

Achat

Objectif de cours	164,00 €
Cours au 07/07/2023	117,50 €
Potentiel	40%

Données valeur

LOUP.PA / LOUP.FP	
Euronext Paris	
Capitalisation (M€)	2 072
Nb de titres (en millions)	17,6
Volume moyen 12 mois (titres)	1628
Extrêmes 12 mois	88,0 € - 121,0 €

Performances boursières

Performances (%)	Ytd	1m	3m	12m
Perf. Absolue	8,8%	-2,1%	3,1%	32,1%
Perf CAC Small	0,8%	-0,9%	-0,4%	2,1%

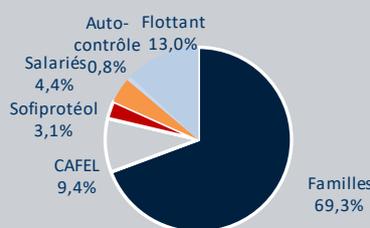
Données financières (en M€)

au 31/12	22/23	23/24e	24/25e	25/26e
CA	5 846	6 222	6 469	6 741
var %	15,3%	6,4%	4,0%	4,2%
EBE	547	574	597	615
% CA	9,4%	9,2%	9,2%	9,1%
ROC	300	325	338	345
% CA	5,1%	5,2%	5,2%	5,1%
RN	225	250	260	266
% CA	3,8%	4,0%	4,0%	3,9%
Bnpa (€)	12,7	14,2	14,7	15,1
ROCE (%)	17,8%	17,6%	17,7%	17,5%
ROE (%)	12,0%	12,0%	11,4%	10,6%
Gearing (%)	-20,2%	-19,6%	-24,7%	-29,1%
Dettes nettes	-381	-410	-567	-733
Dividende n (€)	2,7	2,8	2,9	3,0
Yield (%)	2,5%	2,4%	2,5%	2,6%

Multiples de valorisation

	22/23	23/24e	24/25e	25/26e
VE/CA (x)	0,3	0,3	0,2	0,2
VE/EBE (x)	2,7	2,9	2,5	2,1
VE/ROC (x)	5,0	5,0	4,4	3,8
P/E (x)	8,4	8,3	8,0	7,8

Actionnariat



Poursuite d'une forte croissance

Publication du CA T1 2023/2024

Après avoir connu un exercice 2022/2023 d'excellente facture, avec notamment une croissance des ventes de +15,3%, LDC ouvre son exercice 2023/2024 sur le même rythme et publie un CA T1 de 1,6 Md€, en progression de +12,9% (dont +12,4% LFL, hors FX), un niveau supérieur à nos attentes. Sur la période, ce sont à nouveau les revalorisations tarifaires qui ont été le principal contributeur à la top line. Nous notons aussi une légère détente sur les volumes au niveau groupe (-4,6% LFL vs -6,2% sur l'ensemble de l'exercice 2022/2023), avec une sortie progressive du contexte de l'influenza aviaire. LDC confirme par ailleurs sa guidance annuelle (CA > 6 Md€ et marge opérationnelle courante d'environ 5%).

Volaille: +8,7% en organique

Sur le pôle volaille, les revenus du groupe atteignent 1,1 Md€ sur le trimestre, soit une croissance publiée de +10%, dont +8,7% en organique. Hors amont, le pôle a progressé de +8,6% (+8,4% LFL), dopé par la poursuite des hausses de prix passées par le groupe. Les volumes sont toujours dans le rouge (-7% LFL), impactés par une faible disponibilité des produits suite aux derniers épisodes d'influenza. De son côté, l'activité amont affiche une superbe dynamique avec des ventes en hausse de +12% en organique (l'effet prix est à peu près similaire à celui sur la volaille sur le trimestre) et de +22,5% en publié grâce à l'intégration de Matines (sur les œufs). Ovoteam (110 M€ de CA annuel) est rentré dans le périmètre du groupe au 1er avril 2023 et aura un impact sur le T2 fiscal de LDC (les activités amont du groupe ne sont pas en clôture décalée mais suivent bien le rythme classique du calendrier).

Un segment international toujours aussi vigoureux

Avec 193,3 M€ de chiffre d'affaires sur le trimestre, soit une croissance de +26,6% (+30,5% à taux de change constant), les activités de LDC à l'international se portent toujours extrêmement bien (+47,2% de croissance LFL sur l'exercice 2022/2023), sous l'effet 1/ de revalorisations tarifaires, 2/ du mix produits, dominé par les ventes de spécialités et le développement des élaborés et 3/ des volumes pratiquement de retour dans le vert (-0,8% sur le trimestre).

Le traiteur: des hausses de prix et des volumes

Sur un segment traiteur où les revalorisations tarifaires n'ont pas toutes été obtenues sur l'exercice 2022/2023, LDC a bien rattrapé son « retard » et affiche une croissance de +16,9% sur le trimestre, soit un chiffre d'affaires de 223,2 M€, dont +1,5% provenant des volumes. L'effet prix/mix a donc été supérieur à +15% sur la période.

Perspectives

Si le groupe reste prudent sur le sujet, il semble toutefois apercevoir le bout du tunnel de l'influenza aviaire, dont la situation s'améliore progressivement. Un retour « à la normale » devrait donc redonner de la vigueur aux volumes de LDC qui pourront, sur le reste de l'exercice, compenser la baisse progressive des prix de vente dans la volaille, la baisse des matières premières étant maintenant automatiquement répercutée dans une partie des prix affichés en grande surface. Côté guidance, le management maintient pour le moment les ambitions affichées lors des résultats annuels (CA de 6 Md € et marge opérationnelle courante autour de 5%), mais nous avons peu de doutes sur le fait qu'elle devrait être revue à la hausse (notamment sur le chiffre d'affaires) dans les mois qui arrivent. Nous réviserons nos attentes à ce moment là, étant donné que nos prévisions actuelles (à retrouver en détails [ici](#)) matérialisent déjà un fort upside.

Recommandation

Suite à cette belle publication, nous maintenons notre recommandation à Achat et notre OC sur LDC à 164,00 €.

Analyste

Pierre LAURENT
01 44 70 20 78
pl Laurent@elcorp.com

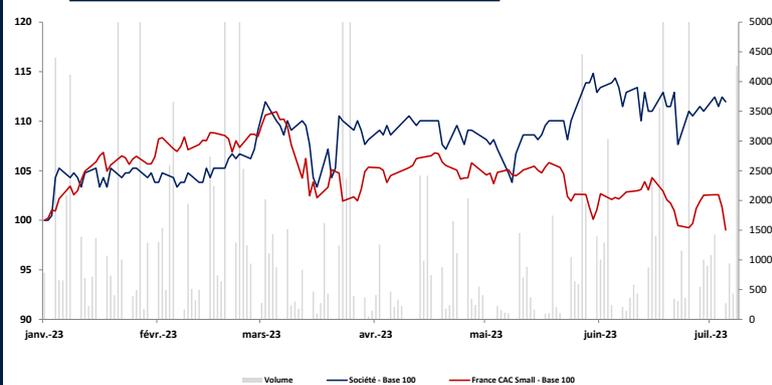


Présentation de la société

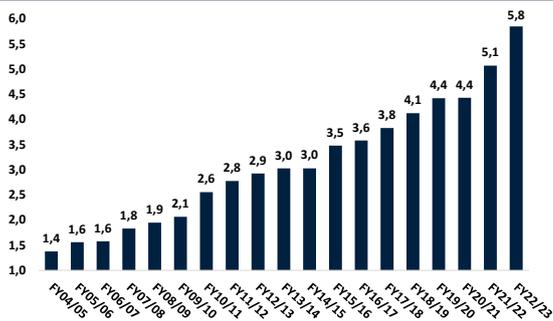
Groupe familial fondé il y a plus de 50 ans, LDC est le leader de l'industrie de la volaille en France et un acteur majeur de l'industrie en Europe. La société, qui réalise près de 6 Md€ de chiffre d'affaires pour une marge opérationnelle courante de 5% à travers ses différents segments d'activité (Volaille, International, Traiteur), a brillamment navigué dans un contexte 2022 particulièrement difficile pour le secteur (inflation des matières premières, grippe aviaire, pression continue des importations).

LDC rentre à présent dans un nouveau cycle, à l'issue duquel il compte atteindre un chiffre d'affaires de 7 Mds€ (TCAM +3,7%) en 2026 pour une marge opérationnelle stable. Etant donné les qualités indéniables du modèle, mêlant le dynamisme de la décentralisation à la force du pricing power, et la clarté des relais de croissance (expansion internationale, traiteur), le titre représente une réelle opportunité d'investissement.

Evolution du cours (base 100)



Evolution du chiffre d'affaires 2004-2022 (Md€)



Multiples de valorisation des comparables

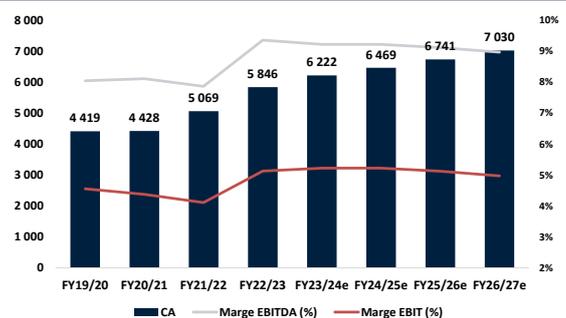
Société	Capitalisation	EV/sales			EV/EBITDA			EV/EBIT			P/E		
		2023e	2024e	2025e	2023e	2024e	2025e	2023e	2024e	2025e	2023e	2024e	2025e
Bonduelle SCA	354,4	0,3x	0,3x	0,3x	5,3x	4,6x	4,2x	12,0x	9,8x	8,2x	12,2x	7,4x	6,0x
Poulaillon SA	23,4	0,4x	0,4x	0,4x	4,9x	4,0x	3,8x	14,8x	11,7x	12,0x	18,0x	13,0x	13,0x
Savencia SA	808,3	0,2x	0,2x	0,2x	2,7x	2,5x	2,4x	5,3x	4,9x	4,5x	7,6x	6,6x	5,8x
Tipiak SA	52,1	0,5x	0,5x	0,5x	6,2x	6,0x	5,6x	15,5x	14,0x	12,4x	12,4x	10,9x	9,3x
Scandi Standard AB	282,0	0,4x	0,4x	0,4x	6,2x	5,8x	5,4x	11,8x	10,5x	9,3x	13,2x	10,8x	9,2x
Pilgrim's Pride Corporation	4 744,5	0,5x	0,5x	0,4x	8,8x	6,5x	6,3x	15,6x	9,6x	9,2x	18,8x	10,0x	9,7x
Inghams Group Ltd.	613,2	0,6x	0,5x	0,5x	4,6x	4,2x	4,1x	11,6x	9,7x	8,7x	16,0x	12,3x	10,2x
Moyenne	982,6	0,4x	0,4x	0,4x	5,5x	4,8x	4,5x	12,4x	10,0x	9,2x	14,0x	10,2x	9,0x
Médiane	354,4	0,4x	0,4x	0,4x	5,3x	4,6x	4,2x	12,0x	9,8x	9,2x	13,2x	10,8x	9,3x

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

Argumentaire d'investissement

- **Un acteur dominant son marché.** Groupe familial créé il y a plus de 50 ans, LDC est devenu l'acteur incontournable de la volaille en France. Avec 40% de parts de marché, et un modèle intégrant toute la chaîne de la valeur, LDC dispose d'une position dominante sur un marché qui n'a plus de secrets pour lui. En découle non seulement une capacité à faire les prix, si besoin est, mais aussi à innover constamment pour garder une, voire deux longueurs d'avance sur ses concurrents.
- **Un modèle dé-risqué et rentable.** LDC dispose de fondamentaux solides et offre un profil de risque relativement faible. Tout ce que fait la société est maîtrisé: de la croissance externe (on en dénombre plus de 50 en autant d'années) pour consolider son marché ou se diversifier, en passant par une gestion radicalement décentralisée et agile. L'alignement d'intérêts entre direction, parties prenantes et actionnaires est également un gage de confiance et offre un repère stable, bienvenu dans un monde versatile.
- **Des marchés qui recèlent encore du potentiel.** Si la consommation de viande est en déclin structurel (montée du véganisme, conscience écologique), celle de volaille, elle, gagne du terrain et possède des atouts: préférée chez les jeunes générations, compétitive sur le prix, moins émettrice de GES, plus de potentiel relatif d'innovation et de «premiumisation».
- **Un cas d'investissement limpide.** Avec des multiples fortement attractifs (FCF yield >15%) et décotés (historiques et peers) qui matérialisent la possibilité d'un rerating, une croissance moyenne des BPA de c5% (2023-2026e) et du dividende, la valeur coche un certain nombre de cases et sans nul doute un couple rendement/risque qui penche du bon côté.

Prévisions Euroland 2023-2026e (M€, %)



Compte de résultat (M€)	FY19/20	FY20/21	FY21/22	FY22/23	FY23/24e	FY24/25e	FY25/26e	FY26/27e
Chiffre d'affaires	4 419	4 428	5 069	5 846	6 222	6 469	6 741	7 030
Excédent brut d'exploitation	356	359	399	547	574	597	615	631
Résultat opérationnel courant	201	194	208	300	325	338	345	350
Résultat opérationnel	200	189	213	300	325	338	345	350
Résultat financier	0	0	1	2	10	10	10	10
Impôts	-52	-47	-46	-70	-84	-87	-89	-90
Mise en équivalence	-2	1	-1	-6	0	0	0	0
Part des minoritaires	2	2	1	1	1	1	1	1
Résultat net part du groupe	144	141	165	225	250	260	266	269
Bilan (M€)	FY19/20	FY20/21	FY21/22	FY22/23	FY23/24e	FY24/25e	FY25/26e	FY26/27e
Actifs non courants	1 300	1 333	1 435	1 459	1 510	1 556	1 596	1 631
<i>dont goodwill</i>	262	253	277	266	266	266	266	266
BFR	104	110	90	70	141	144	146	148
Disponibilités + VMP	181	246	293	397	479	642	814	994
Capitaux propres	1 420	1 542	1 714	1 885	2 089	2 300	2 515	2 732
Emprunts et dettes financières	419	388	385	454	454	454	454	454
Total Bilan	2 880	2 973	3 259	3 718	4 010	4 275	4 550	4 832
Tableau de flux (M€)	FY19/20	FY20/21	FY21/22	FY22/23	FY23/24e	FY24/25e	FY25/26e	FY26/27e
Marge brute d'autofinancement	303	318	347	486	501	520	537	551
Variation de BFR	-19	12	-20	24	-71	-3	-2	-2
Flux nets de trésorerie généré par l'activité	284	331	327	510	429	517	534	549
CAPEX nets	-228	-208	-238	-243	-300	-304	-310	-316
FCF	56	122	89	267	129	213	224	233
Augmentation de capital	0,0	4,5	41,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Variation emprunts	-24	-25	-12	72	0	0	0	0
Dividendes versés	-28	-24	-33	-37	-48	-50	-52	-53
Flux nets de trésorerie liés au financement	-57	-27	-36	-126	-48	-50	-52	-53
Variation de trésorerie	-80	89	28	110	82	163	172	180
Ratios (%)	FY19/20	FY20/21	FY21/22	FY22/23	FY23/24e	FY24/25e	FY25/26e	FY26/27e
Variation chiffre d'affaires	7,2%	0,2%	14,5%	15,3%	6,4%	4,0%	4,2%	4,3%
Marge EBE	8,1%	8,1%	7,9%	9,4%	9,2%	9,2%	9,1%	9,0%
Marge opérationnelle courante	4,6%	4,4%	4,1%	5,1%	5,2%	5,2%	5,1%	5,0%
Marge opérationnelle	4,5%	4,3%	4,2%	5,1%	5,2%	5,2%	5,1%	5,0%
Marge nette	3,3%	3,2%	3,3%	3,8%	4,0%	4,0%	3,9%	3,8%
CAPEX (% CA)	5,2%	4,7%	4,7%	4,2%	4,8%	4,7%	4,6%	4,5%
BFR (% CA)	2,4%	2,5%	1,8%	1,2%	2,3%	2,2%	2,2%	2,1%
ROCE	9,6%	9,0%	10,2%	14,7%	14,8%	14,9%	14,9%	14,7%
ROCE hors GW	11,8%	10,9%	12,5%	17,8%	17,6%	17,7%	17,5%	17,3%
ROE	10,2%	9,2%	9,7%	12,0%	12,0%	11,4%	10,6%	9,9%
Payout	14,3%	21,9%	21,4%	21,2%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%
Dividend yield	1,1%	1,8%	2,0%	2,5%	2,4%	2,5%	2,6%	2,6%
Ratios d'endettement	FY19/20	FY20/21	FY21/22	FY22/23	FY23/24e	FY24/25e	FY25/26e	FY26/27e
Gearing (%)	-1,4%	-8,0%	-10,6%	-20,2%	-19,6%	-24,7%	-29,1%	-33,2%
Dettes nettes/EBE	-0,1	-0,3	-0,4	-0,7	-0,7	-1,0	-1,2	-1,4
EBE/charges financières	441,4	1 136,2	481,4	835,2	54,8	56,9	58,7	60,2
Valorisation	FY19/20	FY20/21	FY21/22	FY22/23	FY23/24e	FY24/25e	FY25/26e	FY26/27e
Nombre d'actions (en millions)	17,1	17,1	17,6	17,6	17,6	17,6	17,6	17,6
Nombre d'actions moyen (en millions)	17,1	17,1	17,6	17,6	17,6	17,6	17,6	17,6
Cours (moyenne annuelle en euros)	109,2	100,3	99,5	107,4	117,5	117,5	117,5	117,5
(1) Capitalisation boursière moyenne	1 872	1 718	1 754	1 894	2 072	2 072	2 072	2 072
(2) Dette nette (+)/ trésorerie nette (-)	-20	-123	-181	-381	-410	-567	-733	-906
(3) Valeur des minoritaires	12	7	6	7	8	9	10	12
(4) Valeur des actifs financiers	-30	-32	-38	-30	-30	-30	-30	-30
Valeur d'entreprise = (1)+(2)+(3)-(4)	1 834	1 570	1 541	1 490	1 641	1 484	1 320	1 148
VE/CA	0,4	0,4	0,3	0,3	0,3	0,2	0,2	0,2
VE/EBE	5,2	4,4	3,9	2,7	2,9	2,5	2,1	1,8
VE/ROC	9,1	8,1	7,4	5,0	5,0	4,4	3,8	3,3
P/E	13,0	12,2	10,6	8,4	8,3	8,0	7,8	7,7
P/B	1,3	1,1	1,0	1,0	1,0	0,9	0,8	0,8
P/CF	6,6	5,2	5,4	3,7	4,8	4,0	3,9	3,8
FCF yield (%)	3,0%	7,8%	5,8%	17,9%	7,9%	14,4%	17,0%	20,3%
Données par action (€)	FY19/20	FY20/21	FY21/22	FY22/23	FY23/24e	FY24/25e	FY25/26e	FY26/27e
Bnpa	8,4	8,2	9,4	12,7	14,2	14,7	15,1	15,2
Book value/action	82,9	90,0	97,2	106,9	118,4	130,4	142,6	154,9
Dividende /action	1,2	1,8	2,0	2,7	2,8	2,9	3,0	3,0

Analyste

Pierre LAURENT

01 44 70 20 78

pl Laurent@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 :

Achat: Depuis le 01/06/2023

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 LDC (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."