

## Achat

Objectif de cours	6,50 €
Cours au 26/07/2023	4,69 €
Potentiel	38,6%

## Données valeur

Capitalisation (M€)	253,3
Nb de titres (en millions)	54,0
Volume moyen 12 mois (titres)	5 020
Extrêmes 12 mois	2,99 € 4,76 €

## Performances boursières

Performances (%)	Ytd	1m	3m	12m
Perf. Absolue	37,1%	12,7%	0,9%	52,3%
Perf CAC Small	3,2%	2,3%	3,2%	-1,8%

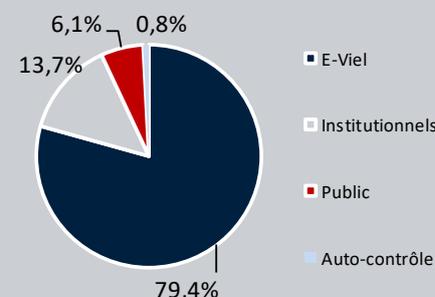
## Données financières (en M€)

au 31/12	2022	2023e	2024e	2025e
PNB	42,3	63,4	70,0	74,3
var %	6,2%	49,9%	10,3%	6,2%
EBE	9,6	25,9	31,0	35,5
% PNB	22,7%	40,8%	44,4%	47,7%
ROC	7,8	23,9	28,9	33,3
% PNB	18,5%	37,6%	41,3%	44,8%
RN pdg	5,7	17,5	21,7	24,9
% PNB	13,5%	27,6%	31,0%	33,6%
Bnpa (€)	0,11	0,32	0,40	0,46
ROE (%)	7,9%	21,5%	23,5%	23,8%
Gearing (%)	-59%	-71%	-81%	-90%
Dette nette	-43,1	-57,5	-75,1	-94,4
Dividende n (€)	0,08	0,16	0,20	0,23
Yield (%)	1,7%	3,5%	4,3%	4,9%

## Multiples de valorisation

	2022	2023e	2024e	2025e
VE/CA (x)	3,0	3,1	2,5	2,1
VE/EBE (x)	13,3	7,5	5,7	4,4
VE/ROC (x)	16,4	8,2	6,1	4,7
P/E (x)	30,2	14,5	11,7	10,2

## Actionnariat



## Malgré le courtage, des résultats excellents

## Publication des résultats S1 2023

Bourse Direct annonce des résultats semestriels en très forte croissance avec un PEB de 33,6 M€ (+30,4%) et un PNB de 31,1 M€ (+37,1%). Le REX de la société ressort en ligne avec nos attentes, à 11,3 M€, soit une croissance de +121,1%, et est principalement porté par les revenus d'intérêts. Le RNpg s'établit à 8,1 M€. Sur la partie courtage, le recrutement de nouveaux clients continue sur sa superbe tendance mais Bourse Direct a du faire face à un ralentissement généralisé des volumes traités. Nous prévoyons, pour l'exercice 2023, un RNpg supérieur à 17 M€, en hausse de près de 3x par rapport à 2022.

## Une top line dynamisée par les produits d'intérêts

Si le semestre a été marqué, dans le sillage de 2022, par un net ralentissement des volumes traités (2,4 millions d'ordres, -21% vs S1 2022), entraînant une baisse marquée des commissions de courtage (18,1 M€, -22,1%), nous notons que ce phénomène a été plus que compensé par les produits de trésorerie du groupe. Ces derniers, qui ont bénéficié de la remontée des taux (nous l'avons expliqué plus en profondeur [ici](#)), s'établissent à 13,5 M€, contre 1,2 M€ au S1 2023. Après prise en compte des autres commissions nettes (rétro-commissions sur OPCVM, portail internet...), en hausse de près de +50% (2,0 M€ vs 1,4 M€), et d'une progression flat d'Exoé, le PEB de Bourse Direct s'établit à 33,6 M€ (+30,4%) et son PNB à 31,1 M€ (+37,1%).

## La conquête clients poursuit son excellente tendance

Avec 294 000 comptes à la fin du semestre (vs 280 000 fin 2022), la conquête commerciale du groupe continue d'être assez impressionnante et fait ressortir des taux de croissance (+14,3% vs S1 2022, +16,5% en 2021, +16,7% en 2022) que nous estimons relativement supérieurs à ceux du marché français.

## Des résultats et des marges qui explosent

Avec 1/ des charges opérationnelles en hausse de +12,5%, soit une progression bien inférieure à celle du PNB et 2/ un effet « mix » de la top line (les produits d'intérêt sont pratiquement de la marge à 100%, avant impôts), les résultats semestriels de Bourse Direct sont, de manière assez attendue, impressionnants: le REX fait plus que doubler (11,3 M€ vs 5,1 M€) et le RN aussi (8,3 M€ vs 3,9 M€). Les marges du groupe affichent en conséquence une belle progression aussi: sur le semestre, le REX atteint 33,8% du PEB, à comparer aux 19,9% du S1 2022.

## Un bilan de plus en plus solide, si besoin est

Le bilan de Bourse Direct apparaît de mieux en mieux capitalisé: les capitaux propres ressortent à 71,2 M€, pour une trésorerie nette de près de 50 M€ (47 M€ précisément).

## Perspectives et estimations

Nous saluons la qualité du semestre produit par le groupe, et attendons une seconde partie d'exercice du même acabit. Concernant nos prévisions, nous maintenons notre attente de PNB à 63,4 M€ et ajustons légèrement celle de RNpg, à 17,5 M€ (vs 19,8 M€) afin de corriger un léger excès d'optimisme sur les marges. A moyen et plus long terme, nous continuons de penser que l'environnement de taux actuel, combiné à la conquête commerciale de Bourse Direct (et donc la progression des encours sous gestion), entre autres, constitue un réel tournant dans l'equity story d'un titre qui mérite toujours que l'on s'attarde dessus.

## Recommandation

Suite à cette publication, nous confirmons notre objectif de cours de 6,50 € et notre recommandation à Achat. La valeur se traite actuellement environ 14,5x P/E NTM, un niveau en deçà du P/E forward moyen de la société depuis qu'elle est suivie (c18x) malgré des perspectives qui n'ont jamais été aussi bonnes au niveau groupe. Un point d'entrée à ne pas (ou plus) rater.



Analyste  
Pierre LAURENT  
01 44 70 20 78  
plaurant@elcorp.com



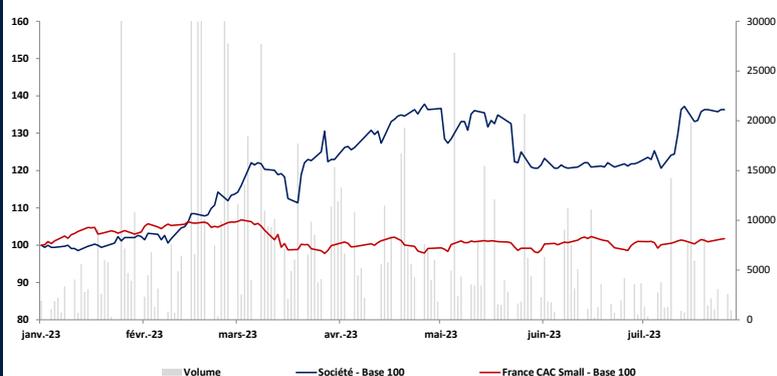
Retrouvez l'actualité boursière des small caps chaque jour dans votre boîte mail, gratuitement. [Inscription ici.](#)

## Présentation de la société

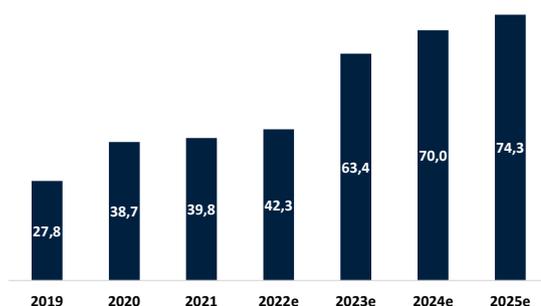
Avec plus de 5 millions d'ordres exécutés en 2022, Bourse Direct est un acteur majeur du courtage en ligne en France. Dotée d'une offre particulièrement attractive (commissions de courtage parmi les plus basses du marché, service clients maintes fois plébiscité), la société parvient à se démarquer au sein d'un marché relativement concurrentiel.

Le groupe exploite aujourd'hui trois segments d'activité complémentaires et diversifiés : le pôle bourse (courtage et tenue de compte/conserverie), le pôle placement (trésorerie et épargne) et le pôle portail, à travers lequel il monétise son site internet. La récente finalisation de l'acquisition d'Exoé (courtage BtoB) devrait permettre à la société de significativement enrichir son offre et de bénéficier de synergies de coûts à terme.

## Evolution du cours (base 100)



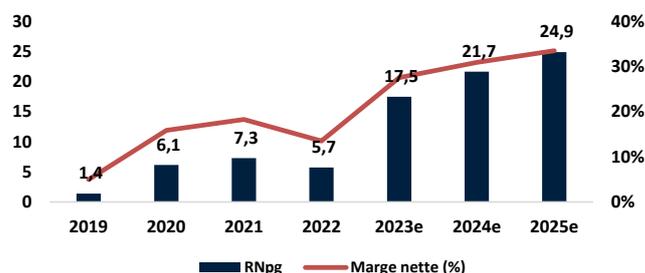
## Evolution du PNB (en M€)



## Argumentaire d'investissement

- Une traction commerciale historique.** Entre 2012 et 2022, Bourse Direct a ouvert, annuellement, une moyenne de 16 000 nouveaux comptes. Aujourd'hui, la société en exploite près de 280 000, signe d'un rapport qualité/prix sans faille pour les épargnants investisseurs. Nous assistons également à une évolution intéressante du profil client typique de BD: il se rajeunit fortement et montre plus de dynamisme que la base historique.
- Du levier opérationnel sur les marges.** BD jouit d'un modèle avec de gros coûts fixes, les charges de personnel représentant plus de 30% du PNB et les services techniques près de 28%. La moindre croissance est donc immédiatement contributive à la rentabilité du groupe et à ses marges.
- Du cash pour des acquisitions.** Typique du secteur, le groupe est en situation de trésorerie nette positive (43,2 M€ en 2021), lui offrant la possibilité d'avoir une politique M&A active. Bourse Direct a d'ailleurs récemment acquis Exoé, acteur majeur du courtage B2B, ce qui va lui permettre de significativement enrichir son offre et de bénéficier de synergies de coûts à terme.
- Exposition positive à la hausse des taux.** BD dispose de plus d'un milliard d'euros de cash disponible sur les comptes de ses clients (c10-20% de son encours), qu'elle peut placer elle-même sur des comptes à terme afin de générer des intérêts. C'est un « game changer » pour la société dans l'environnement actuel de remontée des taux. Nous tablons sur 23 M€ de produits d'intérêts en 2023, contre 5 M€ en 2022.

## Evolution du RNpg (en M€)



## Multiples de valorisation des comparables

Société	Capitalisation	EV/sales			EV/EBIT			P/E		
		2023e	2024e	2025e	2023e	2024e	2025e	2023e	2024e	2025e
Avanza Bank Holding AB	3 271,0	9,5x	9,0x	8,6x	14,2x	13,7x	13,3x	19,0x	18,4x	17,9x
FincoBank SpA	8 463,4	8,2x	7,9x	7,8x	11,3x	10,6x	10,8x	14,3x	13,9x	13,9x
flatexDEGIRO AG	952,2	0,5x	0,4x	0,4x	1,5x	1,1x	1,0x	12,0x	8,7x	7,6x
Nordnet AB	3 418,4	7,7x	7,3x	7,1x	10,8x	10,2x	10,0x	15,4x	14,6x	14,3x
Swissquote Group Holding Ltd.	3 086,8	5,4x	4,7x	4,3x	11,7x	9,5x	8,2x	12,6x	10,4x	9,7x
<b>Moyenne</b>	<b>3 838,3</b>	<b>6,3x</b>	<b>5,9x</b>	<b>5,6x</b>	<b>9,9x</b>	<b>9,0x</b>	<b>8,7x</b>	<b>14,7x</b>	<b>13,2x</b>	<b>12,7x</b>
<b>Médiane</b>	<b>3 271,0</b>	<b>7,7x</b>	<b>7,3x</b>	<b>7,1x</b>	<b>11,3x</b>	<b>10,2x</b>	<b>10,0x</b>	<b>14,3x</b>	<b>13,9x</b>	<b>13,9x</b>

### Analyste

Pierre LAURENT

01 44 70 20 78

plaurant@elcorp.com



Compte de résultat (M€)	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
<b>Produit net bancaire</b>	<b>38,7</b>	<b>39,8</b>	<b>42,3</b>	<b>63,4</b>	<b>70,0</b>	<b>74,3</b>
Excédent brut d'exploitation	11,4	11,7	9,6	25,9	31,0	35,5
<b>Résultat opérationnel courant</b>	<b>9,7</b>	<b>10,0</b>	<b>7,8</b>	<b>23,9</b>	<b>28,9</b>	<b>33,3</b>
Résultat opérationnel	9,7	10,0	7,8	23,9	28,9	33,3
Résultat financier	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Impôts	3,0	2,6	1,9	6,2	7,2	8,3
Mise en équivalence	0,0	0,0	-0,2	0,0	0,0	0,0
Part des minoritaires	0,0	0,0	0,0	0,2	0,0	0,0
<b>Résultat net part du groupe</b>	<b>6,1</b>	<b>7,3</b>	<b>5,7</b>	<b>17,5</b>	<b>21,7</b>	<b>24,9</b>
Bilan (M€)	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Actifs non courants	51,6	84,9	84,3	83,7	83,0	82,1
<i>dont goodwill</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>
BFR	-19,1	-32,3	-40,2	-54,5	-72,1	-91,4
<b>Disponibilités + VMP</b>	<b>51,3</b>	<b>35,3</b>	<b>43,2</b>	<b>57,5</b>	<b>75,1</b>	<b>94,4</b>
Capitaux propres	67,8	71,2	72,7	81,4	92,3	104,7
Emprunts et dettes financières	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Total Bilan</b>	<b>1 187,7</b>	<b>1 350,7</b>	<b>1 352,2</b>	<b>1 360,9</b>	<b>1 371,8</b>	<b>1 384,2</b>
Tableau de flux (M€)	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Marge Brute d'autofinancement	11,6	8,8	7,5	19,5	23,8	27,2
Variation de BFR	-3,3	9,1	-6,0	-5,0	-6,0	-6,0
<b>Flux net de trésorerie généré par l'activité</b>	<b>14,9</b>	<b>-0,3</b>	<b>13,5</b>	<b>24,5</b>	<b>29,8</b>	<b>33,2</b>
Investissements opérationnels nets	-1,9	-3,3	-1,4	-1,4	-1,4	-1,4
Investissements financiers nets	0,0	-9,3	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Flux nets de trésorerie liés aux investissements</b>	<b>-1,9</b>	<b>-12,6</b>	<b>-1,4</b>	<b>-1,4</b>	<b>-1,4</b>	<b>-1,4</b>
Augmentation de capital	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Variation emprunts	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dividendes versés	-1,1	-2,7	-4,3	-8,8	-10,8	-12,5
Flux de trésorerie liés au financement	-3,4	-3,1	-4,3	-8,8	-10,8	-12,5
<b>Variation de l'endettement financier net</b>	<b>9,6</b>	<b>-15,9</b>	<b>7,8</b>	<b>14,4</b>	<b>17,6</b>	<b>19,3</b>
Ratios (%)	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
<b>Variation PNB</b>	<b>39,1%</b>	<b>2,8%</b>	<b>6,2%</b>	<b>49,9%</b>	<b>10,3%</b>	<b>6,2%</b>
Marge EBE	29,4%	29,4%	22,7%	40,8%	44,4%	47,7%
Marge opérationnelle courante	25,1%	25,1%	18,5%	37,6%	41,3%	44,8%
<b>Marge opérationnelle</b>	<b>25,1%</b>	<b>25,1%</b>	<b>18,5%</b>	<b>37,6%</b>	<b>41,3%</b>	<b>44,8%</b>
Marge nette	15,9%	18,3%	13,5%	27,6%	31,0%	33,6%
Capex (% CA)	-4,9%	-8,3%	-3,3%	-2,2%	-2,0%	-1,9%
BFR (% CA)	-49,4%	-81,0%	-95,0%	-86,0%	-103,0%	-123,0%
<b>ROE</b>	<b>9,1%</b>	<b>10,2%</b>	<b>7,9%</b>	<b>21,5%</b>	<b>23,5%</b>	<b>23,8%</b>
Payout	45,8%	53,3%	75,0%	50,0%	50,0%	50,0%
Dividend yield	3,1%	2,3%	2,5%	3,5%	4,3%	4,9%
Ratios d'endettement	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Gearing (%)	-75,6%	-49,5%	-59,4%	-70,6%	-81,4%	-90,1%
Dettes nette/EBE	-4,5	-3,0	-4,5	-2,2	-2,4	-2,7
EBE/charges financières	ns	ns	ns	ns	ns	ns
Valorisation	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Nombre d'actions (en millions)	56,3	55,5	54,0	54,0	54,0	54,0
Nombre d'actions moyen (en millions)	56,0	55,9	54,8	54,0	54,0	54,0
Cours (moyenne annuelle en euros)	1,6	3,1	3,2	4,7	4,7	4,7
(1) Capitalisation boursière moyenne	90,0	173,2	172,5	253,3	253,3	253,3
(2) Dette nette (+)/ trésorerie nette (-)	-51,3	-35,3	-43,2	-57,5	-75,1	-94,4
(3) Valeur des minoritaires	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
(4) Valeur des actifs financiers	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2
Valeur d'entreprise = (1)+(2)+(3)-(4)	37,5	136,8	128,1	194,5	177,0	157,7
VE/CA	1,0	3,4	3,0	3,1	2,5	2,1
VE/ EBE	3,3	11,7	13,3	7,5	5,7	4,4
VE/ROC	3,9	13,7	16,4	8,2	6,1	4,7
<b>P/E</b>	<b>14,6</b>	<b>23,8</b>	<b>30,2</b>	<b>14,5</b>	<b>11,7</b>	<b>10,2</b>
P/B	1,3	2,4	2,4	3,1	2,7	2,4
Données par action €)	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Bnpa	0,1	0,1	0,1	0,3	0,4	0,5
Book value/action	1,2	1,3	1,3	1,5	1,7	1,9
Dividende /action	0,05	0,07	0,08	0,16	0,20	0,23
Payout	45,8%	53,3%	75,0%	50,0%	50,0%	50,0%

## Analyste

Pierre LAURENT

01 44 70 20 78

plaurent@elcorp.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 depuis 12 mois:**

**Achat**: Depuis le 12/03/2021

**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	Non	Non	Oui

**« Disclaimer / Avertissement »**

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