

Mauna Kea Technologies

Medtech

Mauna Kea confirme son objectif de croissance 2024

Achat

Objectif de cours	0,71 €
Cours au 25/07/2024	0,43 €
Potentiel	66%

Données valeur

MKEA.PA / MKEA.FP		
Euronext Growth		
Capitalisation (M€)	26,4	
Nb de titres (en millions)	61,6	
Volume moyen 12 mois (titres)	130 087	
Extrêmes 12 mois	0,34 €	0,64 €

Performances boursières

Performances (%)	Ytd	1m	3m	12m
Perf. Absolue	-10,0%	9,8%	11,7%	-33,7%
Perf CAC Small	0,1%	-0,9%	-4,8%	-3,8%

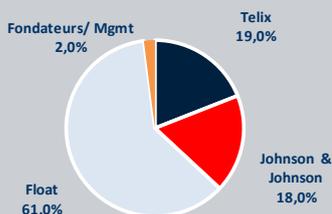
Données financières (en M€)

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	-6,0	-3,9	-4,6
% CA	-37,9%	-56,3%	-32,5%	-32,6%
ROC	-5,7	-5,0	-3,0	-3,4
% CA	-54,3%	-46,3%	-24,5%	-24,6%
RN	-6,3	-8,2	-3,8	-1,1
% CA	-59,7%	-76,8%	-31,7%	-7,9%
Bnpa (€)	-101,5	-133,8	-62,5	-17,8
ROCE (%)	-92,0%	-31,7%	-28,0%	-29,7%
ROE (%)	36,2%	47,0%	18,0%	4,9%
Gearing (%)	-126,2%	-166,6%	-136,7%	-138,2%
Dette nette	26,1	21,8	29,2	29,2
Dividende n (€)	0,0	0,0	0,0	0,0
Yield (%)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Multiples de valorisation

	2023e	2024e	2025e	2026e
VE/CA (x)	-490,0	-478,0	-421,9	-367,4
VE/EBE (x)	ns	ns	ns	ns
VE/ROC (x)	ns	ns	ns	ns
P/E (x)	ns	ns	ns	ns

Actionariat



Publication du CA T2 2024

Au terme du deuxième trimestre 2024, Mauna Kea Technologies enregistre un chiffre d'affaires de 2,2 M€, en baisse de -17% par rapport au T2 2023. Sur le premier semestre, le chiffre d'affaires s'établit à 3,9 M€, en net recul par rapport au S1 2023 (-43%). En excluant les ventes de licences, le chiffre d'affaires semestriel du groupe est en baisse de -19% à 2,9 M€. La baisse du CA S1 2024 s'explique notamment par les effets combinés de la diminution temporaire du remboursement des procédures PPU (Pay-Per-Use) aux USA et d'un calendrier de ventes de systèmes concentré sur la deuxième moitié de l'exercice. Mauna Kea a profité de la publication pour confirmer son objectif de croissance annuel: atteindre une croissance de +20% du CA (hors licence).

Le PPU bien orienté mais chahuté par le CMS

Pour le troisième trimestre consécutif, le volume des PPU (Pay-Per-Use) a dépassé le cap des mille procédures. Cela atteste de la bonne exécution de la stratégie du groupe et permet à Mauna Kea d'avoir une base de revenus récurrents. En dépit de la croissance soutenue des volumes, la décision de CMS (organisme en charge de la gestion des remboursements des procédures médicales aux USA) de revoir à la baisse le montant de ses remboursements a négativement impacté le chiffre d'affaires semestriel. Ainsi, le segment Consommables a généré un CA S1 2024 de 1,7 M€ (en baisse de -4% YoY). Sur le T2 2024, l'impact sur le CA du segment consommable est plus important avec une baisse de -26% vs T2 2023. Le management a toutefois précisé que la décision du CMS était réversible et qu'elle ne serait que temporaire.

Sur le semestre, les ventes de systèmes affichent un recul de -47%, principalement lié à un effet de base exigeant ainsi qu'à des ventes qui seront concentrées sur le deuxième semestre 2024.

Des avancées sur le plan opérationnel

Sur la première partie de l'exercice, Mauna Kea a de nouveau démontré la polyvalence du Cellvizio en termes d'indications médicales. Dans un premier temps, la société a assuré le lancement de Celltolerance, sa nouvelle filiale dédiée au marché des intolérances alimentaires. Ce dernier représente une opportunité adressable de près d'1,5 Mds\$ aux États-Unis et en Europe et constitue l'un des fers de lance du développement de Mauna Kea. Celltolerance a ainsi pour but de commercialiser un programme de détection et de traitement des intolérances alimentaires dont les données cliniques seront également exploitables par des entreprises pharmaceutiques et de nutrition pour notamment élaborer des traitements personnalisés.

Dans le même temps, le groupe a également réalisé des avancées significatives sur d'autres applications du Cellvizio. En pneumologie, la société a notamment vendu un système au CHRU de Nancy. Parallèlement à cette acquisition, la présentation de données positives concernant l'utilisation du Cellvizio pour la détection des kystes du pancréas a eu lieu aux USA lors de la Digestive Disease Week.

Enfin, Mauna Kea a reçu une licence lui permettant de commercialiser ses produits en Chine, ce qui rend opérationnelle la JV avec Tasly. La société est ainsi bien orientée pour poursuivre son développement international.

Perspectives

Malgré un recul des ventes au S1 2024, Mauna Kea a annoncé préserver son objectif de chiffre d'affaires (hors licences) en hausse +20% cette année. Les nombreuses avancées sur le plan opérationnel (Celltolerance, Licence commerciale en Chine...) attestent du dynamisme de la société. Nous laissons ainsi inchangées nos prévisions pour 2024e. Toutefois, nous précisons que la baisse du niveau des remboursements par CMS est temporaire mais continuera d'impacter la top line tout au long de l'exercice.



Analyste

Raphaël Génin
01 44 70 20 70
rgenin@elcorp.com



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

Recommandation

Suite à cette publication nous maintenons notre recommandation à Achat sur le titre. Nous laissons également inchangé notre objectif de cours à 0,71€/action.



Analyste
Raphaël Génin
01 44 70 20 70
rgenin@elcorp.com



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

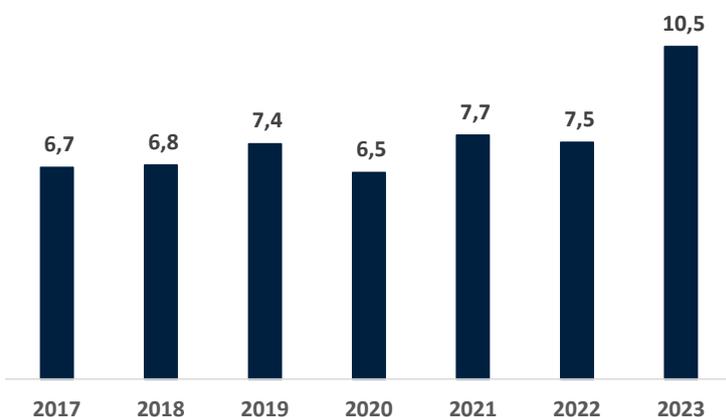
Présentation de la société

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.

Evolution du cours (base 100)

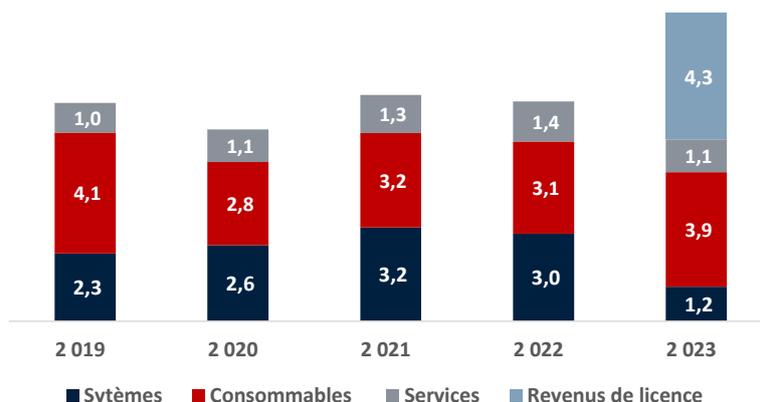
Evolution annuelle du CA (en M€)



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 du mix CA (en M€), 2019-2023



Compte de résultat (M€)	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e
Chiffre d'affaires	6,8	7,4	6,5	7,7	7,5	10,5	10,7	12,2	14,0
Excédent brut d'exploitation	-10,4	-11,6	-10,8	-10,3	-7,0	-4,0	-6,0	-3,9	-4,6
Résultat opérationnel courant	-12,0	-13,0	-12,0	-11,3	-9,0	-5,7	-5,0	-3,0	-3,4
Résultat opérationnel	-12,0	-13,0	-11,8	-12,2	-9,1	1,2	-5,0	-3,0	-3,4
Résultat financier	-0,8	-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	0,0	-475,0	0,0	0,0	0,0
Mise en équivalence	0,0	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	0,0
Résultat net part du groupe	-12,8	-15,3	-12,8	-13,4	-11,2	-6,3	-8,2	-3,8	-1,1
Bilan (M€)	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e
Actifs non courants	4,0	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	0,0
BFR	2,9	2,1	0,3	1,3	1,5	-4,0	3,7	0,2	1,4
Disponibilités + VMP	8,6	10,0	8,6	11,9	3,1	8,0	0,6	0,6	-1,3
Capitaux propres	8,0	0,3	-12,1	-10,3	-19,9	-17,3	-17,5	-21,4	-22,5
Emprunts et dettes financières	7,1	17,4	27,0	28,7	29,2	29,8	29,8	29,8	29,8
Total Bilan	19,8	23,6	20,6	24,8	19,8	22,9	21,4	18,2	17,4
Tableau de flux (M€)	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e
Marge brute d'autofinancement	-10,9	-12,1	-9,6	-9,8	-8,2	-5,9	-7,2	-2,9	0,0
Variation de BFR	0,0	1,8	1,7	-0,5	-0,6	5,2	-7,7	3,5	-1,2
Flux nets de trésorerie généré par l'activité	-10,9	-10,3	-8,0	-10,3	-8,8	-0,8	-14,8	0,6	-1,1
CAPEX nets	-1,3	-1,4	-1,1	-1,1	-0,1	-0,4	-0,5	-0,6	-0,7
FCF	-12,2	-11,7	-9,1	-11,4	-9,0	-1,1	-15,4	0,0	-1,8
Variation emprunts	-0,4	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	0,0
Flux nets de trésorerie liés au financement	3,3	13,0	7,7	14,7	0,1	6,0	8,0	0,0	0,0
Variation de trésorerie	-8,8	1,4	-1,4	3,3	-8,7	4,8	-7,4	0,0	-1,8
Ratios (%)	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e
Variation chiffre d'affaires	-99,9%	9,9%	-12,2%	18,0%	-2,9%	40,1%	2,4%	13,3%	14,8%
Marge EBE	-154,4%	-156,2%	-165,7%	-133,7%	-93,4%	-37,9%	-56,3%	-32,5%	-32,6%
Marge opérationnelle courante	-177,5%	-175,3%	-183,3%	-147,1%	-120,1%	-54,3%	-46,3%	-24,5%	-24,6%
Marge opérationnelle	-177,5%	-175,3%	-181,1%	-158,7%	-121,2%	11,8%	-46,3%	-24,5%	-24,6%
Marge nette	-189,1%	-205,5%	-196,0%	-174,6%	-149,5%	-59,7%	-76,8%	-31,7%	-7,9%
CAPEX (% CA)	18,5%	18,6%	16,6%	14,2%	1,9%	3,5%	5,0%	5,0%	5,0%
BFR (% CA)	42,6%	28,8%	4,8%	16,5%	20,4%	-37,9%	34,5%	2,1%	10,1%
ROCE	-117,0%	-108,8%	-123,4%	-115,5%	-107,6%	-92,0%	-31,7%	-28,0%	-29,7%
ROCE hors GW	-117,0%	-108,8%	-123,4%	-115,5%	-107,6%	-92,0%	-31,7%	-28,0%	-29,7%
ROE	-160,2%	-6084,5%	105,9%	130,1%	56,1%	36,2%	47,0%	18,0%	4,9%
Payout	0,0%	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%	0,0%
Ratios d'endettement	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e
Gearing (%)	-19,6%	2961,4%	-152,0%	-162,9%	-130,8%	-126,2%	-166,6%	-136,7%	-138,2%
Dettes nettes/EBE	0,2	-0,6	-1,7	-1,6	-3,7	-5,5	-4,8	-7,4	-6,8
EBE/charges financières	13,3	5,2	11,1	8,4	3,3	2,0	7,2	4,7	5,4
Valorisation	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e
Nombre d'actions (en millions)	25,2	25,2	30,5	38,1	44,5	61,6	61,6	61,6	61,6
Nombre d'actions moyen (en millions)	25,2	25,2	30,5	38,1	44,5	61,6	61,6	61,6	61,6
Cours (moyenne annuelle en euros)	3,0	1,6	1,3	1,2	0,6	0,4	0,4	0,4	0,4
(1) Capitalisation boursière moyenne	75,5	39,6	38,5	47,2	26,3	24,0	24,0	24,0	24,0
(2) Dette nette (+)/trésorerie nette (-)	-1,6	7,4	18,4	16,8	26,1	21,8	29,2	29,2	31,0
(3) Valeur des minoritaires	0,0	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	0,0	-5 183,0	-5 183,0	-5 183,0	-5 183,0
Valeur d'entreprise = (1)+(2)+(3)-(4)	73,9	47,0	56,8	64,0	52,3	-5 137,2	-5 129,8	-5 129,8	-5 127,9
VE/CA	10,9	6,3	8,7	8,3	7,0	-490,2	-478,2	-422,1	-367,6
VE/EBE	ns								
VE/ROC	ns								
P/E	ns								
P/B	ns								
P/CF	ns								
FCF yield (%)	ns								
Données par action (€)	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Bnpa	-0,5	-0,6	-0,4	-0,4	-0,3	-101,5	-133,8	-62,5	-17,8
Book value/action	0,3	0,0	-0,4	-0,3	-0,4	-0,3	-0,3	-0,3	-0,4
Dividende /action	0,0	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 11/10/2023

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	Non	Non	Oui

« Disclaimer / Avertissement »

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