Delfingen

Industrie

Achat

Objectif de cours	**62,00 €**
Cours au 04/11/2022	38,40 €
Potentiel	***61,5%***

Données valeur

DELF.PA / DELF FP		
Euronext Growth		
Capitalisation (M€)		102,4
Nb de titres (en millions)		2,67
Volume moyen 12 mois (titres)		811
Extrêmes 12 mois	34,30 €	61,80 €

Performances boursières

Performances (%)	Ytd	1m	3m	12m
Perf. Absolue	-19,8%	5,2%	-16,5%	-22,0%
Perf CAC Small	-22,7%	4,5%	-10,2%	-22,3%

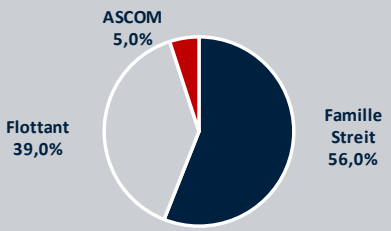
Données financières (en M€)

au 31/12	2021	2022e	2023e	2024e
CA	363,0	414,0	452,7	495,0
var %	*50,1%*	*14,0%*	*9,3%*	*9,3%*
EBE	44,9	45,3	56,3	65,9
% CA	*12,4%*	*11,0%*	*12,4%*	*13,3%*
ROC	24,1	21,3	30,0	37,2
% CA	*6,6%*	*5,2%*	*6,6%*	*7,5%*
RN	16,1	13,8	19,3	24,7
% CA	*4,4%*	*3,3%*	*4,3%*	*5,0%*
Bnpa (€)	6,05	5,18	7,24	9,28
ROCE (%)	12,8%	11,3%	16,0%	19,8%
ROE (%)	11,6%	9,2%	11,6%	13,2%
Gearing (%)	51,0%	40,8%	25,4%	9,1%
Dette nette (ex IFRS 16)	70,8	61,0	42,1	17,0
Dividende n (€)	1,1	1,0	1,4	1,9
Yield (%)	2,3%	2,7%	3,8%	4,8%

Multiples de valorisation

	2021	2022e	2023e	2024e
VE/CA (x)	0,6	0,4	0,3	0,2
VE/EBE (x)	4,5	3,6	2,5	1,8
VE/ROC (x)	8,5	7,6	4,7	3,1
P/E (x)	8,4	7,4	5,3	4,1

Actionnariat



Prochaine publication : CA 2022, le 03/02/2022

Bon T3 et guidance rehaussée

Publication du CA T3 2022

Delfingen publie un chiffre d'affaires T3 2022 à 110 M€ (+28,3%, dont +20,3% en organique), au dessus de nos attentes. Cette bonne performance fait ressortir un CA 9M de 313,9 M€, soit une croissance de +12,3% (+8,5% en organique) à fin septembre. Sur le trimestre, la dynamique a été particulièrement bonne sur le segment Mobilité du groupe. Delfingen annonce à présent une guidance de CA annuelle de 410-415 M€ (environ 8% plus haute que la précédente, supérieure à 380 M€). Cette guidance implique une croissance de chiffre d'affaires de l'ordre de 13% sur l'année, contre un marché de la production automobile qui devrait progresser de +5%.

Solide dynamique sur la Mobilité

Le principal marché de Delfingen, la Mobilité, enregistre une progression de ses ventes de +28,2% en données publiées sur le trimestre, à 93,2 M€ (c85% du mix groupe), en accélération séquentielle par rapport aux deux premiers trimestres (+3,5% au T1, +9,8% au T2) et faisant ressortir une croissance publiée de +13,2% à fin septembre. Avec la prise en compte d'un effet de change positif de 14,4M€ et de la cession des activités russes (environ 6M€ de CA en année pleine), la croissance organique 9M du segment s'établit à +8,4% (+20,9% sur le T3).

Par activité, la croissance T3 se ventile comme suit: +27,3% sur les systèmes de protection (dont +18,8% tcc), +37,1% sur le transfert de fluides (dont +24,6% tcc) et +3,2% sur les autres activités du segment (dont -4,5% tcc). La croissance organique a été principalement tirée par 1/ un marché en hausse de +28,8%, 2/ un effet de base peu exigeant sur les transferts de fluides, qui avaient été très exposés l'année dernière à la baisse des volumes de Jeep et 3/ la capacité du groupe à compenser sa forte exposition (50%) au marché le moins performant, l'Europe. A fin septembre, la croissance organique du segment (+8,4%) est globalement en ligne avec celle du marché mondial (+8,3%).

Accélération séquentielle sur l'Industriel

Le second marché de Delfingen, l'Industriel, est en hausse de +9,6% en organique (+7,6% en données publiées) avec un impact négatif important (-10,1%) de la cession de l'activité sangles et ceintures en juin 2021. Ces chiffres reflètent une progression importante par rapport au premier semestre (+7,3% tcc, -1,2% publié), notamment sur les activités isolation électrique et thermique (+18,5% tcc vs +16,8% tcc au S1) et Drossbach (+7,6% tcc vs +5,5% tcc au S1).

Perspectives

Tout en restant prudent sur ses anticipations et celles du marché, Delfingen revoit ses prévisions de croissance annuelle à 410-415 M€, impliquant 1/ une performance supérieure (c13%) à celle du marché de la production automobile (+5%) sur l'année et 2/ une progression des ventes T4 de l'ordre de 18% en milieu de fourchette, soit un peu moins de 100 M€ de CA effectif sur le trimestre. Avec un effet devises qui ne devrait pas sensiblement faiblir et une croissance organique toujours au rendez-vous, nous ajustons notre prévision de CA 2022 à 414 M€ (vs 386 M€ précédemment) et maintenons un niveau de marge opérationnelle similaire, soit 5,2%.

Recommandation

Après la mise à jour de notre modèle de valorisation, nous maintenons notre objectif de cours à 62,0 € et notre recommandation reste à l'Achat sur le titre.



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

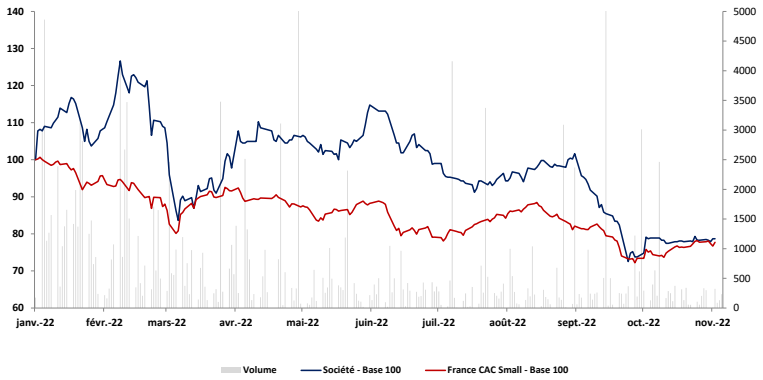
Le Zapping des smalls Retrouvez l'actualité boursière des small caps chaque jour dans votre boîte mail, gratuitement. Inscription ici.

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 2021, le groupe a réalisé 363 M€ de CA pour une marge opérationnelle de 6,6%.

Evolution du cours (base 100)



Argumentaire d'investissement

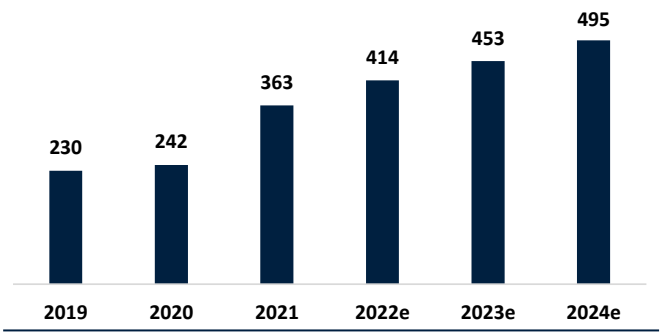
- **Une position de leader incontesté.** Présent dans plus de 40 pays, et avec près de 400 M€ de CA, Delfingen est le leader mondial du marché des systèmes de production et transfert de fluides. Dans le contexte actuel, où la production automobile tourne au ralenti et le prix des matières premières explose, 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 au détriment de 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.

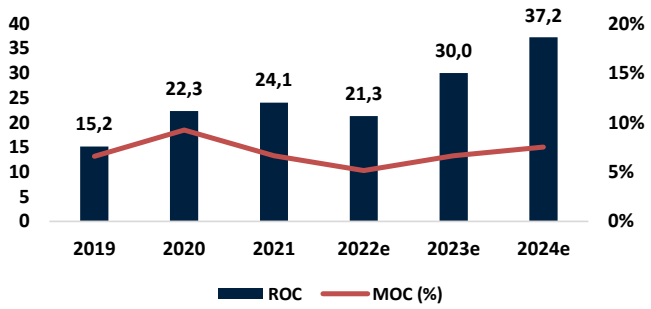
- **Une acquisition structurante et relutive**. L'acquisition d'une partie des activités de l'allemand Schlemmer en 2020 a permis à Delfingen de rentrer dans une nouvelle dimension en matière de chiffre d'affaire. De manière plus importante, elle a également légèrement modifié le business model de l'équipementier, Schlemmer évoluant sur les véhicules lourds, segment de marché un peu moins cyclique que celui de l'automobile et avec de plus fortes barrières à l'entrée. A terme, les synergies entre les deux entités devraient être fortes et très contributrices.

- **Des fondamentaux solides.** Delfingen, c'est aussi plus de 60 ans d'une histoire familiale singulière, à l'actionnariat 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

		EV/sales			EV/EBITDA			EV/EBIT			P/E		
Société	**Capitalisation**	**2022e**	**2023e**	**2024e**	**2022e**	**2023e**	**2024e**	**2022e**	**2023e**	**2024e**	**2022e**	**2023e**	**2024e**
AKWEL SA	395,8	0,3x	0,3x	0,3x	3,6x	2,8x	2,4x	7,7x	5,1x	4,1x	18,2x	9,3x	7,3x
Faurecia Societe europeenne	2 895,2	0,4x	0,4x	0,4x	4,0x	3,7x	3,1x	11,1x	8,0x	6,3x	40,6x	6,3x	3,7x
LEONI AG	712,5	0,5x	0,5x	0,5x	8,4x	9,1x	6,8x	52,3x	38,2x	16,2x	11,0x	9,5x	7,5x
Plastic Omnium SE	2 081,0	0,4x	0,4x	0,4x	4,5x	4,0x	3,5x	9,6x	7,9x	6,5x	10,9x	8,2x	6,4x
Plastiques du Val de Loire SA	74,6	0,4x	0,4x	0,4x	5,4x	4,3x	4,0x	25,0x	12,5x	10,6x	31,1x	6,8x	5,6x
Valeo SE	4 251,1	0,4x	0,4x	0,3x	3,4x	3,0x	2,5x	13,0x	9,0x	6,6x	21,1x	9,5x	6,3x
Moyenne		**0,4x**	**0,4x**	**0,4x**	**4,9x**	**4,5x**	**3,7x**	**19,8x**	**13,5x**	**8,4x**	**22,1x**	**8,3x**	**6,1x**
Médiane		**0,4x**	**0,4x**	**0,4x**	**4,2x**	**3,9x**	**3,3x**	**12,0x**	**8,5x**	**6,6x**	**19,6x**	**8,8x**	**6,3x**

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

Compte de résultat (M€)	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Chiffre d'affaires	230,5	241,9	363,0	414,0	452,7	495,0
Excédent brut d'exploitation	28,4	37,6	44,9	45,3	56,3	65,9
Résultat opérationnel courant	**15,2**	**22,3**	**24,1**	**21,3**	**30,0**	**37,2**
Résultat opérationnel	15,4	53,8	24,2	21,3	30,0	37,2
Résultat financier	-3,8	-4,3	-2,9	-2,9	-2,9	-2,9
Impôts	-3,1	-4,2	-5,0	-4,6	-6,8	-8,6
Mise en équivalence	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Part des minoritaires	0,0	0,0	0,2	0,0	1,0	1,0
Résultat net part du groupe	**8,5**	**45,3**	**16,1**	**13,8**	**19,3**	**24,7**
Bilan (M€)	**2019**	**2020**	**2021**	**2022e**	**2023e**	**2024e**
Actifs non courants	113,8	165,7	177,3	174,0	170,3	166,4
dont goodwill	*38,0*	*56,9*	*60,0*	*60,0*	*60,0*	*60,0*
BFR	40,4	65,5	75,2	79,6	80,9	86,1
Disponibilités + VMP	**13,0**	**25,4**	**26,5**	**26,2**	**35,1**	**50,3**
Capitaux propres	76,1	117,7	138,8	149,6	166,2	187,0
Emprunts et dettes financières	64,6	111,2	97,3	87,3	77,3	67,3
Total Bilan	**204,2**	**329,8**	**329,5**	**339,0**	**349,4**	**366,4**
Tableau de flux (M€)	**2019**	**2020**	**2021**	**2022e**	**2023e**	**2024e**
Marge brute d'autofinancement	24,6	32,7	39,9	41,4	50,3	58,2
Variation de BFR	0,8	-16,0	13,3	4,4	1,3	5,3
Flux nets de trésorerie généré par l'activité	**23,9**	**48,7**	**26,5**	**37,0**	**49,0**	**52,9**
Investissements opérationnels nets	-11,1	-10,8	-14,3	-20,7	-22,6	-24,7
Investissements financiers nets	1,0	-23,4	0,1	0,0	0,0	0,0
Flux nets de trésorerie liés aux investissem	**-10,1**	**-34,2**	**-14,2**	**-20,7**	**-22,6**	**-24,7**
Augmentation de capital	0,0	3,3	0,0	0,0	0,0	0,0
Variation emprunts	-4,2	27,6	-4,2	-10,0	-10,0	-10,0
Dividendes versés	-1,4	0,0	0,0	-3,0	-3,8	-4,9
Flux nets de trésorerie liés au financement	**-8,5**	**27,8**	**-10,0**	**-16,7**	**-17,5**	**-18,6**
Variation de trésorerie	5,2	42,3	2,3	-0,4	8,9	9,6
Ratios (%)	**2019**	**2020**	**2021**	**2022e**	**2023e**	**2024e**
Variation chiffre d'affaires	7,7%	5,0%	50,1%	14,0%	9,3%	9,3%
Marge EBE	12,3%	15,6%	12,4%	11,0%	12,4%	13,3%
Marge opérationnelle courante	**6,6%**	**9,2%**	**6,6%**	**5,2%**	**6,6%**	**7,5%**
Marge opérationnelle	6,7%	22,3%	6,7%	5,2%	6,6%	7,5%
Marge nette	3,7%	18,7%	4,4%	3,3%	4,3%	5,0%
CAPEX (% CA)	4,8%	4,4%	3,9%	5,0%	5,0%	5,0%
BFR (% CA)	17,5%	27,1%	20,7%	19,2%	17,9%	17,4%
ROCE	10,1%	9,8%	9,7%	8,5%	12,1%	15,0%
ROCE hors GW	**13,5%**	**13,1%**	**12,8%**	**11,3%**	**16,0%**	**19,8%**
ROE	11,2%	38,5%	11,6%	9,2%	11,6%	13,2%
Payout	0,0%	0,0%	18,5%	20,0%	20,0%	20,0%
Dividend yield	0,0%	0,0%	2,2%	2,7%	3,8%	4,8%
Ratios d'endettement	**2019**	**2020**	**2021**	**2022e**	**2023e**	**2024e**
Gearing (%)	**67,9%**	**72,9%**	**51,0%**	**40,8%**	**25,4%**	**9,1%**
Dette nette/EBE	1,8	2,3	1,6	1,3	0,7	0,3
EBE/charges financières	7,6	8,8	15,4	15,5	19,2	22,5
Valorisation	**2019**	**2020**	**2021**	**2022e**	**2023e**	**2024e**
Nombre d'actions (en millions)	2,7	2,7	2,7	2,7	2,7	2,7
Nombre d'actions moyen (en millions)	2,7	2,7	2,7	2,7	2,7	2,7
Cours (moyenne annuelle en euros)	19,8	30,0	50,9	38,4	38,4	38,4
(1) Capitalisation boursière moyenne	52,8	80,0	135,8	102,4	102,4	102,4
(2) Dette nette (+)/ trésorerie nette (-)	51,6	85,8	70,8	61,0	42,1	17,0
(3) Valeur des minoritaires	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
(4) Valeur des actifs financiers	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3
Valeur d'entreprise = (1)+(2)+(3)-(4)	102,1	163,5	204,3	161,1	142,2	117,0
VE/CA	**0,4**	**0,7**	**0,6**	**0,4**	**0,3**	**0,2**
VE/EBE	3,6	4,3	4,5	3,6	2,5	1,8
VE/ROC	**6,7**	**7,3**	**8,5**	**7,6**	**4,7**	**3,1**
P/E	6,2	1,8	8,4	7,4	5,3	4,1
P/B	0,7	0,7	1,0	0,7	0,6	0,5
Données par action (€)	**2019**	**2020**	**2021**	**2022e**	**2023e**	**2024e**
Bnpa	3,2	17,0	6,1	5,2	7,2	9,3
Book value/action	**28,5**	**44,1**	**52,1**	**56,1**	**62,3**	**70,2**
Dividende /action	0,0	0,0	1,1	1,0	1,4	1,9

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

Le Zapping des smalls

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 évènements 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 règlementation 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 règlementaires 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