

Delfingen

Industrie

Achat

Objectif de cours	67,00 €
Cours au 03/11/2023	52,40 €
Potentiel	27,9%

Données valeur

DELFPA / DELFP	
Euronext Growth	
Capitalisation (M€)	139,7
Nb de titres (en millions)	2,7
Volume moyen 12 mois (titres)	714,4
Extrêmes 12 mois	38,0 € - 59,0 €

Performances boursières

Performances (%)	Ytd	1m	3m	12m
Perf. Absolue	12,4%	-1,2%	4,2%	31,6%
Perf CAC Small	-15,1%	-6,5%	-16,7%	-12,4%

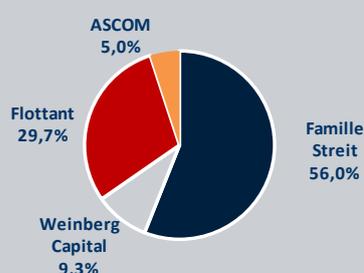
Données financières (en M€)

au 31/12	2022	2023e	2024e	2025e
CA	417,1	468,0	495,0	519,7
var %	14,9%	12,2%	5,8%	5,0%
EBE	40,0	52,5	57,7	62,1
% CA	9,6%	11,2%	11,7%	11,9%
ROC	21,0	30,5	34,5	37,7
% CA	5,0%	6,5%	7,0%	7,2%
RN	8,1	16,8	20,9	23,3
% CA	1,9%	3,6%	4,2%	4,5%
Bnpa (€)	3,0	6,3	7,8	8,7
ROCE (%)	7,1%	9,6%	10,8%	11,7%
ROE (%)	5,6%	10,5%	11,8%	11,8%
Gearing (%) (ex IFRS)	66,6%	60,6%	45,9%	32,3%
Dette nette (ex IFRS)	97,1	97,6	82,1	64,2
Dividende n (€)	0,6	1,3	1,6	1,7
Yield (%)	1,3%	2,4%	3,0%	3,3%

Multiples de valorisation

	2022e	2023e	2024e	2025e
VE/CA (x)	0,5	0,5	0,4	0,4
VE/EBE (x)	5,6	4,5	3,8	3,3
VE/ROC (x)	10,6	7,7	6,4	5,4
P/E (x)	15,7	8,3	6,7	6,0

Actionnariat



T3 en ralentissement logique mais guidance annuelle maintenue

Publication du chiffre d'affaires T3 2023

Après avoir publié un chiffre d'affaires semestriel en forte progression (233,9 M€, +14,7%), Delfingen connaît un T3 en léger ralentissement avec une progression des ventes de +4,6% (+6,3% en organique), à 115 M€. Cette performance fait ressortir un CA 9M de 348,9 M€, soit une croissance à deux chiffres (+11,1%, dont +11,2% pcc) qui traduit une performance de 3 points du marché automobile mondiale sur les neuf premiers mois de l'année. La confirmation de la guidance 2023 du groupe (CA 465 M€, MOC 6,5%) en dépit d'un contexte de marché moins favorable que sur le premier semestre, notamment du fait des grèves d'envergure aux Etats-Unis qui ont eu lieu sur le trimestre écoulé, est très positive.

Poursuite de la dynamique organique sur la Mobilité

Le principal segment du groupe, la Mobilité, voit ses ventes progresser de +4,5% sur le T3, mais de +8,6% en organique, à 97,5 M€, faisant ressortir une croissance 9M de +10% (+12% en organique). Nous notons 1/ un impact FX fortement négatif (-5%) sur le T3, 2/ une surperformance de la production automobile de +4,8 points malgré le mouvement de grève initié aux Etats-Unis et 3/ un relais de croissance, le textile, qui continue de tirer les ventes du groupe (20,7 M€ de CA sur le T3, à +14% après un S1 2023 à +37%). La croissance observée est également à mettre au regard d'un important effet de base annuel (+28,2% au T3 2022).

Décélération séquentielle sur l'Industriel

Avec des ventes qui s'élèvent à 17,6 M€ sur le trimestre (+4,9% en données publiées, mais -6,1% en organique), le segment Industriel connaît un ralentissement un peu plus fort que prévu après avoir engrangé des croissances de +28% au T1 2023 et +23% au T2 2023. Le T3 2022 avait connu une hausse de +7,2% (+9,6% en organique). Sur 9 mois, la performance de l'Industriel est toujours de très bonne tenue avec une croissance publiée à deux chiffres (+17,7%, dont +6,7% pcc).

Superperformance marquée dans la plupart des zones d'activité

Delfingen continue de grignoter des parts de marché, notamment en Asie et sur la zone Amériques. La surperformance sur neuf mois du marché automobile mondial, évoquée plus haut, se décompose ainsi par une surperformance de +15,8 points en Asie et de +2,5 points aux Etats Unis. Depuis janvier, nous notons ainsi de remarquables taux de croissance sur toutes les plaques opérées par le groupe. L'Europe, les Amériques et l'Asie affichent des progressions 9M respectives de +11,6% (+9,7% pcc), +8,3% (+10,1% pcc) et +19,8% (+21,5% pcc).

Perspectives

Suite à cette publication, Delfingen maintient sa guidance 2023 et prévoit un CA de 465 M€ pour une marge opérationnelle courante de 6,5%. Cette attente implique un T4 de 116 M€, soit une croissance de +12,4%. Nous sommes alignés avec le management (CA 2023e de 468 M€, MOC 6,5%) et attendons un T4 très solide malgré l'effet de base conséquent (+23,6% T4 2022). En ce qui concerne la grève américaine, nos doutes sont levés suite à l'accord trouvé la semaine dernière entre les différentes parties prenantes.

Recommandation

Nous réitérons notre recommandation à Achat sur le titre ainsi que notre objectif de cours de 67€. Nous continuons d'apprécier un dossier qui surperforme largement son indice de référence en YTD (+11% vs -15% pour le CAC Small) et qui, selon nous, se distingue par la régularité de ses bonnes publications depuis un bout de temps, mais aussi par la qualité du pilotage/de l'exécution de la part du management.



Analyste

Pierre LAURENT

01 44 70 20 78

pl Laurent@elcorp.com



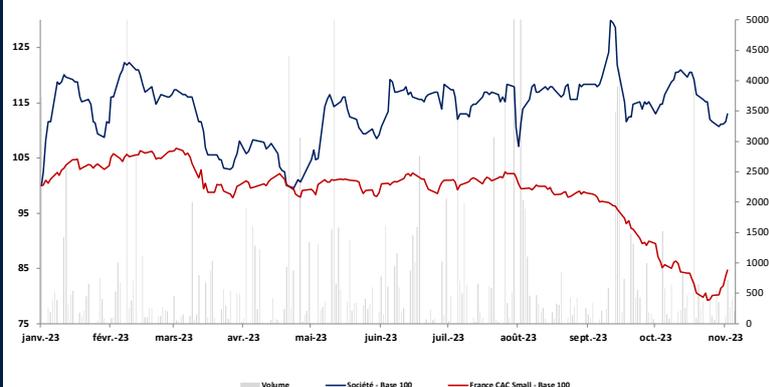
Retrouvez l'actualité boursière des small caps chaque jour dans votre boîte mail, gratuitement. [Inscription ici.](#)

Présentation de la société

Créé en 1954, Delfingen est un équipementier automobile mondial, devenu leader dans les solutions de protection des réseaux électriques et fluides embarqués. Le groupe s'adresse à deux principaux marchés : le marché automobile et au marché industriel.

Sur le marché automobile, Delfingen propose des systèmes de protection des faisceaux électriques, des tubes et durites. Sur le marché industriel, Delfingen propose aussi des systèmes de protection. En 2020, Delfingen a acquis les activités de Schlemmer, un de ses principaux concurrents, sur le territoire Europe/Afrique afin de renforcer ses parts de marché en Europe et sa proximité avec les constructeurs allemands (notamment pour véhicules lourds), mais aussi de mutualiser les efforts de R&D dans les motorisations hybrides/électriques. En 2022, le groupe a réalisé 417 M€ de CA pour une marge opérationnelle de 5%.

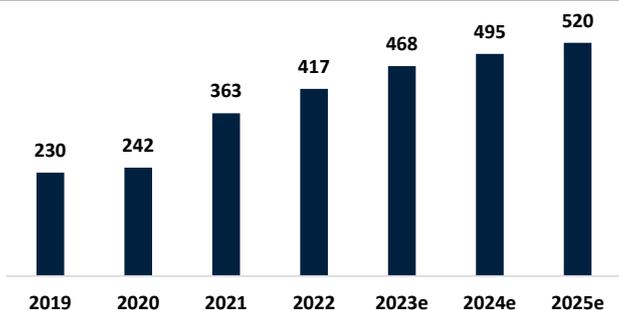
Evolution du cours (base 100)



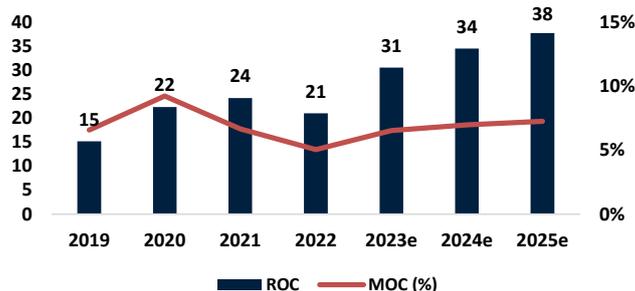
Argumentaire d'investissement

- **Une position de leader incontesté.** Présent dans plus de 40 pays, et avec près de 400 M€ de CA, Delfingen est le leader mondial du marché des systèmes de production et transfert de fluides. Dans le contexte actuel, où la production automobile tourne au ralenti et le prix des matières premières explose, la position de leader de Delfingen lui confère un avantage concurrentiel considérable : celui d'avoir un pricing power très fort, et par conséquent de pouvoir relativement protéger ses marges par rapport à ses concurrents.
- **Un marché mondial porteur.** Le marché sur lequel évolue la société regorge d'opportunités de croissance induites par des transformations structurelles. La plus évidente, celle de l'électrification des véhicules, est au cœur de la raison d'être de Delfingen : le contenu du véhicule va changer, augmenter, et devrait permettre à la société de croître rapidement.
- **Un nouveau débouché.** Dans une volonté de diversification, Delfingen adresse de plus en plus un nouveau marché, celui de l'industriel, qui présente des taux de croissance organiques à deux chiffres et une rentabilité substantiellement supérieure à celle de l'automobile. L'opportunité est réelle pour le groupe et pourrait à terme, représenter près de 30% de son CA.
- **Une vraie culture d'entreprise.** Delfingen, c'est aussi plus de 60 ans d'une histoire familiale singulière, à l'actionariat stable, aux racines très ancrées, avec une culture d'entreprise forte. Nous apprécions cette stabilité, ce savoir-faire et cette expertise unique.

Evolution du chiffre d'affaires (en M€)



Evolution du ROC (en M€)



Multiples de valorisation des comparables

Société	Capitalisation	EV/sales			EV/EBITDA			EV/EBIT			P/E		
		2023e	2024e	2025e									
AKWEL SA	413,4	0,3x	0,3x	0,3x	3,4x	3,1x	2,9x	6,1x	5,7x	5,2x	10,0x	9,2x	8,4x
Faurecia Societe europeenne	3 356,4	0,4x	0,4x	0,3x	3,1x	2,8x	2,6x	7,0x	5,9x	5,0x	8,8x	4,9x	3,8x
Plastic Omnium SE	1 691,0	0,3x	0,3x	0,3x	3,8x	3,4x	3,1x	8,4x	7,2x	6,1x	9,7x	7,7x	6,0x
Plastiques du Val de Loire SA	55,8	0,4x	0,4x	0,4x	5,1x	4,6x	3,7x	17,3x	14,1x	8,7x	6,4x	5,0x	2,8x
Valeo SE	3 327,5	0,3x	0,3x	0,3x	2,7x	2,4x	2,1x	9,2x	6,8x	5,0x	10,7x	6,3x	4,4x
Moyenne	1 768,8	0,3x	0,3x	0,3x	3,6x	3,3x	2,9x	9,6x	7,9x	6,0x	9,1x	6,6x	5,1x
Médiane	1 691,0	0,3x	0,3x	0,3x	3,4x	3,1x	2,9x	8,4x	6,8x	5,2x	9,7x	6,3x	4,4x

Analyste

Pierre LAURENT

01 44 70 20 78

plaurant@elcorp.com



Compte de résultat (M€)	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Chiffre d'affaires	214,0	230,5	241,9	363,0	417,1	468,0	495,0	519,7
Excédent brut d'exploitation	17,9	28,4	37,6	44,9	40,0	52,5	57,7	62,1
Résultat opérationnel courant	11,5	15,2	22,3	24,1	21,0	30,5	34,5	37,7
Résultat opérationnel	11,4	15,4	53,8	24,2	17,7	28,9	34,5	37,7
Résultat financier	-3,2	-3,8	-4,3	-2,9	-3,6	-6,2	-6,2	-6,2
Impôts	-2,5	-3,1	-4,0	-5,0	-5,9	-5,7	-7,1	-7,9
Mise en équivalence	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Part des minoritaires	-0,1	0,0	0,1	0,2	0,1	0,3	0,3	0,4
Résultat net part du groupe	5,8	8,5	45,3	16,1	8,1	16,8	20,9	23,3
Bilan (M€)	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e
Actifs non courants	90,6	113,8	165,7	177,3	182,3	204,4	203,5	202,5
<i>dont goodwill</i>	37,5	38,0	56,9	60,0	60,7	60,7	60,7	60,7
BFR	40,2	40,3	65,5	75,2	100,1	93,8	97,1	99,6
Disponibilités + VMP	9,0	13,0	25,4	26,5	14,9	38,4	54,0	71,9
Capitaux propres	68,0	76,1	117,7	138,8	145,7	161,1	178,9	198,4
Emprunts et dettes financières	64,2	82,4	129,1	130,3	143,1	167,1	167,1	167,1
Total Bilan	174,2	204,3	329,8	329,5	352,8	400,7	421,9	444,4
Tableau de flux (M€)	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e
Marge brute d'autofinancement	17,2	26,8	33,9	44,0	40,3	39,0	44,5	48,0
Variation de BFR	-4,2	-0,8	-16,0	-13,3	-27,5	6,3	-3,3	-2,5
Flux nets de trésorerie généré par l'activité	12,9	26,1	17,9	30,7	12,8	45,4	41,1	45,5
CAPEX nets	-8,7	-10,6	-10,9	-14,4	-18,3	-20,1	-22,3	-23,4
FCF	4,3	15,5	7,0	16,3	-5,5	25,2	18,9	22,1
Augmentation de capital	0,0	0,0	3,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Variation emprunts	-0,5	-4,2	27,6	-4,2	-2,1	24,0	0,0	0,0
Dividendes versés	0,0	0,0	0,0	-1,0	-3,0	-1,7	-3,4	-4,2
Flux nets de trésorerie liés au financement	-3,4	-7,2	27,8	-9,0	-8,9	22,3	-3,4	-4,2
Variation de trésorerie	-1,5	6,5	7,5	4,2	-20,9	23,5	15,5	17,9
Ratios (%)	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e
Variation chiffre d'affaires	4,9%	7,7%	5,0%	50,1%	14,9%	12,2%	5,8%	5,0%
Marge EBE	8,4%	12,3%	15,6%	12,4%	9,6%	11,2%	11,7%	11,9%
Marge opérationnelle courante	5,4%	6,6%	9,2%	6,7%	5,0%	6,5%	7,0%	7,2%
Marge opérationnelle	5,3%	6,7%	22,2%	6,7%	4,2%	6,2%	7,0%	7,2%
Marge nette	2,7%	3,7%	18,7%	4,4%	1,9%	3,6%	4,2%	4,5%
CAPEX (% CA)	4,1%	4,6%	4,5%	4,0%	4,4%	4,3%	4,5%	4,5%
BFR (% CA)	18,8%	17,5%	27,1%	20,7%	24,0%	20,0%	19,6%	19,2%
ROCE	5,9%	6,6%	6,4%	6,4%	5,6%	7,7%	8,6%	9,4%
ROCE hors GW	8,2%	8,7%	8,5%	8,4%	7,1%	9,6%	10,8%	11,7%
ROE	8,5%	11,2%	38,6%	11,7%	5,6%	10,5%	11,8%	11,8%
Payout	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	21,1%	20,0%	20,0%	20,0%
Dividend yield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	1,3%	2,4%	3,0%	3,3%
Ratios d'endettement	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Gearing (%)	81,2%	91,3%	88,1%	74,8%	87,9%	79,9%	63,2%	48,0%
Dettes nettes/EBE	3,1	2,4	2,8	2,3	3,2	2,5	2,0	1,5
EBE/charges financières	6,2	9,6	12,1	12,1	11,4	8,5	9,3	10,0
Valorisation	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Nombre d'actions (en millions)	2,4	2,4	2,7	2,7	2,7	2,7	2,7	2,7
Nombre d'actions moyen (en millions)	2,4	2,4	2,7	2,7	2,7	2,7	2,7	2,7
Cours (moyenne annuelle en euros)	33,3	20,2	17,2	50,7	47,6	52,4	52,4	52,4
(1) Capitalisation boursière moyenne	81,4	49,2	45,8	135,0	126,9	139,7	139,7	139,7
(2) Dette nette ex IFRS (+)/ trésorerie ne	55,2	51,6	77,1	71,5	97,1	97,6	82,1	64,2
(3) Valeur des minoritaires	0,2	0,2	0,4	0,7	0,8	1,0	1,3	1,7
(4) Valeur des actifs financiers	-2,3	-2,4	-2,2	-2,3	-2,0	-2,0	-2,0	-2,0
Valeur d'entreprise = (1)+(2)+(3)-(4)	134,6	98,7	121,0	204,8	222,8	236,3	221,1	203,5
VE/CA	0,6x	0,4x	0,5x	0,6x	0,5x	0,5x	0,4x	0,4x
VE/EBE	7,5x	3,5x	3,2x	4,6x	5,6x	4,5x	3,8x	3,3x
VE/ROC	11,7x	6,5x	5,4x	8,5x	10,6x	7,7x	6,4x	5,4x
P/E	14,1x	5,8x	1,0x	8,4x	15,7x	8,3x	6,7x	6,0x
P/B	1,2x	0,6x	0,4x	1,0x	0,9x	0,9x	0,8x	0,7x
P/CF	6,3x	1,9x	2,6x	4,4x	9,9x	3,1x	3,4x	3,1x
FCF yield (%)	3,2%	15,7%	5,8%	8,0%	-2,5%	10,7%	8,5%	10,9%
Données par action (€)	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Bnpa	2,4	3,5	17,0	6,1	3,0	6,3	7,8	8,7
Book value/action	27,8	31,1	44,1	52,1	54,7	60,4	67,1	74,4
Dividende /action	0,0	0,0	0,0	0,0	0,6	1,3	1,6	1,7

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 depuis 12 mois:

Achat: Du 07/09/2020 au 07/09/2021 et depuis le 28/03/2022

Accumuler: (-)

Neutre: Du 07/09/2021 au 28/03/2022

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	Non	Non	Oui

« Disclaimer / Avertissement »

La présente étude a été préparée par EuroLand Corporate indépendamment de Delfingen (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."