

Achat

Objectif de cours 9,00 € (vs 11,50 €)
Cours au 09/09/2024 6,29 €
Potentiel 43,1%

Données valeur

ALCOG.PA / ALCOG.FP
Euronext Growth
Capitalisation (M€) 21,6
Nb de titres (en millions) 3,4
Volume moyen 12 mois (titres) 2 798
Extrêmes 12 mois 5,1 € 13,5 €

Performances boursières

Performances (%)	Ytd	1m	3m	12m
Perf. Absolue	-50,2%	10,7%	-10,7%	-53,1%
Perf CAC Small	-4,6%	1,8%	-14,1%	-6,7%

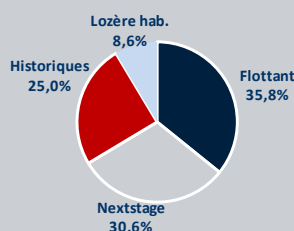
Données financières (en M€)

au 30/06	23/24	24/25e	25/26e	26/27e
CA	39,0	41,4	43,8	46,2
var %	-23,8%	6,1%	5,8%	5,5%
EBE	4,1	5,4	6,0	6,6
% CA	10,6%	13,1%	13,6%	14,2%
ROC	0,9	2,8	3,1	3,5
% CA	2,4%	6,8%	7,0%	7,6%
RN	0,6	2,0	2,2	2,5
% CA	1,6%	4,8%	5,0%	5,5%
Bnpa (€)	0,18	0,59	0,64	0,74
ROCE (%)	2,0%	6,4%	7,3%	8,7%
ROE (%)	2,4%	7,2%	7,3%	7,7%
Gearing (%)	34,2%	18,0%	5,1%	-7,8%
Dette nette	8,9	5,0	1,5	-2,5
Dividende n (€)	0,0	0,0	0,0	0,0
Yield (%)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Multiples de valorisation

	23/24	24/25e	25/26e	26/27e
VE/CA (x)	1,1x	0,6x	0,5x	0,4x
VE/EBE (x)	10,5x	4,8x	3,8x	2,8x
VE/ROC (x)	45,6x	9,3x	7,4x	5,3x
P/E (x)	55,8x	10,8x	9,8x	8,5x

Actionariat



Résultats en baisse, mais plutôt résilients dans le contexte

Publication des résultats 2023/2024

Dans la lignée de la publication de son chiffre d'affaires annuel, en baisse de -24% à 39,0 M€, Cogra communique des résultats en net recul. L'EBE du groupe s'établit à 4,1 M€, soit une marge de 10,6% (-460 bps), et un RN à 0,6 M€, en retrait de -85%. Sans donner de perspectives chiffrées, le groupe continue d'afficher de la prudence concernant l'exercice à venir, qui dépend en partie de facteurs exogènes.

Une rentabilité préservée malgré un S2 catastrophique et le deleverage

Dans une conjoncture très perturbée (hiver doux, fort réajustement des prix après un exercice 2022/2023 exceptionnel), la bonne agilité du modèle de Cogra a tout de même permis de dégager une rentabilité positive sur l'exercice, malgré un recul de près d'un quart du chiffre d'affaires généré. Le groupe a notamment réussi à maintenir une marge d'EBITDA supérieure à 10%, le niveau plancher fixé de manière durable par la société à l'occasion de son dernier plan stratégique.

Après un S1 de bonne facture (CA 5,6 M€, marge d'EBE stable vs S1 2022/2023), c'est surtout le second semestre qui a été particulièrement ardu pour le groupe. L'activité a reculé de moitié sur la période (notamment du fait d'un ralentissement volontaire des capacités de production) et l'EBE a mécaniquement atterri en territoire négatif (-0,8 M€).

Dans le bas du compte de résultat, sur l'exercice, les charges d'intérêt du groupe ont plus que doublé (182k€ vs 88k€ en 2022/2023) et ont particulièrement pesé sur le RN.

Augmentation de l'endettement, mais bilan toujours solide et maîtrisé

Côté flux de trésorerie et bilan, la forte hausse des stocks, consécutive à l'attentisme du marché (+22% à 17,3 M€ soit 44% du CA consolidé), combinée à une baisse marquée des dettes fournisseurs et à des CAPEX eux aussi en hausse (5,9% du CA vs 3,3% en 2022/2023) a conduit à une génération de FCF largement négative (-5,0 M€) sur l'exercice. Après mobilisation d'une partie de la capacité d'emprunt du groupe, la dette nette de Cogra s'établit ainsi à 8,9 M€ à la clôture, soit un gearing de 34%, en hausse relative (15% en 2022/2023) mais toujours largement maîtrisé.

Perspectives

La prudence reste de mise de la part de la société concernant l'exercice 2024/2025. Toutefois, certaines étapes positives (ajustement des prix d'approvisionnement, bonne orientation du carnet de commandes) semblent avoir été franchies et permettent d'afficher un peu d'optimisme dans un marché qui se stabilise progressivement.

Côté estimations, nous sommes toujours dans l'inconnu du fait du manque d'éléments objectifs d'analyse à notre disposition. Etant donné l'effet de base très favorable, notamment sur le S2, et les quelques points de données de marché que nous avons, nous pouvons raisonnablement estimer que les volumes du groupe devraient rebondir (aussi bien ceux du granulé que ceux des chaudières). L'inconnue majeure reste l'évolution des prix. Nous supposons un effet nul sur l'exercice. En somme, nous attendons désormais un CA 2024/2025e de 41,4 M€ (vs 40,7 M€ précédemment), soit une croissance de +6,1%, pour une marge d'EBE de 13,1% (+260 bps). Après réajustement du BFR (normalisation des stocks, notamment), nous calculons un FCF de 3,8 M€.

Recommandation

Suite à cette publication, nous maintenons notre recommandation à Achat et ajustons notre OC à 9,00€ (vs 11,50€ précédemment) du fait du de-rating des comparables. A notre OC, le titre se traiterait 6,6x EV/EBITDA 2024/2025e.



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



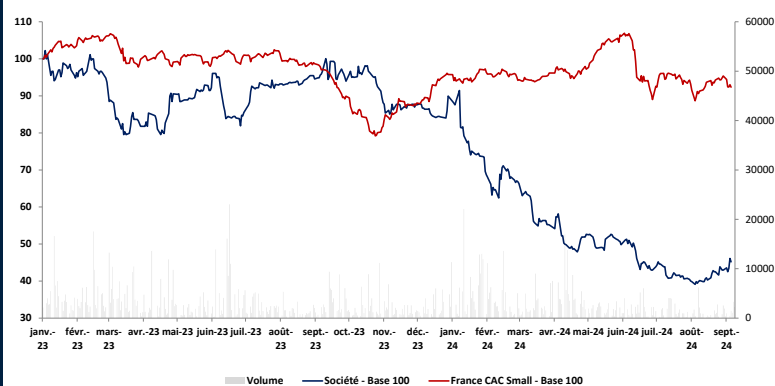
Retrouvez l'actualité boursière des small caps chaque jour dans votre boîte mail, gratuitement. [Inscription ici.](#)

Présentation de la société

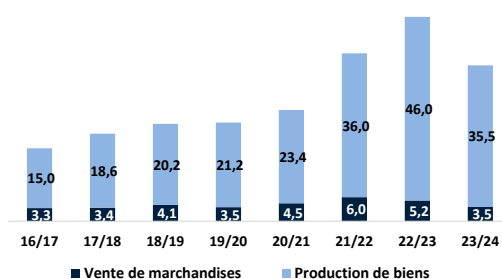
Créé en 1982, Cogra est un producteur de granulés de bois, certifiés DIN+. Issus des connexes de la première transformation du bois, les granulés, une fois brûlés, produisent de la chaleur ou de l'énergie. Cogra ne détient aucune forêt, mais trois sites de production: un à Séverac (12) et deux à Craponne-sur-Arzon (43). Ils totalisent une capacité de production de près de 200 000 tonnes par an. Le groupe est par ailleurs revendeur de chaudières Froling et importateur de poêles Harman.

Cogra est une société mature et par conséquent rentable. Forte de liens historiques avec les forestiers locaux et de coûts d'exploitation maîtrisés, la société a largement dépassé en 2022/2023 son objectif de 10% de marge d'EBITDA fixé dans son plan Cap 2022 (marge de 16,5%). Le groupe doit maintenant continuer à capitaliser sur la place essentielle qu'il occupe dans la transition énergétique.

Evolution du cours (base 100)



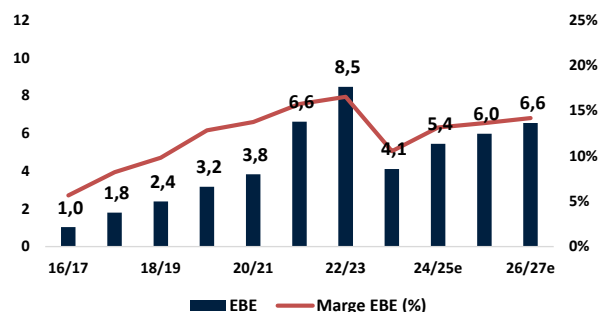
Evolution du chiffre d'affaires (en M€)



Argumentaire d'investissement

- **Un modèle économique maîtrisé.** De l'approvisionnement à la distribution, le modèle de Cogra est sous contrôle: la société dispose de partenariats long-terme avec des scieurs locaux, détient ses usines, gère le stockage et le conditionnement des sacs de granulés qui sont ensuite distribués (vente directe, via GSM et GSB). Ce modèle a l'avantage d'être dénué de toute complexité et offre par ailleurs un levier opérationnel conséquent, les coûts fixes du producteur étant très importants.
- **Une réponse à l'augmentation de la demande.** Dans un contexte plus que favorable à l'essor des énergies renouvelables, aussi bien à long terme étant donné la nécessité de la transition écologique, qu'à court terme avec le contexte géopolitique, la société est en position idéale pour répondre à une demande en forte croissance. La société a achevé en 2020 la construction de sa troisième usine, augmentant sa capacité de production à près de 200 000 tonnes par an. Avec près de 10% de parts de marché, Cogra est un des acteurs majeurs du granulés de bois en France.
- **Des perspectives solides de croissance et de rentabilité.** Même si la société est traditionnellement plutôt prudente quant aux anticipations de son marché et ne fournit aucune guidance chiffrée, les éléments précédemment évoqués (hausse de la demande, augmentation de la capacité de production, maîtrise des coûts) devraient permettre à Cogra de générer une croissance de plus en plus rentable et créatrice de valeur sur les exercices à venir.

Evolution de l'EBE (en M€)



Multiples de valorisation des comparables

Société	Capitalisation	EV/sales			EV/EBITDA			EV/EBIT			P/E		
		2024e	2025e	2026e	2024e	2025e	2026e	2024e	2025e	2026e	2024e	2025e	2026e
Moulinvest SA	43,2	0,6x	0,6x	0,5x	4,4x	3,1x	2,6x	21,9x	7,2x	4,9x	33,2x	8,3x	5,2x
Etablissements Poujoulat SA	94,0	0,5x	0,5x	0,4x	6,2x	5,3x	4,7x	12,2x	9,4x	7,8x	10,2x	7,3x	6,0x
Moyenne	68,6	0,6x	0,5x	0,5x	5,3x	4,2x	3,7x	17,0x	8,3x	6,4x	21,7x	7,8x	5,6x

Compte de résultat (M€)	19/20	20/21	21/22	22/23	23/24	24/25e	25/26e	26/27e
Chiffre d'affaires	24,7	27,8	42,1	51,2	39,0	41,4	43,8	46,2
Excédent brut d'exploitation	3,2	3,8	6,6	8,5	4,1	5,4	6,0	6,6
Résultat opérationnel courant	1,9	2,0	4,0	5,5	0,9	2,8	3,1	3,5
Résultat opérationnel	1,9	2,0	4,0	5,5	0,9	2,8	3,1	3,5
Résultat financier	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2
Impôts	-0,6	-0,5	-1,1	-1,4	-0,2	-0,7	-0,7	-0,8
Mise en équivalence	0,0	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	0,0
Résultat net part du groupe	1,3	1,4	2,9	4,1	0,6	2,0	2,2	2,5
Bilan (M€)	19/20	20/21	21/22	22/23	23/24	24/25e	25/26e	26/27e
Actifs non courants	13,8	21,1	19,8	18,6	17,6	17,2	16,7	16,1
<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>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>
BFR	6,5	6,9	7,4	10,7	17,2	15,8	15,0	14,0
Disponibilités + VMP	6,1	3,5	6,0	5,9	2,3	6,1	9,6	13,7
Capitaux propres	17,2	18,6	21,4	25,4	25,9	27,9	30,1	32,7
Emprunts et dettes financières	9,3	13,0	11,7	9,7	11,1	11,1	11,1	11,1
Total Bilan	29,8	36,1	39,3	43,8	41,1	43,2	45,6	48,4
Tableau de flux (M€)	19/20	20/21	21/22	22/23	23/24	24/25e	25/26e	26/27e
Marge Brute d'autofinancement	2,6	3,3	5,7	7,0	3,8	4,7	5,1	5,6
Variation de BFR	-0,9	-0,3	-0,3	-3,5	-6,6	1,5	0,8	1,0
Flux net de trésorerie généré par l'activité	1,7	2,9	5,3	3,5	-2,8	6,1	5,9	6,6
Investissements opérationnels nets	-3,1	-9,1	-1,4	-1,7	-2,2	-2,3	-2,4	-2,5
FCF	-1,4	-6,2	4,0	1,8	-5,0	3,8	3,5	4,1
Flux nets de trésorerie liés aux investissements	-3,1	-9,2	-1,6	-1,7	-2,2	-2,3	-2,4	-2,5
Augmentation de capital	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Variation emprunts	5,5	3,6	-1,2	-1,9	-1,9	0,0	0,0	0,0
Dividendes versés	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Autres	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Flux nets de trésorerie liés au financement	5,5	3,6	-1,2	-1,9	-1,9	0,0	0,0	0,0
Variation de l'endettement financier net	4,1	-2,6	2,5	-0,1	-6,9	3,8	3,5	4,1
Ratios (%)	19/20	20/21	21/22	22/23	23/24	24/25e	25/26e	26/27e
Variation chiffre d'affaires	1,3%	12,8%	51,0%	21,7%	-23,8%	6,1%	5,8%	5,5%
Marge EBE	12,8%	13,8%	15,7%	16,5%	10,6%	13,1%	13,6%	14,2%
Marge opérationnelle courante	7,9%	7,3%	9,4%	10,8%	2,4%	6,8%	7,0%	7,6%
Marge opérationnelle	7,9%	7,3%	9,4%	10,8%	2,4%	6,8%	7,0%	7,6%
Marge nette	5,5%	5,1%	7,0%	8,0%	1,6%	4,8%	5,0%	5,5%
CAPEX (% CA)	12,5%	32,8%	3,2%	3,3%	5,7%	5,5%	5,5%	5,5%
BFR (% CA)	26,5%	25,0%	17,5%	20,9%	44,1%	38,1%	34,2%	30,3%
ROCE	6,4%	4,8%	10,9%	14,2%	2,0%	6,4%	7,3%	8,7%
ROCE hors GW	6,4%	4,8%	10,9%	14,2%	2,0%	6,4%	7,3%	8,7%
ROE	7,9%	7,7%	13,7%	16,1%	2,4%	7,2%	7,3%	7,7%
Payout	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%
Ratios d'endettement	19/20	20/21	21/22	22/23	23/24	24/25e	25/26e	26/27e
Gearing (%)	18,6%	50,7%	26,8%	15,2%	34,2%	18,0%	5,1%	-7,8%
Dettes nette/EBE	1,0	2,5	0,9	0,5	2,2	0,9	0,3	-0,4
EBE/charges financières	39,0	60,8	120,5	96,7	22,7	28,6	31,4	34,5
Valorisation	19/20	20/21	21/22	22/23	23/24	24/25e	25/26e	26/27e
Nombre d'actions (en millions)	3,4	3,4	3,4	3,4	3,4	3,4	3,4	3,4
Nombre d'actions moyen (en millions)	3,4	3,4	3,4	3,4	3,4	3,4	3,4	3,4
Cours (moyenne annuelle en euros)	5,5	7,5	10,3	12,8	10,2	6,3	6,3	6,3
(1) Capitalisation boursière moyenne	18,8	25,8	35,3	43,9	34,8	21,6	21,6	21,6
(2) Dette nette (+)/ trésorerie nette (-)	3,2	9,4	5,7	3,9	8,9	5,0	1,5	-2,5
(3) Valeur des minoritaires	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
(4) Valeur des actifs financiers	0,4	0,5	0,5	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4
Valeur d'entreprise = (1)+(2)+(3)-(4)	21,6	34,8	40,5	47,2	43,3	26,2	22,7	18,6
VE/CA	0,9	1,2	0,9	0,9	1,1	0,6	0,5	0,4
VE/EBE	6,7	9,1	5,5	5,6	10,5	4,8	3,8	2,8
VE/ROC	10,9	17,1	9,2	8,5	45,6	9,3	7,4	5,3
PER	13,7	18,0	10,6	10,7	55,8	10,8	9,8	8,5
P/B	1,1	1,4	1,5	1,7	1,3	0,8	0,7	0,7
P/CF	11,2	8,8	6,6	12,5	-12,6	3,5	3,6	3,3
FCF yield (%)	-6,5%	-17,8%	9,8%	3,8%	-11,5%	14,7%	15,5%	21,8%
Données par action (€)	19/20	20/21	21/22	22/23	23/24	24/25e	25/26e	26/27e
Bnpa	0,40	0,42	0,86	1,19	0,18	0,59	0,64	0,74
Book value/action	5,0	5,4	6,3	7,4	7,6	8,2	8,8	9,5
Dividende /action	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00

Pierre LAURENT

Analyste

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 12/01/2021

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 Cogra (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."