

Achat

Objectif de cours **9,00 € (vs 11,00 €)**
Cours au 20/09/2023 3,29 €
Potentiel **234,3%**

Données valeur

ALAGA.PA / ALGA:EN
Euronext Paris
Capitalisation (M€) 186,0
Nb de titres (en millions) 56,5
Volume moyen 12m (titres) 57 999
Extrêmes 12 mois 3,17 € 6,78 €

Performances boursières

Performances (%)	Ytd	1m	3m	12m
Perf. Absolue	-43,7%	-10,2%	-26,5%	-50,5%
Perf CAC Small	-5,4%	-5,2%	-8,2%	-4,6%

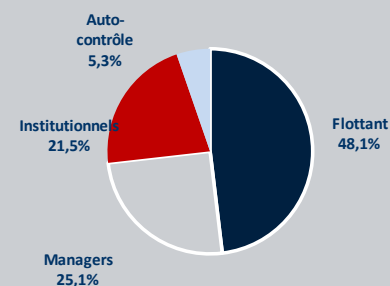
Données financières (en M€)

au 31/12	2022	2023e	2024e	2025e
CA	505,8	554,6	570,0	586,1
var %	7,7%	9,6%	2,8%	2,8%
EBE - hors AGA	67,4	62,8	69,5	77,8
% CA	13,3%	11,3%	12,2%	13,3%
REX	61,9	55,4	63,8	72,0
% CA	12,2%	10,0%	11,2%	12,3%
RNpg	43,0	36,3	40,4	47,2
% CA	8,5%	6,5%	7,1%	8,1%
Bnpa (€)	0,76	0,64	0,72	0,84
ROCE (%)	14,8%	11,1%	12,0%	12,6%
ROE (%)	22,6%	15,9%	15,0%	14,8%
Gearing (%)	51,5%	52,6%	38,8%	26,3%
Dette nette	98,2	120,0	105,0	83,8
Dividende n (€)	0,0	0,0	0,0	0,0
Yield (%)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Multiples de valorisation

	2022	2023e	2024e	2025e
VE/CA (x)	0,9	0,6	0,6	0,5
VE/EBE (x)	6,9	5,4	4,6	3,9
VE/ROC (x)	7,6	6,1	5,1	4,2
P/E (x)	7,9	5,1	4,6	3,9

Actionnariat



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



Résultats semestriels impactés par le contexte et les intégrations

Publication des résultats semestriels 2023

Après avoir publié un CA S1 de 266,4 M€ (+10,3% dont -0,6% en organique), Reworld communique des résultats légèrement inférieurs nos attentes avec un EBE (hors AGA) de 22,5 M€, soit une marge de 8,4% (-450 bps YoY) et un RN de 12,3 M€ (vs 17,9 M€ au S1 2022). Le périmètre historique de Reworld est beaucoup plus résilient avec un EBE « organique » (hors intégration du M&A, dont Unify) de 26,7M€ (marge de 11,1%, -180 bps). Dans un contexte toujours compliqué, et même si le S2 sera de meilleure facture, nous abaïssons nos estimations et tablons désormais sur un CA 2023e de 554,6 M€ pour un EBE de 62,8 M€.

Le BtoC toujours impacté par le prix du papier et la rationalisation des volumes

Le segment BtoC affiche un EBE S1 de 8 M€, soit une marge de 6,5% (-420 bps YoY) sur le semestre. L'activité a subi le double effet 1/ de l'inflation des coûts, notamment sur le papier et l'énergie, dans la continuité du S2 2022 et 2/ d'une baisse des volumes de vente, baisse aggravée par une rationalisation volontaire de la diffusion. Rappelons que le BtoC a généré 122,7 M€ de CA au S1 (-1,7%, dont -4,4% en organique) avec des volumes organiques en retrait de -5% sur les magazines. L'effet « deleverage » a ainsi pleinement joué sur le S1 du BtoC.

Un segment BtoB résilient sur le périmètre historique, mais très impacté par le M&A

Côté BtoB, la bonne résistance de la top line historique (143,7 M€, +22,5% dont +3,5% pc) se retrouve sur la rentabilité. A périmètre constant, le groupe a généré un EBE de 18,2 M€, soit une quasi-stabilité de la marge (15% vs 15,2% au S1 2022). L'effet périmètre est un peu moins clément et coûte 490 bps de marge d'EBE au segment (10,1% en consolidé, EBE 14,5 M€) suite à l'intégration des acquisitions, en particulier d'Unify, dont le redressement semble un peu plus douloureux et long que prévu. Au niveau groupe, l'intégration du M&A compte pour près de la moitié du recul de l'EBE (22,5 M€ vs 31,2 M€ au S1 2022, dont -4,2 M€ d'effet périmètre).

FCF négatif sur la période mais bilan toujours bien sain

Sur le semestre, Reworld a généré un FCF négatif (-3,7 M€ vs +7,1 M€), impacté principalement par le recul de la rentabilité du groupe, les one-offs et par une forte augmentation des CAPEX du fait de l'intégration d'Unify (4,9 M€ vs 2,7 M€ S1 2022). Le bilan reste très bien capitalisé et sans levier excessif: à la fin de la période, le leverage du groupe atteint 2,0x EBITDA (LTM) et le gearing moins de 60%, pour une dette nette de 115,1 M€.

Perspectives et révision de nos estimations

La feuille de route opérationnelle et stratégique de Reworld reste inchangée pour la suite de l'exercice, avec la priorité mise sur la poursuite du développement des segments et la finalisation de l'intégration d'Unify. De notre côté, ce S1 nous amène à réviser nos estimations pour la suite de l'exercice. Sur le BtoC, nous ajustons à la marge notre prévision de top line (247,1 M€ vs 251,5 M€ précédemment), abaïssons notre prévision d'EBE à 18,6 M€ (vs 24,5 M€) et attendons désormais une marge de 7,5% sur 2023e (-300 bps YoY), avec des prix du papier qui commencent à dégonfler à l'achat. Pour le BtoB, nous ramenons notre attente de CA à 307,5 M€ (vs 328 M€) et celle d'EBE à 44,2 M€ (vs 52M€), principalement du fait d'un scénario bien plus prudent sur Unify (CA <50 M€, EBE breakeven). Ces estimations font ressortir au niveau groupe un CA 2023e de 554,6 M€ (+9,6% YoY) pour un EBE de 62,8 M€ (marge de 11,3%, -200 bps) et un RN de 36,3 M€.

Perspectives

Nous maintenons notre recommandation à Achat et revoyons notre objectif de cours à 9,00 € (vs 11,00 €). Le titre offre toujours un potentiel d'upside substantiel (>200%) du fait du décrochage du titre en YTD (-45%). Notons d'ailleurs qu'au cours actuel, Reworld Media est valorisé moins de 5,5x EV/EBITDA 2023e, toutes choses égales par ailleurs.



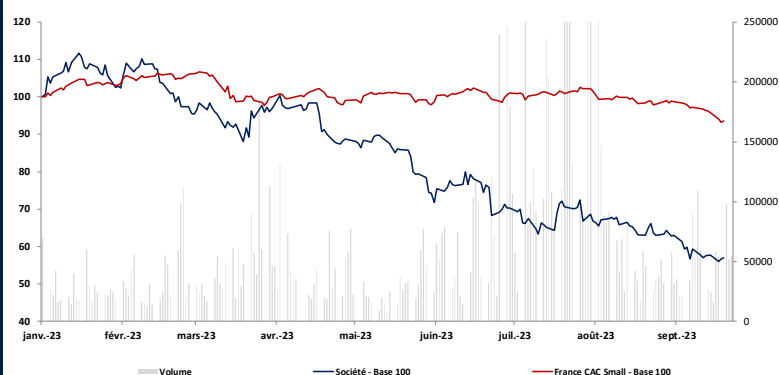
Retrouvez l'actualité boursière des small caps chaque jour dans votre boîte mail, gratuitement. [Inscription ici.](#)

Présentation de la société

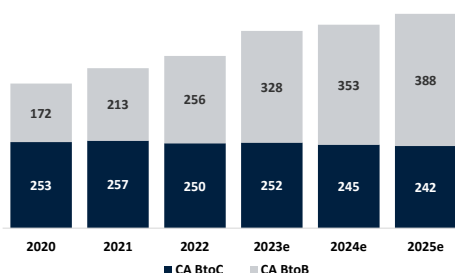
Fondé en 2012, Reworld Media est le leader de la presse payante thématique en France et l'un des principaux groupes media digitaux de l'hexagone. D'un éditeur de presse papier, les fondateurs de Reworld ont su progressivement transformer la société en un groupe agile, digital et qui offre aujourd'hui une pleine complémentarité entre ses deux métiers, le BtoC (offre physique et digitale de contenus à travers plus de 60 marques propriétaires) et le BtoB (solutions de communication, principalement digitale, des entreprises).

Fort de c506 M€ de CA en 2022, largement rentable, la société s'est principalement construite par croissance externe et est devenue experte dans le redressement et l'intégration de ses acquisitions. Les relais de croissance du marché sont bien identifiés et Reworld, qui vise un milliard de CA à terme, a amplement les moyens de les capter.

Evolution du cours (base 100)



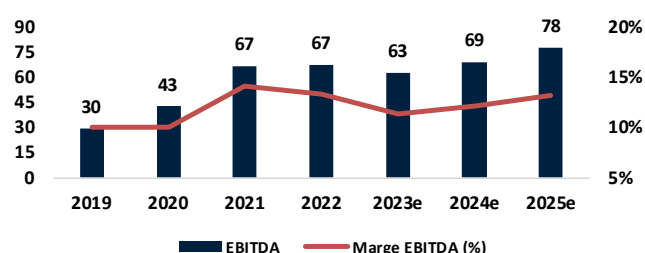
Evolution du CA (en M€)



Argumentaire d'investissement

- **Un modèle dans l'air du temps.** Reworld a su capitaliser sur son héritage historique (la presse papier) pour transformer le groupe et en faire un acteur agile, présent sur tous les canaux. Avec plus de 30m de visiteurs uniques par mois, c'est près de 6 français sur 10 qui sont touchés par les marques détenues par Reworld, que ce soit à travers les magazines ou ses marques 100% digitales. Les passerelles entre le BtoC et le BtoB sont nombreuses, et Reworld sait parfaitement en extraire leur valeur en monétisant son audience.
- **Un acquéreur en série.** Dirigée d'une main de maître, Reworld s'est faite la spécialiste de la reprise d'actifs à la casse et de leur redressement. Que ce soit avec Mondadori, plus récemment dans le jeu vidéo avec Meltgroup ou encore sur le segment féminin (groupe psychologies), Reworld est très actif sur sa politique de build-up. Annoncé au Q2 2022, la reprise d'Unify (aufeminin, marmiton, Doctissimo) marque une nouvelle étape dans le développement de Reworld et devrait faire rentrer la société dans une nouvelle dimension.
- **Des relais de croissance clairs.** Si le segment BtoC devrait connaître quelques turbulences du fait du déclin structurel de la presse papier, le groupe dispose tout de même de catalyseurs forts (pricing power conséquent, développement de nouveaux formats digitaux). Sur le BtoB, les relais sont multiples (content commerce, social media, live shopping, évènementiel). A plus long terme, l'expansion à l'international devrait également largement bénéficier au groupe.
- **Une valorisation largement injustifiée.** A 0,6x EV/sales 2023e et 4,6x EV/EBITDA 2023e, la valeur se traite avec une décote de près de 50% par rapport à ses pairs. Injustifiée d'après nous, au regard du potentiel de croissance, de l'histoire du groupe et de la rentabilité du modèle.

Evolution de l'EBITDA (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
Alkemy SpA	51,3	0,7x	0,6x	0,6x	6,6x	5,5x	4,9x	10,1x	7,8x	6,6x	10,6x	7,3x	6,1x
Arnoldo Mondadori Editore S.p.A.	568,7	0,8x	0,8x	0,7x	4,8x	4,8x	4,7x	7,4x	7,3x	7,1x	8,9x	8,7x	8,5x
Bilendi SA	72,2	1,2x	1,1x	1,0x	5,9x	4,9x	4,3x	10,3x	7,8x	6,8x	17,6x	11,6x	8,2x
Criteo SA Sponsored ADR	1 643,1	1,3x	1,2x	1,1x	4,8x	4,3x	3,8x	6,6x	5,6x	4,6x	9,9x	9,0x	7,3x
Future plc	1 073,9	1,6x	1,6x	1,5x	4,6x	4,5x	4,4x	4,9x	4,9x	4,7x	5,9x	5,8x	5,5x
Qwamplify SA	15,2	0,4x	0,3x	0,3x	3,7x	2,8x	2,6x	3,7x	2,9x	2,6x	6,9x	5,2x	4,7x
RCS MediaGroup S.p.A.	367,4	0,6x	0,6x	0,6x	4,2x	4,2x	4,2x	7,2x	7,1x	7,0x	7,3x	7,3x	7,1x
Moyenne	541,7	0,9x	0,9x	0,9x	4,9x	4,4x	4,1x	7,2x	6,2x	5,6x	9,6x	7,9x	6,8x
Médiane	468,0	0,8x	0,8x	0,7x	4,8x	4,5x	4,3x	7,2x	7,1x	6,6x	8,9x	7,3x	7,1x

Analyste

Pierre LAURENT

01 44 70 20 78

plarent@elcorp.com



Compte de résultat (M€)	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Chiffre d'affaires	294,4	424,7	469,8	505,8	554,6	570,0	586,1
EBE - hors AGA	29,6	42,9	66,8	67,4	62,8	69,5	77,8
Résultat d'exploitation	25,5	37,4	59,0	61,9	55,4	63,8	72,0
Résultat financier	-4,0	-6,8	-4,5	-6,3	-9,7	-10,1	-10,6
Impôts	2,6	4,3	-11,1	-8,1	1,0	-8,6	-9,3
Mise en équivalence	6,0	7,0	8,0	9,0	10,0	11,0	12,0
Part des minoritaires	-0,7	-0,3	3,4	1,7	1,4	1,6	1,8
Résultat net part du groupe	25,3	12,7	38,7	43,0	36,3	40,4	47,2
Bilan (M€)	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Actifs non courants	223,6	231,6	248,9	356,9	372,8	395,6	423,6
<i>dont goodwill</i>	34,8	37,1	45,3	49,5	49,5	49,5	49,5
BFR	-63,6	-69,9	-52,9	-43,3	0,4	4,5	4,5
Disponibilités + VMP	54,0	104,1	122,9	118,3	106,4	131,5	162,6
Capitaux propres	96,5	113,0	149,4	190,6	228,3	270,3	319,4
Emprunts et dettes financières	96,0	128,4	151,5	216,5	226,5	236,5	246,5
Total Bilan	409,9	467,5	510,0	652,1	656,1	704,1	763,1
Tableau de flux (M€)	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Marge Brute d'autofinancement	5,0	19,4	44,7	44,2	45,1	47,7	54,9
Variation de BFR	-6,6	9,3	-9,5	-14,3	-43,7	-4,1	0,0
Flux net de trésorerie généré par l'activité	-1,6	28,8	35,3	29,9	1,5	43,6	54,9
CAPEX nets	-3,8	-7,0	-6,8	-5,3	-8,3	-8,6	-8,8
Free cash flow	-5,4	21,8	28,5	24,6	-6,9	35,1	46,1
Augmentation de capital	30,8	3,0	-5,2	0,0	0,0	0,0	0,0
Variation emprunts	68,4	32,9	19,1	62,7	10,0	10,0	10,0
Dividendes versés	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Flux de trésorerie liés au financement	96,8	31,8	10,0	55,9	10,0	10,0	10,0
Variation de l'endettement financier net	37,0	50,5	18,7	-4,6	-11,9	25,1	31,1
Ratios (%)	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Variation chiffre d'affaires	65,9%	44,3%	10,6%	7,7%	9,6%	2,8%	2,8%
Marge EBE	10,1%	10,1%	14,2%	13,3%	11,3%	12,2%	13,3%
Marge d'exploitation (%)	8,7%	8,8%	12,6%	12,2%	10,0%	11,2%	12,3%
Marge nette (%)	8,6%	3,0%	8,2%	8,5%	6,5%	7,1%	8,1%
Capex (% CA)	1,3%	1,6%	1,4%	1,0%	1,5%	1,5%	1,5%
BFR (% CA)	-21,6%	-16,5%	-11,3%	-8,6%	0,1%	0,8%	0,8%
ROCE	10,6%	15,4%	20,1%	14,8%	11,1%	12,0%	12,6%
ROCE hors GW	13,6%	20,0%	26,1%	17,6%	12,8%	13,6%	14,3%
ROE	26,2%	11,2%	25,9%	22,6%	15,9%	15,0%	14,8%
FCF (% CA)	-1,8%	5,1%	6,1%	4,9%	-1,2%	6,2%	7,9%
FCF yield (%)	-3,1%	13,1%	9,0%	5,3%	-2,0%	10,9%	15,2%
Ratios d'endettement	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Gearing (%)	43,5%	21,5%	19,1%	51,5%	52,6%	38,8%	26,3%
Dettes nettes/EBE	1,4	0,6	0,4	1,5	1,9	1,5	1,1
EBE/charges financières	7,4	6,3	14,9	10,7	6,5	6,9	7,4
Valorisation	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Nombre d'actions (en millions)	49,7	54,4	55,5	56,5	56,5	56,5	56,5
Nombre d'actions moyen (en millions)	43,6	52,0	54,9	56,5	56,5	56,5	56,5
Cours (moyenne annuelle en euros)	2,6	2,4	4,7	6,0	3,3	3,3	3,3
(1) Capitalisation boursière moyenne	113,5	126,4	257,6	340,8	186,0	186,0	186,0
(2) Dette nette (+)/trésorerie nette (-)	42,0	24,3	28,6	98,2	120,0	105,0	83,8
(3) Valeur des minoritaires	11,3	10,9	14,3	14,3	15,7	17,3	19,1
(4) Valeur des actifs financiers	-6,6	-5,3	-14,4	-14,3	-14,3	-14,3	-14,3
Valeur d'entreprise = (1)+(2)+(3)-(4)	173,3	166,9	314,8	467,6	336,0	322,5	303,2
VE/CA	0,6	0,4	0,7	0,9	0,6	0,6	0,5
VE/EBE	5,9	3,9	4,7	6,9	5,4	4,6	3,9
VE/ROC	6,8	4,5	5,3	7,6	6,1	5,1	4,2
P/E	4,5	10,0	6,7	7,9	5,1	4,6	3,9
P/B	1,2	1,1	1,7	1,8	0,8	0,7	0,6
Données par action (€)	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Bnpa	0,5	0,2	0,7	0,8	0,6	0,7	0,8
Book value/action	1,9	2,1	2,7	3,4	4,0	4,8	5,7
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: Depuis le 06/07/2020

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 Reworld Media (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."