

Achat

Objectif de cours	5,00 €
Cours au 29/06/2023	2,64 €
Potentiel	89,4%

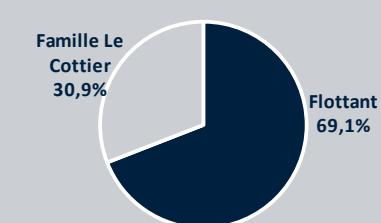
Données valeur	
ALLEX.PA / ALLEX.PA	
Euronext Growth	
Capitalisation (M€)	20,5
Nb de titres (en millions)	7,763
Volume moyen 12 mois (titres)	19 789
Extrêmes 12 mois	164 € 3,69 €

Performances boursières				
Performances (%)	Ytd	1m	3m	12m
Perf. Absolue	12,4%	7,4%	18,8%	-27,5%
Perf CAC Small	1,5%	0,7%	2,1%	-1,2%

Données financières (en M€)					
au 31/03	22/23	23/24e	24/25e	25/26e	
CA	51,2	55,3	60,6	66,3	
var %	13,3%	8,0%	9,5%	9,5%	
EBE	4,8	5,3	6,0	6,9	
% CA	9,4%	9,5%	9,9%	10,4%	
ROC	4,3	4,7	5,3	6,1	
% CA	8,3%	8,4%	8,7%	9,2%	
RN	3,0	3,8	4,4	5,1	
% CA	5,9%	6,8%	7,2%	7,7%	
Bnpa (€)	0,4	0,5	0,6	0,7	
ROCE (%)	17,6%	16,6%	16,2%	16,4%	
ROE (%)	25,5%	23,9%	21,8%	20,3%	
Gearing (%)	53,1%	37,1%	30,9%	24,8%	
Dette nette	6,3	5,8	6,2	6,3	
Dividende n (€)	0,0	0,0	0,0	0,0	
Yield (%)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	

Multiples de valorisation					
	22/23	23/24e	24/25e	25/26e	
VE/CA (x)	0,5	0,5	0,4	0,4	
VE/EBE (x)	5,4	5,0	4,5	3,9	
VE/ROC (x)	6,1	5,7	5,1	4,4	
P/E (x)	6,4	5,5	4,7	4,0	

Actionnariat



Prochaine publication : CA T1 23/24, 28 juillet



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



Des résultats solides

Publication des résultats 2022-2023

Suite à la publication d'un chiffre d'affaire de 51,2 M€ (+13,3%), Lexibook communique sur des résultats plutôt satisfaisants, en ligne avec nos attentes. Le ROC s'établit à 4,3 M€ (marge >8%), un niveau stable par rapport à l'année dernière, et un RN de 3 M€ (vs 3,7 M€ en 2021-2022). La pression du FX sur le premier semestre a été bien atténuée au second, le mix (distribution et produits) a été porteur et les charges opérationnelles ont été globalement maîtrisées malgré, notamment, l'effort en marketing mené par la société. Pour l'exercice à venir, bien que l'effet de base devienne de plus en plus exigeant étant donné les bons résultats depuis trois exercices, Lexibook entend poursuivre sur son élan, qui allie croissance et rentabilité.

Une marge brute portée par le mix et l'échelle

A l'aide 1/ de hausses de prix ciblées, 2/ du lancement de nouveautés à forte marge et 3/ d'un effet d'échelle lié à la croissance des volumes, le taux de marge brute dégagé par Lexibook sur l'exercice affiche une belle progression (+240 bps à 54,6%). Retraitées des effets de change (-0,4 M€ d'impact net), le taux de marge affiche toujours une progression de 160 bps.

Des charges, hors marketing et logistique, globalement contenues

L'EBITDA 2022/2023 du groupe ressort à 4,7 M€, soit une marge de 9,4% (-250 bps). Si une bonne partie des charges du groupe a été correctement contenue, nous observons que les efforts en marketing (notamment le lancement d'une campagne internationale majeure, ainsi que celui d'une campagne télé en France) de Lexibook, dont les dépenses publicitaires ont augmenté de 2 M€ (6,5 M€ vs 4,5 M€), ont coûté cher. Nous espérons qu'ils auront un ROI positif à terme. A noter, également, la hausse des coûts logistiques, due à la plus forte activité, ainsi qu'une augmentation des charges de personnel de 0,5 M€.

Après prise en compte des DAP, en légère augmentation, le ROC du groupe s'établit à 4,3 M€ (marge de 8,3%, -120 bps) et le RN à 3 M€, notamment impacté par un effet de change négatif de 0,4 M€ mentionné précédemment.

Un bilan sans surprise

Retraitées d'une partie de l'affacturage, dont l'évolution du traitement comptable a conduit à une légère surévaluation, la dette nette du groupe ressort sur l'exercice à 5,8 M€ (vs 5,5 M€ retraité en 2021/2022), pour un gearing estimé légèrement inférieur à 50% (vs >60% en 2021/2022). Le niveau de stocks, qui progresse encore de 3 M€ pour s'établir à 15,1 M€ (soit plus de 110 jours de CA), reste un point de vigilance du dossier, bien qu'il soit plus sain qu'auparavant, car constitué de beaucoup de nouveautés.

Perspectives: devenir une marque mondiale

Le groupe devrait poursuivre sa stratégie d'internationalisation et de digitalisation sur l'exercice à venir afin de se rapprocher encore un peu plus du statut de marque mondiale, très convoitée par Lexibook. L'accent sera mis sur 1/ le travail autour des licences (parmi lesquelles Paw Patrol et Warner avec Harry Potter et Batman ont connu de récentes extensions géographiques) et 2/ la conquête du marché américain, réputé difficile et concurrentiel. Ce marché devrait commencer à générer un CA significatif en 2024/2025e. Lexibook anticipe par ailleurs un nouvel exercice de croissance rentable, avec un niveau d'activité au T1 2023/2024 qui pourrait être similaire à celui du T1 2021/2022 (en absolu). Nous ajustons ainsi notre attente de CA 2023/2024 à 55,3 M€ (+8%) et revoyons notre attente de marge opérationnelle à 8,4% (vs 8,8% précédemment).

Recommandation

Nous réitérons notre recommandation sur le titre (Achat) et maintenons notre OC à 5,00 €. Aux niveaux de valorisation actuels (en relatif et vs historique), Lexibook offre plus que jamais un couple rendement/risque très attrayant selon nous.



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

Présentation de la société

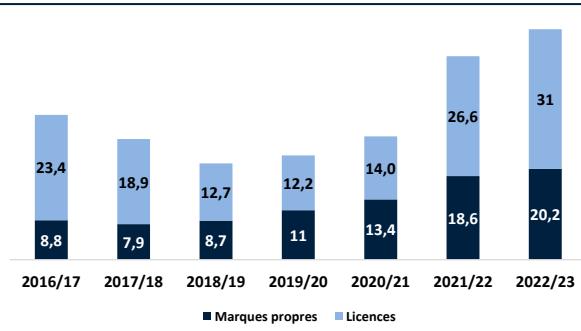
Lexibook, propriétaire de plus de 40 marques, est le leader français des produits de loisirs électroniques intelligents, principalement à destination des enfants. Le succès de la société est fondé sur la forte complémentarité entre licences internationales et marques propres à forte valeur ajoutée.

Complétée par une politique d'innovation constante, la stratégie mise en place a permis au groupe de fortement digitaliser et internationaliser ses ventes au cours des dernières années. La présence des produits Lexibook se fait de plus en plus large sur Amazon, mais également sur d'autres marketplaces moins matures. Avec plus de 35 millions de produits sur le marché et une vente toutes les dix secondes, Lexibook a réalisé au cours de son dernier exercice un CA de 52,1 M€ pour une marge opérationnelle de 8,1%.

Evolution du cours (base 100)



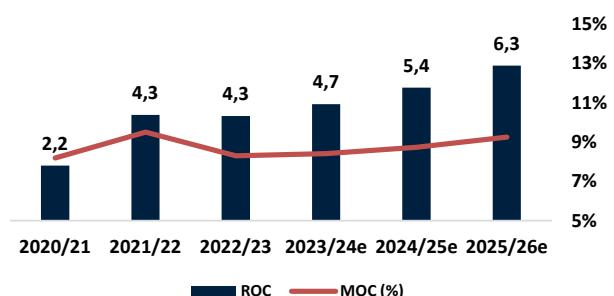
Evolution du chiffre d'affaires (en M€)



Argumentaire d'investissement

- Le tournant du digital.** Depuis plusieurs exercices, Lexibook a entièrement repensé sa gamme et ses canaux de distribution. Ce repositionnement a largement porté ses fruits au cours des trois derniers exercices, à la faveur d'une forte croissance et d'une rentabilité en hausse. Il reste beaucoup de potentiel dans ce repositionnement, que ce soit en matière d'international, où Lexibook peut encore conquérir de nombreux marchés, ou de digitalisation (45% des ventes).
- Une R&D à la pointe.** Lexibook investit annuellement près de 5% de son CA dans la R&D à travers son laboratoire de développement de jeux à Hong-Kong, lui permettant de mettre régulièrement sur le marché des produits innovants, à forte valeur ajoutée et qui répondent autant aux besoins d'éducation, d'éveil et de distraction des enfants qu'aux attentes des parents.
- Des fondamentaux assainis.** La société a retrouvé de solides fondamentaux après quelques exercices plus délicats. Avec un gearing de retour sous les 50%, une hausse sensible des marges et de la génération de cash, ou encore une rentabilité des capitaux employés supérieure aux pairs, la valeur a retrouvé de belles couleurs et une attractivité qui mérite d'être étudiée.
- Une faible valorisation.** Le titre offre une décote largement injustifiée par rapport à ses pairs (environ 50% sur l'EV/sales 2022e) et aussi en absolu (35% vs sa moyenne trois ans). Le potentiel de rattrapage de la valeur est toujours évident.

Evolution du ROC (en M€)



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
Bigben Interactive SA	96,7	0,6x	0,5x	0,5x	2,3x	2,0x	1,8x	6,0x	4,5x	3,9x	6,7x	4,6x	4,2x
Guillemot Corp. SA	99,3	0,5x	0,4x	0,4x	6,0x	3,3x	2,7x	19,4x	5,5x	4,3x	38,3x	10,7x	8,2x
Hasbro, Inc.	8 044,7	2,0x	2,0x	1,9x	10,1x	9,3x	8,7x	12,7x	11,6x	10,7x	14,3x	12,8x	11,1x
Mattel, Inc.	6 163,1	1,5x	1,5x	1,4x	9,0x	7,9x	7,7x	12,5x	10,4x	10,2x	16,5x	13,0x	12,9x
Moyenne	3 600,9	1,2x	1,1x	1,0x	6,9x	5,6x	5,2x	12,6x	8,0x	7,3x	19,0x	10,2x	9,1x
Médiane	3 131,2	1,0x	1,0x	0,9x	7,5x	5,6x	5,2x	12,6x	8,0x	7,2x	15,4x	11,7x	9,7x

Analyste

Pierre LAURENT

01 44 70 20 78

plaurent@elcorp.com



Compte de résultat (M€)	2019/20	2020/21	2021/22	2022/23	2023/24e	2024/25e	2025/26e
Chiffre d'affaires	23,2	27,4	45,2	51,2	55,3	60,6	66,3
Excédent brut d'exploitation	0,8	3,0	5,4	4,8	5,3	6,0	6,9
Résultat opérationnel courant	0,1	2,2	4,3	4,3	4,7	5,3	6,1
Résultat opérationnel	0,1	2,2	4,3	4,3	4,7	5,3	6,1
Résultat financier	-0,3	-0,6	-0,3	-0,9	-0,5	-0,5	-0,5
Impôts	0,1	0,0	0,3	0,3	0,4	0,4	0,5
Mise en équivalence	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Part des minoritaires	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Résultat net part du groupe	-0,1	1,6	3,7	3,0	3,8	4,4	5,1
Bilan (M€)	2019/20	2020/21	2021/22	2022/23	2023/24e	2024/25e	2025/26e
Actifs non courants	3,9	2,2	1,8	2,9	4,1	5,8	7,7
<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>	<i>0,0</i>
BFR	5,8	6,6	14,7	16,0	17,3	18,9	20,5
Disponibilités + VMP	0,7	3,5	2,4	2,4	8,0	12,6	17,5
Capitaux propres	3,6	5,2	8,9	11,9	15,7	20,1	25,2
Emprunts et dettes financières	5,0	6,2	8,5	8,8	13,8	18,8	23,8
Total Bilan	14,7	16,8	28,0	30,5	41,5	50,6	60,5
Tableau de flux (M€)	2019/20	2020/21	2021/22	2022/23	2023/24e	2024/25e	2025/26e
Marge Brute d'autofinancement	1,0	2,8	5,6	5,1	4,9	5,6	6,4
Variation de BFR	-2,4	0,6	8,1	2,7	2,6	2,9	3,2
Flux nets de trésorerie générés par l'activité	3,4	2,2	-2,5	2,4	2,4	2,7	3,2
Investissements opérationnels nets	-0,2	-0,1	-0,2	-1,9	-2,2	-2,4	-2,7
Investissements financiers nets	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Flux nets de trésorerie liés aux investissements	-0,2	-0,1	-0,2	-2,0	-2,2	-2,4	-2,7
Augmentation de capital	1,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Variation emprunts	-0,3	1,6	1,1	1,6	2,5	2,5	2,5
Dividendes versés	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Flux nets de trésorerie liés au financement	0,9	1,3	0,5	0,8	2,5	2,5	2,5
Variation de trésorerie	4,2	3,5	-2,2	1,1	2,7	2,8	3,0
Ratios (%)	2019/20	2020/21	2021/22	2022/23	2023/24e	2024/25e	2025/26e
Variation chiffre d'affaires	8,3%	17,9%	65,3%	13,3%	8,0%	9,5%	9,5%
Marge EBE	3,5%	11,0%	11,9%	9,4%	9,5%	9,9%	10,4%
Marge opérationnelle courante	0,4%	8,2%	9,5%	8,3%	8,4%	8,7%	9,2%
Marge opérationnelle	0,4%	8,2%	9,5%	8,3%	8,4%	8,7%	9,2%
Marge nette	-0,5%	5,8%	8,2%	5,9%	6,8%	7,2%	7,7%
Capex (% CA)	-0,6%	-0,2%	-0,5%	-3,8%	-4,0%	-4,0%	-4,0%
BFR (% CA)	25,0%	24,0%	32,5%	31,2%	31,2%	31,2%	30,9%
ROCE	0,8%	21,3%	20,6%	17,6%	16,6%	16,2%	16,4%
ROCE hors GW	0,8%	21,3%	20,6%	17,6%	16,6%	16,2%	16,4%
ROE	-2,9%	30,6%	41,8%	25,5%	23,9%	21,8%	20,3%
Payout	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%
Ratios d'endettement	2019/20	2020/21	2021/22	2022/23	2023/24e	2024/25e	2025/26e
Gearing (%)	119,3%	52,2%	68,1%	53,1%	37,1%	30,9%	24,8%
Dette nette/EBE	5,3	0,9	1,1	1,3	1,1	1,0	0,9
EBE/charges financières	3,2	4,9	16,1	5,1	10,6	11,9	13,8
Valorisation	2019/20	2020/21	2021/22	2022/23	2023/24e	2024/25e	2025/26e
Nombre d'actions (en millions)	7,8	7,8	7,8	7,8	7,8	7,8	7,8
Nombre d'actions moyen (en millions)	7,8	7,8	7,8	7,8	7,8	7,8	7,8
Cours (moyenne annuelle en euros)	1,0	1,2	3,2	2,5	2,6	2,6	2,6
(1) Capitalisation boursière moyenne	8,1	9,4	24,9	19,5	20,5	20,5	20,5
(2) Dette nette (+)/ trésorerie nette (-)	4,3	2,7	6,0	6,3	5,8	6,2	6,3
(3) Valeur des minoritaires	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	0,0	0,0
Valeur d'entreprise = (1)+(2)+(3)-(4)	12,4	12,1	30,9	25,9	26,3	26,7	26,8
VE/CA	0,5	0,4	0,7	0,5	0,5	0,4	0,4
VE/EBE	15,3	4,0	5,7	5,4	5,0	4,5	3,9
VE/ROC	142,3	5,4	7,2	6,1	5,7	5,1	4,4
P/E	ns	5,9	6,7	6,4	5,5	4,7	4,0
P/B	2,2	1,8	2,8	1,6	1,3	1,0	0,8
Données par action (€)	2019/20	2020/21	2021/22	2022/23	2023/24e	2024/25e	2025/26e
Bnpa	-0,01	0,20	0,48	0,39	0,48	0,57	0,66
Book value/action	0,5	0,7	1,1	1,5	2,0	2,6	3,2
Dividende /action	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00

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:

Achat: Du 16/11/2019 au 18/02/2020 et depuis le 21/05/2020

Accumuler: (-)

Neutre: Du 19/02/2020 au 26/03/2020

Alléger : (-)

Vente : (-)

Sous revue : Du 27/03/2020 au 20/05/2020

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 Lexibook (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 Habilité. Toute personne autre qu'une Personne Habilité 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."