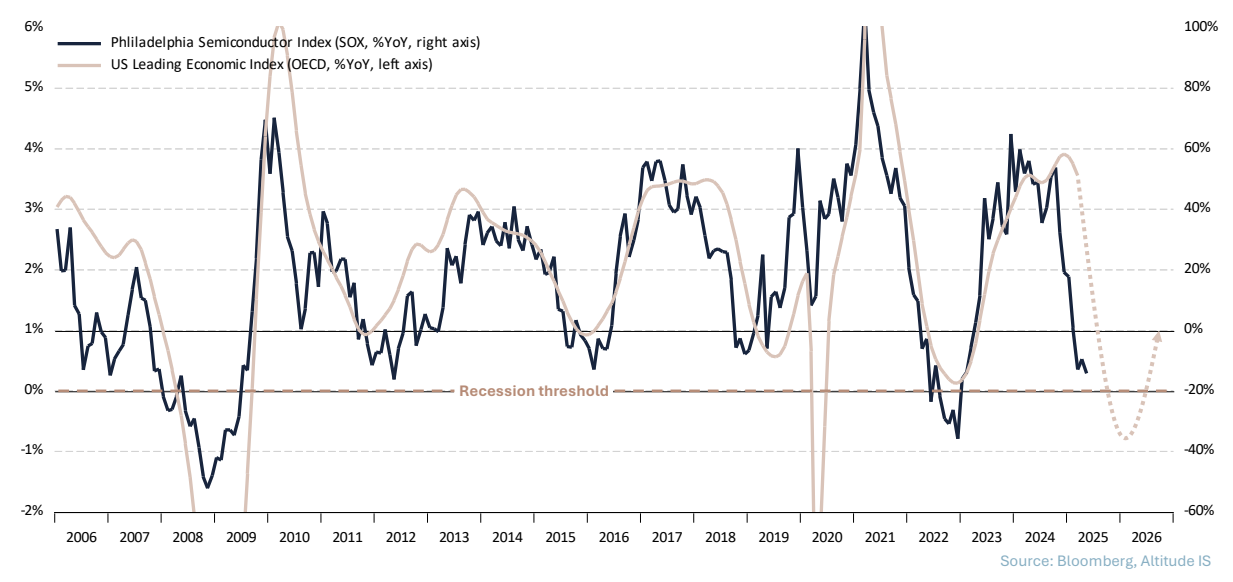
Le fleximadaire qui atteint des sommets - publication du 12 mai 2025

"LES PUCES TENTENT DE REBONDIR"

- Lorsque l'économie ralentit, les secteurs les plus cycliques reculent
- C'est le cas des sociétés qui conçoivent, fabriquent et distribuent les puces informatiques
- Une partie des mauvaises nouvelles (pas toutes) sont intégrées dans les cours
- Un répit pourrait venir de l'assouplissement des restrictions américaines à l'exportation

GRAPHIQUE DE LA SEMAINE : "La correction du SOX dépendra de l'ampleur de la récession"

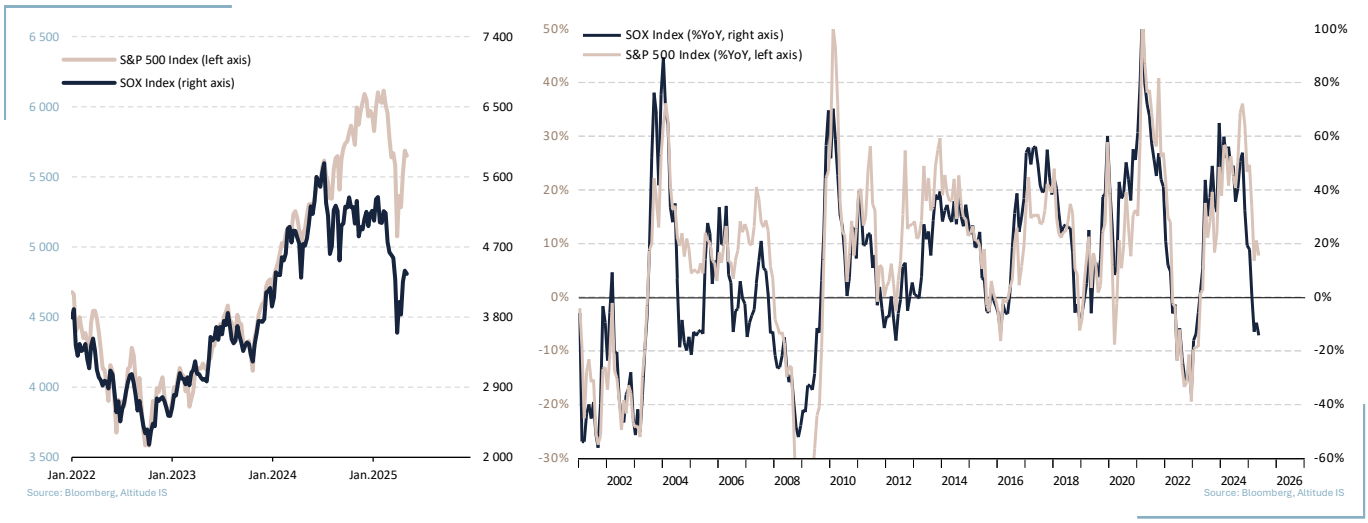


ANALYSE DES MARCHÉS FINANCIERS

L'administration Trump s'apprête à simplifier les restrictions qu'elle impose sur les puces électroniques destinées à l'intelligence artificielle (IA). Cette modification, perçue comme un assouplissement par les investisseurs, offre un répit au secteur des semi-conducteurs, qui souffre du ralentissement économique mondial. La célèbre "AI Diffusion Rule", conçue sous l'administration Biden, devait entrer en vigueur le 15 mai. Jugée trop complexe et bureaucratique, elle devrait être abandonnée avant même sa mise en application. Le dispositif divisait le monde en trois niveaux de restrictions pour l'exportation de puces sophistiquées, ce qui limitait l'accès à ces technologies pour la Chine mais aussi pour de nombreux pays alliés, sous prétexte qu'ils auraient pu eux-mêmes servir de relais vers la Chine. Le remplacement envisagé

par l'administration américaine viserait à maintenir un puissant contrôle sur les ventes à l'étranger tout en simplifiant radicalement son application. Il ne s'agirait plus de quotas automatiques par pays, mais d'accords bilatéraux négociés au cas par cas, en fonction des promesses d'investissement, des intérêts diplomatiques ou de considérations stratégiques plus larges. Les restrictions spécifiques à la Chine resteraient inchangées voire seraient durcies. Ce changement de cap, salué par des géants comme Nvidia et Qualcomm ou Micron, pourrait relancer les exportations, notamment vers des pays comme les Émirats Arabes Unis où Trump est attendu mi-mai. Les marchés ont réagi positivement à l'annonce. L'action Nvidia a bondi de 3.15% sur la nouvelle et l'indice SOX, qui regroupe les trente plus grandes sociétés impliquées dans la conception, la fabrication et la distribution de semi-conducteurs, a progressé de 1.7%.

Fig. 2 & 3 – Performance de l'indice des semi-conducteurs et du marché américain



Ce mouvement contraste avec la tendance qui prévalait précédemment. Depuis le mois de juillet 2024, la performance boursière du secteur des semi-conducteurs avait été négative. Aux États-Unis, le SOX a chuté de 25%. Sur la même période, le S&P 500 a été fortement chahuté mais il est resté globalement stable (cf. Fig. 2). Cette comparaison peut sembler décevante, dans la mesure où les sociétés liées aux puces électroniques ont pour habitude de délivrer le double de la performance du marché boursier dans son ensemble, à la hausse comme à la baisse (cf. Fig. 3).

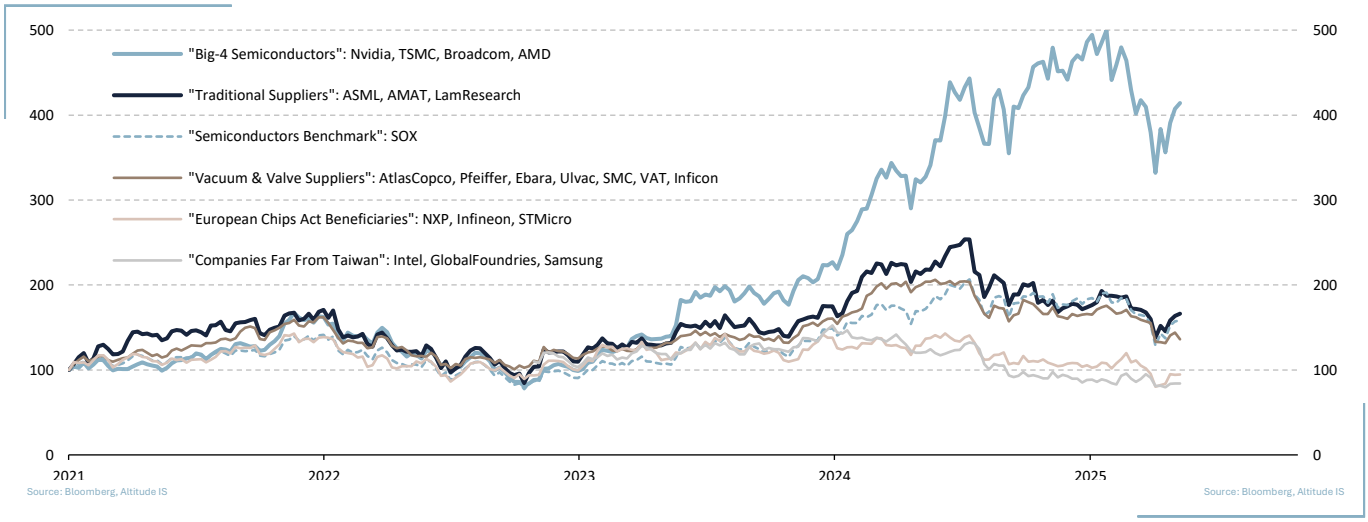
Au cours des douze derniers mois, le secteur des semi-conducteurs a dû faire face à **une conjonction de facteurs défavorables,** à la fois géopolitiques, économiques et industriels :

- **Les restrictions américaines à l'encontre de la Chine se sont durcies.** Washington a accentué son contrôle sur les exportations de certaines technologies avancées, notamment les équipements de gravure tels que les machines de lithographie EUV et DUV (Extreme/Deep Ultra-Violet). L'objectif de ces restrictions est de freiner les capacités technologiques chinoises, mais cette stratégie entraîne des répercussions négatives sur les sociétés comme Nvidia, Intel ou ASML, dont les exportations sont amputées. **Les droits de douane qui seront appliqués à la Chine risquent d'aggraver les tensions.** Pour le moment, les semi-conducteurs ont échappé à la guerre commerciale lancée par l'administration Trump mais, si les plans sont respectés, une imposition spécifique devrait prochainement être appliquée aux semi-conducteurs.
- **De son côté, la Chine a restreint l'exportation de métaux rares.** Les difficultés d'approvisionnement en gallium, germanium et autre antimoine compromettent la fabrication de semi-conducteurs de puissance ou de capteurs optoélectroniques.

- **La surcapacité de production des mémoires DRAM et NAND pèse sur les prix.** Malgré des réductions de production initiées par des acteurs comme Samsung ou SK Hynix, les niveaux de stocks restent élevés. Dans ce contexte, le pouvoir de fixation des prix des fabricants est limité.
- **La demande de puces est en berne dans plusieurs secteurs clés** (grand public, automobile, industrie). Hors intelligence artificielle (IA) et *cloud computing*, la reprise reste fragile. Elle empêche toute réduction des inventaires.
- **Le séisme du 20 janvier à Taïwan** a provoqué des interruptions de production, affectant ponctuellement les capacités du géant TSMC, le principal fondeur mondial.
- **La pénurie de main-d'œuvre qualifiée**, en particulier aux États-Unis, empêche la mise en service de nouvelles usines. Des projets d'envergure soutenus par le CHIPS Act, comme les futures fonderies d'Intel en Ohio ou de TSMC en Arizona, ont été retardés en raison d'un manque d'ingénieurs et de techniciens qualifiés.

Malgré ce contexte difficile, certaines sociétés de la tech en général et du secteur des semi-conducteurs en particulier (cf. Fig. 4) **parviennent à tirer profit de l'essor de l'intelligence artificielle (IA) et de la transformation numérique des infrastructures.** Les grandes entreprises telles que Microsoft, Meta ou Alphabet ont massivement investi pour développer leurs propres centres de données et accélérer l'entraînement des modèles d'IA générative. Ces initiatives stimulent la demande en GPU (Graphic Processing Units), processeurs initialement conçus pour le graphisme mais devenus incontournables pour les calculs intensifs. Nvidia reste le leader incontesté de ce marché. Ses produits sont présents dans la quasi-totalité des infrastructures d'IA des géants du numérique. Toutefois, la concurrence devient plus sérieuse avec l'arrivée de puces sur mesure, notamment des ASICs (Application-Specific Integrated Circuits). Broadcom et Marvell se démarquent sur le créneau des technologies d'interface haut débit, en fournissant des alternatives adaptées et énergétiquement optimisées.

Fig. 4 – Principaux groupes de semi-conducteurs



Qualcomm connaît une forte croissance dans le domaine de l'automobile connectée et de l'internet des objets (IoT). Il développe des SoC (System-on-Chip), puces intégrant plusieurs composants sur un même circuit, destinées aux véhicules autonomes et aux objets intelligents. Texas Instruments consolide sa position dans les semi-conducteurs de puissance, utilisés pour gérer l'énergie dans les équipements industriels, l'automobile ou les réseaux. Malgré la concurrence, ASML demeure le leader mondial de

machines de lithographie EUV, essentielles à la gravure des circuits les plus avancés. Bien que soumise à des restrictions à l'export vers la Chine, la société continue de croître, tirée par la demande de ses principaux clients, notamment taïwanais. TSMC, premier fondeur mondial, poursuit son ambitieuse politique d'expansion internationale. Afin de mieux servir ses clients (Apple, Nvidia, Qualcomm) et d'atténuer sa dépendance géographique à Taïwan, une zone sensible sur le plan géopolitique, la société cherche à construire de nouvelles usines aux États-Unis, au Japon et en Allemagne.

Le secteur des semi-conducteurs reste marqué par une forte volatilité. Au cours des douze derniers mois, les actions de la majorité des fabricants ont enregistré des performances négatives. Cette correction s'explique par une contraction de la demande dans les segments des ordinateurs personnels et de l'automobile, mais aussi par un ajustement brutal des anticipations autour des technologies avancées destinées à l'intelligence artificielle. Le marché, qui avait intégré dans les cours de bourse une croissance soutenue des investissements liés à l'IA, a été surpris par des publications de résultats décevantes et des perspectives prudentes de la part de plusieurs leaders du secteur. La dégradation de la conjoncture, ainsi que le gel de plusieurs projets d'expansion, n'ont fait qu'alimenter le pessimisme.

Les perspectives pour le second semestre 2025 ne sont pas prometteuses. Après plusieurs années de croissance exceptionnelle tirée par l'IA, le ralentissement cyclique de l'économie mondiale et la fin de la constitution de stocks pèsent sur les carnets de commandes. La dynamique bénéficiaire des entreprises du secteur des semi-conducteurs s'en ressent : les profits auront du mal à progresser aussi vite qu'espéré par les analystes. Leurs prévisions optimistes pour les trimestres à venir (cf. Fig. 5) devront être revues à la baisse. En conséquence, les ratios de valorisation apparaissent toujours bien trop élevés (cf. Fig. 6). L'indice SOX se traite à 34 fois les bénéfices courants, un niveau moindre qu'il y a un an mais toujours historiquement élevé et déconnecté de la réalité opérationnelle. Un ajustement additionnel n'aurait rien d'incongru. La phase de consolidation boursière du secteur, bien qu'elle ait pris de l'avance sur les indices globaux, n'est donc probablement pas terminée.

Fig. 5 – Croissance des bénéfices

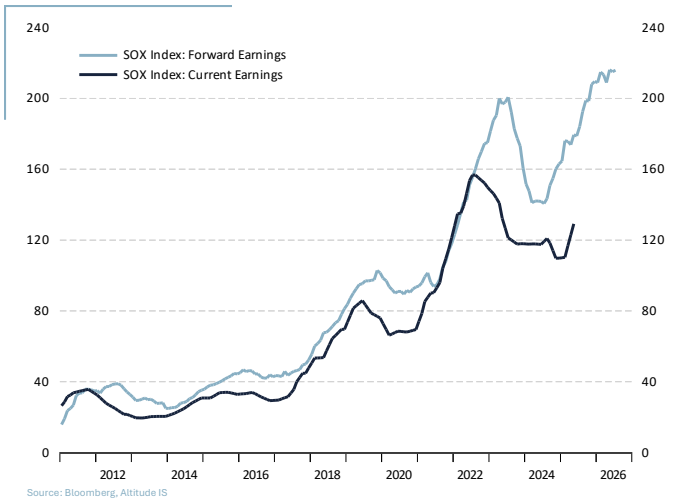
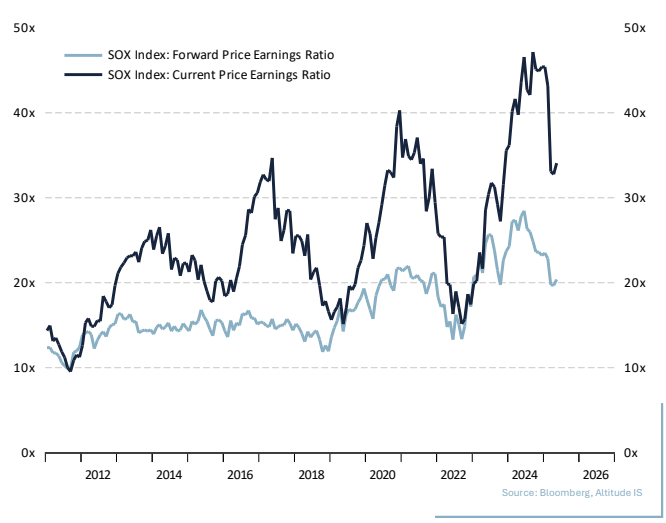


Fig. 6 – Ratios de valorisation



Parmi les grands noms de l'industrie, deux dossiers méritent davantage d'attention. Le premier car il semble (enfin) sortir la tête de l'eau, le second car il demeure en grande souffrance : Intel aux États-Unis et STMicroelectronics en Europe.

Le cas Intel : Autrefois leader incontesté, la société est en train de mener une transformation industrielle majeure dans l'objectif de regagner des parts de marché sur ses concurrents, notamment TSMC et Samsung. En retard sur la technologie destinée à l'IA et pour faire face à la chute de ses résultats financiers, le géant des microprocesseurs a annoncé une restructuration d'ampleur. En mars 2025, Pat Gelsinger a été remplacé par Lip-Bu Tan à la tête du groupe. Ce changement de gouvernance a été suivi d'un plan de réduction massif des coûts, incluant la suppression de 20% des effectifs mondiaux. Intel a également choisi de se séparer d'une partie des actifs non essentiels de l'entreprise, comme sa filiale Altera. Cela lui permettra de se désendetter et de se recentrer sur ses activités de fonderie et de puces IA. Intel a également revu ses ambitions européennes, en gelant plusieurs de ses projets sur le Vieux Continent au profit d'un recentrage sur le marché américain, jugé plus porteur. La société a prévu de construire de nouvelles usines en Arizona, dans l'Ohio et dans l'Oregon. Cette stratégie, résolument "America First", vise à capter l'essentiel des subventions prévues par le CHIPS Act. Enfin, Intel vient de signer un contrat stratégique avec AWS (Amazon Web Services). Ce partenariat est perçu par les investisseurs comme un signal positif pour l'avenir industriel du groupe (cf. Fig. 7).

Fig. 7 – Cours d'Intel

Fig. 8 – Cours de STMicroelectronics

Le cas STMicroelectronics : En Europe, la multinationale franco-italienne de droit néerlandais est confrontée à une conjoncture très dégradée. Elle subit de plein fouet le repli de la demande dans les segments automobile et industriel, ses deux principaux marchés. Les publications trimestrielles décevantes se succèdent depuis fin 2024, alimentant un climat de défiance croissant de la part des investisseurs (cf. Fig. 8). Au premier trimestre 2025, le chiffre d'affaires a chuté de plus de 25% sur un an, et le bénéfice net s'est effondré de près de 90%. Le groupe a été contraint d'annoncer la fermeture de certaines lignes de production peu rentables et un plan de réduction de 2'800 postes à l'échelle mondiale d'ici 2027. À ces difficultés économiques s'ajoutent des tensions politiques. Le mois dernier, le gouvernement italien a ouvertement contesté la gouvernance de la société. En tant qu'actionnaire minoritaire, il a tenté d'imposer un nouveau représentant au conseil de surveillance, sans succès. Cet épisode de contestation reflète ainsi une inquiétude croissante sur la stratégie du groupe, accusé de manquer de réactivité dans un environnement hautement concurrentiel. Malgré la forte correction boursière du groupe, les analystes demeurent prudents sur sa capacité à rebondir à court terme. Alors que le reste du secteur parvient au moins partiellement à tirer parti des opportunités liées à l'IA ou à l'électronique de puissance, STMicroelectronics semble pris dans une spirale infernale, à la fois conjoncturelle et politique.

Conclusion :

Le secteur des semi-conducteurs évolue dans un environnement défavorable, marqué par une faiblesse de la demande, des surcapacités de production, des restrictions commerciales et une forte volatilité boursière. Comme à l'accoutumée, lorsque les marchés boursiers sont en phase de correction, les sociétés qui conçoivent, fabriquent et distribuent les puces informatiques souffrent de manière amplifiée. Toutefois, le secteur a déjà lourdement corrigé et il reste structurellement porté par les moteurs technologiques puissants que sont l'intelligence artificielle, la connectivité et la puissance de calcul. Il convient de faire le dos rond.

RENDEMENT DES ACTIFS FINANCIERS

Markets Performances (local currencies)	Last Price	Momentum Indicator (RSI)	1-Week (%)	1-Month (%)	2025 Year-to-Date (%)	2024 (%)	2023 (%)
Equities							
World (MSCI)	847.0	62.18	-0.2%	8.1%	1.4%	18.0%	22.8%
USA (S&P 500)	5 660	57.47	-0.4%	3.8%	-3.3%	25.0%	26.3%
USA (Dow Jones)	41 249	54.94	-0.1%	1.7%	-2.5%	15.0%	16.2%
USA (Nasdaq)	17 929	58.75	-0.3%	4.7%	-7.0%	29.6%	44.7%
Euro Area (DJ EuroStoxx)	557.1	63.17	1.2%	16.9%	12.0%	10.2%	19.5%
UK (FTSE 100)	8 555	57.85	-0.4%	11.9%	6.3%	9.6%	7.7%
Switzerland (SMI)	12 087	50.54	-1.3%	12.6%	7.0%	7.5%	7.1%
Japan (Nikkei)	37 554	63.75	1.8%	18.3%	-5.1%	21.3%	31.0%
Emerging (MSCI)	1 138	65.65	0.5%	14.9%	6.8%	8.0%	10.2%
Brasil (IBOVESPA)	136 512	66.82	1.0%	6.8%	13.5%	-10.4%	22.3%
Mexico (IPC)	56 551	58.96	1.5%	8.7%	15.7%	-11.0%	22.4%
India (SENSEX)	81 682	55.73	-1.3%	7.6%	1.9%	9.6%	20.3%
China (CSI)	3 870	56.94	2.0%	4.5%	-1.9%	18.2%	-9.1%
Com. Services (MSCI World)	125.5	57.49	-1.7%	5.0%	0.9%	31.9%	38.1%
Cons. Discretionary (MSCI World)	400.3	61.06	0.6%	7.3%	-4.7%	20.7%	29.5%
Cons. Staples (MSCI World)	294.8	54.20	-0.8%	5.6%	9.2%	4.7%	3.2%
Energy (MSCI World)	238.0	51.90	0.3%	4.7%	0.2%	2.9%	6.0%
Financials (MSCI World)	194.6	65.89	0.7%	11.6%	9.6%	25.1%	16.4%
Health Care (MSCI World)	341.9	39.74	-4.1%	0.5%	-1.3%	1.5%	4.1%
Industrials (MSCI World)	405.7	68.99	0.8%	12.6%	8.5%	12.8%	22.5%
Info. Tech. (MSCI World)	719.3	62.78	0.5%	9.1%	-6.3%	31.9%	51.4%
Materials (MSCI World)	324.5	60.49	0.0%	10.7%	7.0%	-7.7%	12.6%
Real Estate (MSCI World)	985	59.52	-0.7%	8.2%	3.6%	-0.4%	5.3%
Utilities (MSCI World)	176.8	60.18	-0.1%	8.2%	11.2%	13.0%	1.6%
Bonds (Bloomberg)							
World (Aggregate)	3.57%	51.75	-0.5%	1.6%	4.7%	-1.7%	5.7%
USA (Sovereign)	4.18%	46.64	-0.3%	0.0%	2.4%	0.6%	4.1%
Euro Area (Sovereign)	2.72%	51.69	-0.1%	0.8%	0.1%	1.9%	7.1%
Germany (Sovereign)	2.26%	47.87	-0.2%	0.0%	-0.7%	0.6%	5.6%
UK (Sovereign)	4.43%	52.81	-0.4%	1.6%	2.5%	-3.0%	5.6%
Switzerland (Sovereign)	0.41%	62.67	0.5%	1.4%	0.5%	5.4%	7.9%
Japan (Sovereign)	1.09%	48.49	-0.6%	-0.5%	-0.9%	-2.1%	0.9%
Emerging (Sovereign)	6.97%	56.32	0.3%	3.5%	2.2%	7.0%	11.0%
USA (IG Corp.)	5.30%	49.32	0.0%	1.7%	1.5%	2.1%	8.5%
Euro Area (IG Corp.)	3.17%	58.68	0.2%	0.9%	0.9%	4.7%	8.2%
Emerging (IG Corp.)	6.76%	54.62	0.2%	2.0%	1.8%	7.0%	6.7%
USA (HY Corp.)	7.74%	64.37	0.1%	3.0%	1.5%	8.2%	13.4%
Euro Area (HY Corp.)	5.88%	66.45	0.4%	2.5%	1.4%	8.2%	12.1%
Emerging (HY Corp.)	8.63%	61.26	0.7%	4.1%	1.8%	14.9%	13.1%
World (Convertibles)	462.9	71.91	0.5%	6.5%	5.1%	9.4%	12.3%
USA (Convertibles)	610.6	65.85	0.5%	5.8%	2.0%	10.1%	14.6%
Euro Area (Convertibles)	272.9	78.24	1.5%	9.9%	17.3%	14.7%	7.3%
Switzerland (Convertibles)	276.5	68.55	0.6%	5.8%	14.8%	-10.5%	5.8%
Japan (Convertibles)	227.5	64.64	0.7%	3.9%	0.4%	6.4%	7.6%
Hedge Funds (Bloomberg)							
Hedge Funds Industry	1 594	72.62	n.a.	-0.4%	-1.0%	11.1%	7.8%
Macro	1 317	59.57	n.a.	-2.1%	-1.9%	7.4%	1.6%
Equity Long Only	2 108	59.25	n.a.	-0.9%	-4.6%	12.0%	15.9%
Equity Long/Short	1 661	70.95	n.a.	0.3%	-0.9%	14.0%	7.7%
Event Driven	1 707	71.71	n.a.	-0.4%	-1.1%	8.7%	7.3%
Fundamental Equity Mkt Neutral	1 668	92.17	n.a.	0.8%	1.0%	12.4%	6.6%
Quantitative Equity Mkt Neutral	1 682	85.05	n.a.	-1.0%	1.1%	9.8%	7.8%
Credit	1 624	95.78	n.a.	0.3%	1.7%	8.5%	8.1%
Credit Long/Short	1 641	99.84	n.a.	0.0%	0.8%	10.0%	11.2%
Commodity	1 893	93.35	n.a.	3.7%	5.8%	14.7%	7.3%
Commodity Trading Advisors	1 282	48.81	n.a.	-3.3%	-4.5%	7.9%	-3.6%
Volatility							
VIX	21.90	42.21	-3.4%	-34.9%	26.2%	39.4%	-42.5%
VSTOXX	20.52	43.40	-0.1%	-55.3%	20.7%	25.3%	-35.0%
Commodities							
Commodities (CRB)	545.6	n.a.	-0.6%	0.4%	1.7%	5.1%	-8.0%
Gold (Troy Ounce)	3 278	n.a.	-1.7%	1.3%	24.9%	27.2%	13.1%
Silver (Troy Ounce)	32.90	n.a.	1.3%	1.7%	13.8%	21.5%	-0.7%
Oil (WTI, Barrel)	61.02	n.a.	4.7%	-2.1%	-14.9%	0.1%	-10.7%
Oil (Brent, Barrel)	63.42	n.a.	3.3%	1.3%	-14.4%	-4.6%	-4.5%
Currencies (vs USD)							
USD (Dollar Index)	100.60	50.24	0.8%	0.5%	-7.3%	7.1%	-2.1%
EUR	1.1227	49.79	-0.8%	-1.1%	8.4%	-6.2%	3.1%
JPY	145.94	45.56	-1.5%	-2.0%	7.7%	-10.3%	-7.0%
GBP	1.3286	54.73	-0.1%	0.7%	6.2%	-1.7%	5.4%
AUD	0.6432	56.13	-0.6%	1.6%	3.9%	-9.2%	0.0%
CAD	1.3924	51.11	-0.7%	-0.4%	3.3%	-7.9%	2.3%
CHF	0.8340	50.03	-1.4%	-2.3%	8.8%	-7.3%	9.9%
CNY	7.2266	63.29	0.6%	1.1%	1.0%	-2.7%	-2.8%
MXN	19.466	63.28	1.2%	3.2%	7.0%	-18.5%	14.9%
EM (Emerging Index)	1 809.5	76.84	0.4%	4.2%	4.7%	-0.7%	4.8%
XBT	104 010	n.a.	7.5%	21.6%	11.0%	120.5%	157.0%

Source: Bloomberg, Altitude Investment Solutions

Total Return by asset class (Negative \ Positive Performance)

AVERTISSEMENT DE RESPONSABILITÉ

Ce document est émis par Altitude Investment Solutions (ci-après "Altitude IS"). Il n'est pas destiné à être distribué, publié ou utilisé dans une juridiction où une telle distribution, publication ou utilisation serait illégale, et il ne vise pas non plus toute personne ou entité à qui il serait illégal d'adresser un tel document.

Ce document est fourni à titre d'information seulement. Il ne constitue pas une offre ou une recommandation de souscription, d'achat, de vente ou de détention de valeurs mobilières ou d'instruments financiers. Il contient les opinions Altitude IS, à la date d'émission. Ces opinions et l'information contenues dans le présent document ne tiennent pas compte de la situation, des objectifs ou des besoins particuliers d'une personne. Aucune déclaration n'est faite en vue d'indiquer qu'un investissement ou une stratégie est approprié(e) ou adapté(e) aux circonstances individuelles ou qu'un investissement ou une stratégie constitue une recommandation personnelle à quelque investisseur. Chaque investisseur doit prendre ses propres décisions indépendantes concernant les titres ou instruments financiers mentionnés dans le présent document. Le traitement fiscal dépend de la situation particulière de chaque client et peut faire l'objet de modifications à l'avenir. Altitude IS ne fournit pas de conseils fiscaux. Par conséquent, vous devez vérifier les informations ci-dessus et tous les autres renseignements fournis dans le document ou les passer en revue avec vos conseillers fiscaux externes.

Les investissements sont soumis à un nombre varié de risques. Avant de conclure une transaction, l'investisseur devrait consulter son conseiller en placements et, au besoin, obtenir des conseils professionnels indépendants sur les risques, ainsi que sur les conséquences juridiques, réglementaires, de crédit, fiscales et comptables. Les informations et analyses contenues dans le présent document sont basées sur des sources considérées comme fiables. Toutefois, Altitude IS ne garantit ni l'actualité, l'exactitude ou l'exhaustivité de l'information contenue dans ce document, et n'accepte aucune responsabilité pour toute perte ou dommage résultant de son utilisation. Toutes les informations et opinions ainsi que les prix, les évaluations de marché et les calculs indiqués peuvent être modifiés sans préavis. Le rendement passé n'est pas une garantie du rendement actuel ou futur, et l'investisseur peut recevoir un capital inférieur à celui qu'il a investi. Les investissements mentionnés dans le présent document peuvent comporter des risques difficiles à quantifier et à intégrer dans une évaluation d'investissement. En général, les produits tels que les actions, les obligations, les prêts de titres, les devises ou les instruments du marché monétaire comportent des risques, qui sont plus élevés dans le cas des produits dérivés, structurés et de capital-investissement ; ces produits sont destinés uniquement aux investisseurs qui sont capables de comprendre leur nature et leurs caractéristiques et de supporter les risques qui leur sont associés. Sur demande, Altitude IS se fera un plaisir de fournir aux investisseurs des informations plus détaillées sur les risques associés à des instruments donnés.

La valeur de tout investissement dans une devise autre que la devise de base d'un portefeuille est soumise aux taux de change. Ces taux peuvent fluctuer et avoir une incidence négative sur la valeur du placement lorsqu'il est réalisé et reconverti dans la devise de base de l'investisseur. La liquidité d'un placement dépend de l'offre et de la demande. Certains produits peuvent ne pas avoir un marché secondaire bien établi ou, dans des conditions de marché extrêmes, peuvent être difficiles à évaluer, ce qui entraîne une volatilité des prix et rend difficile l'obtention d'un prix de cession de l'actif. Si des opinions d'analystes financiers sont contenues dans le présent document, ces analystes attestent que toutes les opinions exprimées reflètent fidèlement leurs points de vue personnels sur un instrument donné. Afin d'assurer leur indépendance, il est expressément interdit aux analystes financiers de détenir des titres appartenant à l'univers de recherche qu'ils couvrent. Altitude IS peut détenir des positions sur les titres mentionnés dans le présent document pour et au nom de ses clients et/ou ces titres peuvent être inclus dans les portefeuilles des fonds d'investissement gérés par Altitude IS.