-0,8	0,0	0,0	0,0
Dividendes versés	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Flux nets de trésorerie liés au financement	13,0	7,7	14,7	0,1	6,0	8,0	5,0	0,0
Variation de trésorerie	1,4	-1,4	3,3	-8,7	4,8	-3,4	-1,1	-2,4
Ratios (%)	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Variation chiffre d'affaires	9,9%	-12,2%	18,0%	-2,9%	40,1%	2,4%	13,3%	14,8%
Marge EBE	-156,2%	-165,7%	-133,7%	-93,4%	-37,9%	-44,3%	-16,5%	-16,6%
Marge opérationnelle courante	-175,3%	-183,3%	-147,1%	-120,1%	-54,3%	-54,3%	-24,5%	-24,6%
Marge opérationnelle	-175,3%	-181,1%	-158,7%	-121,2%	11,8%	-54,3%	-24,5%	-24,6%
Marge nette	-205,5%	-196,0%	-174,6%	-149,5%	-35,6%	-73,5%	-31,5%	-19,3%
CAPEX (% CA)	18,6%	16,6%	14,2%	1,9%	3,5%	5,0%	5,0%	5,0%
BFR (% CA)	28,8%	4,8%	16,5%	20,4%	-37,9%	-10,8%	12,4%	23,2%
ROCE	-108,8%	-123,4%	-115,5%	-107,6%	-92,0%	-63,2%	-24,2%	-24,5%
ROCE hors GW	-108,8%	-123,4%	-115,5%	-107,6%	-92,0%	-63,2%	-24,2%	-24,5%
ROE	-6084,5%	105,9%	130,1%	56,1%	36,2%	49,5%	22,3%	6,0%
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	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Gearing (%)	2961,4%	-152,0%	-162,9%	-130,8%	-126,2%	-137,0%	-152,8%	-156,8%
Dettes nette/EBE	-0,6	-1,7	-1,6	-3,7	-5,5	-5,3	-13,2	-12,4
EBE/charges financières	5,2	11,1	8,4	3,3	2,0	5,6	2,4	2,8
Valorisation	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Nombre d'actions (en millions)	25,2	30,5	38,1	44,5	64,7	64,7	64,7	64,7
Nombre d'actions moyen (en millions)	25,2	30,5	38,1	44,5	64,7	64,7	64,7	64,7
Cours (moyenne annuelle en euros)	1,6	1,3	1,2	0,6	0,6	0,3	0,3	0,3
(1) Capitalisation boursière moyenne	39,6	38,5	47,2	26,3	36,9	20,4	20,4	20,4
(2) Dette nette (+)/ trésorerie nette (-)	7,4	18,4	16,8	26,1	21,8	25,2	26,3	28,7
(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	0,0	0,0	0,0	0,0	-5,2	-5,2	-5,2	-5,2
Valeur d'entreprise = (1)+(2)+(3)-(4)	47,0	56,8	64,0	52,3	53,5	40,4	41,6	44,0
VE/CA	6,3	8,7	8,3	7,0	5,1	3,8	3,4	3,2
VE/EBE	ns	ns	ns	ns	ns	ns	ns	ns
VE/ROC	ns	ns	ns	ns	ns	ns	ns	ns
P/E	ns	ns	ns	ns	ns	ns	ns	ns
P/B	157,6	ns	ns	ns	ns	ns	ns	ns
P/CF	ns	ns	ns	ns	ns	ns	ns	ns
FCF yield (%)	ns	ns	ns	ns	ns	ns	ns	ns
Données par action (€)	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Bnpa	-0,6	-0,4	-0,4	-0,3	-0,1	-0,1	-0,1	0,0
Book value/action	0,0	-0,4	-0,3	-0,4	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3
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 01/02/2024

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 [®]
Non	Non	Non	Oui	Non	Oui



“Disclaimer / Avertissement”

La présente étude a été préparée par EuroLand Corporate indépendamment de Mauna Kea Technologies (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

