

Delfingen
Industrie

Achat

Objectif de cours 58,00 € (vs 67,00 €)
Cours au 03/04/2024 38,00 €
Potentiel 52,6%

Données valeur

DEL.F.PA / DELF.FP
Euronext Growth
Capitalisation (M€) 99,4
Nb de titres (en millions) 2,6
Volume moyen 12 mois (titres) 844,7
Extrêmes 12 mois 33,1 € 59,0 €

Performances boursières

Performances (%)	Ytd	1m	3m	12m
Perf. Absolue	-19,3%	10,6%	-19,1%	-17,8%
Perf CAC Small	0,4%	1,9%	0,4%	-3,9%

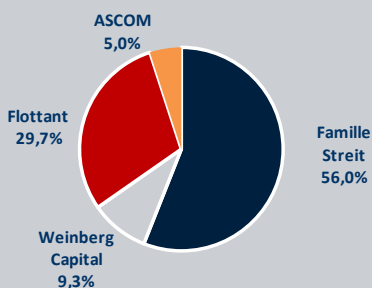
Données financières (en M€)

au 31/12	2022	2023e	2024e	2025e
CA	417,1	456,7	467,2	495,7
var %	14,9%	9,5%	2,3%	6,1%
EBE	40,0	49,0	50,7	57,6
% CA	9,6%	10,7%	10,9%	11,6%
ROC	21,0	28,1	29,4	35,0
% CA	5,0%	6,2%	6,3%	7,1%
RN	8,1	6,9	12,4	15,9
% CA	1,9%	1,5%	2,6%	3,2%
Bnpa (€)	3,1	2,6	4,7	6,1
ROCE (%)	7,1%	8,6%	8,9%	10,4%
ROE (%)	5,6%	4,6%	7,7%	9,2%
Gearing (%) (ex IFRS)	66,6%	77,0%	67,0%	57,1%
Dette nette (ex IFRS)	97,1	116,4	107,7	99,3
Dividende n (€)	0,6	1,1	1,1	1,1
Yield (%)	1,3%	3,0%	3,0%	3,0%

Multiples de valorisation

	2022	2023e	2024e	2025e
VE/CA (x)	0,5	0,5	0,4	0,4
VE/EBE (x)	5,5	4,4	4,1	3,4
VE/ROC (x)	10,5	7,6	7,0	5,7
P/E (x)	15,4	14,4	8,0	6,2

Actionnariat



Léger beat sur le ROC 2023 – Focus sur le désendettement en 2024

Publication des résultats 2023

Après avoir publié un chiffre d'affaires annuel de 456,3 M€, faisant ressortir une croissance de +9,5%, dont +9,6% en organique, Delfingen communique de résultats de bonne facture. Le ROC du groupe s'établit à 28,1 M€, soit une marge de 6,2% (+120 bps YoY), légèrement au-dessus de la guidance révisée du groupe (6,0%) et de nos attentes. Autre point positif, le FCF atteint 23,4 M€ sur l'année (un peu moins de 50% de l'EBITDA). Pour 2024, dans un contexte où la production automobile devrait être flat, Delfingen s'attellera à renforcer ses positions sur ses différents marchés et à travailler sur son niveau d'endettement.

Du levier opérationnel sur la croissance

Dans un contexte toujours inflationniste, en particulier sur les salaires, le groupe a fait preuve d'une belle exécution sur l'année, notamment dans la maîtrise de ses OPEX (+8% YoY). Le ROC progresse ainsi de +33,6% pour une croissance de « seulement » +9,5%. Le management, qui avait annoncé que les acquisitions de REIKU et AHN Chemco seraient relatives, n'a pas communiqué d'informations sur la performance opérationnelle à périmètre constant.

One-offs et hausse des coûts d'intérêt

Dans le bas du P&L, nous notons trois éléments principaux: 1/ un one-off de 4,3 M€ lié aux opérations de M&A et aux efforts de réorganisation, 2/ un doublement de la charge d'intérêt, qui s'établit à 8 M€ en 2023 (vs 3,6 M€ en 2022) et 3/ une charge d'impôt de 7,2 M€. Le RNpg ressort finalement à 6,9 M€, en baisse de -14,8% par rapport à 2022.

Désendettement à périmètre constant, FCF à deux chiffres et un beau dividende

A fin décembre 2023, la dette nette de Delfingen (inc. IFRS 16) atteint 147,4 M€, contre 128,3 M€ en 2022, principalement du fait des acquisitions (+35,9 M€). Cette dette nette fait ressortir un gearing en hausse, à 100% (vs 88%), et un levier en baisse, à 3,0x EBITDA (vs 3,2x). Retraité du M&A et de la dette de loyer, l'endettement net du groupe est en recul de près de 15 M€, à 83,1 M€ (vs 97,1 M€ en 2022). Côté cash, nous notons un FCF à deux chiffres (23,4 M€, soit 48% de l'EBITDA) grâce à la bonne gestion du BFR (-15,4 M€), notamment des stocks, et à des investissements maîtrisés. La société accélère par ailleurs sa politique de retour aux actionnaires avec la proposition d'un dividende de 1,15€/action, en hausse de +80% vs 2022 (c3% de rendement et un payout de c45%), traduisant la confiance du management dans la génération de cash future.

Perspectives

Dans un contexte où la production automobile 2024 ne devrait pas progresser, Delfingen n'annonce pas de guidance chiffrée. Le groupe entend cependant consolider ses positions sur la mobilité, poursuivre sa diversification vers l'industriel et surtout intensifier ses efforts en matière opérationnelle afin de se désendetter (via selon nous des gains de productivité, un léger effet mix sur l'industriel et la poursuite d'une gestion rigoureuse de BFR). Nous pensons qu'une décroissance organique sur la mobilité n'est pas à exclure et ajustons ainsi notre attente de CA 2024e à 467,2 M€ (hausse de +2,3%, principalement tirée par l'effet périmètre du M&A au T1 et une croissance organique positive sur l'industriel) pour un ROC de 29,4 M€ (marge de 6,3%, +10 bps). Nous modélisons un FCF 2024e de 11,7 M€ pour une dette nette de 138,7 M€ (gearing de 86%) et de 107,7 M€ ex IFRS 16 (gearing de 77,0%).

Recommandation

Nous réitérons notre recommandation à Achat sur le titre et révisons notre objectif de cours à 58,00 € (vs 67,00 € précédemment).

Analyste

Pierre LAURENT
01 44 70 20 78
pl Laurent@elcorp.com



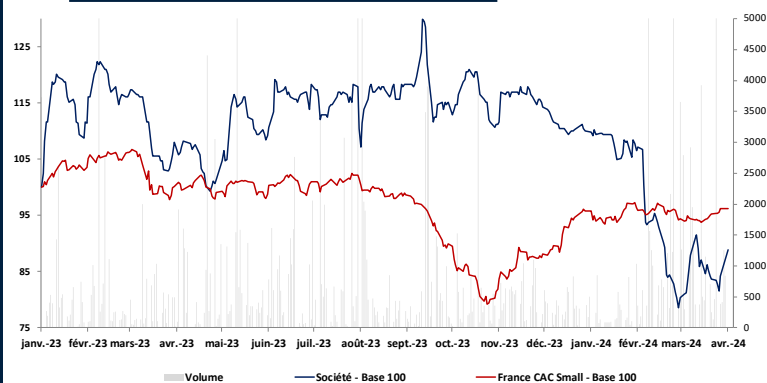
Retrouvez l'actualité boursière des small caps chaque jour dans votre boîte mail, gratuitement. [Inscription ici.](#)

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 2023, le groupe a réalisé 457 M€ de CA pour une marge opérationnelle de 5%.

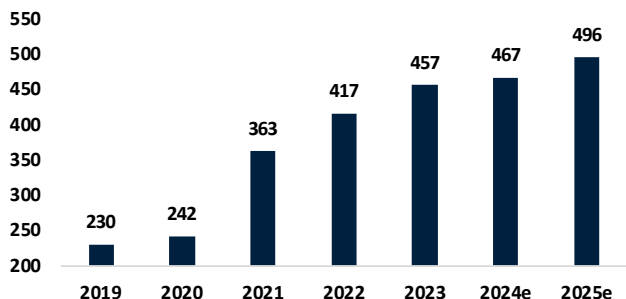
Evolution du cours (base 100)



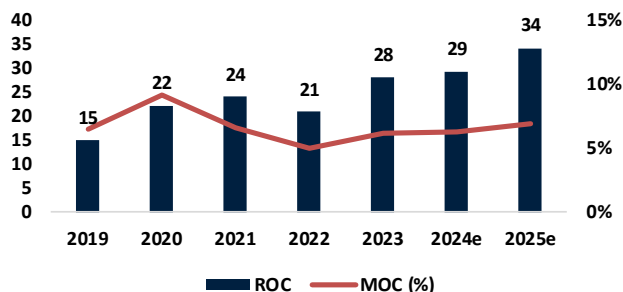
Argumentaire d'investissement

- **Une position de leader incontesté.** Présent dans plus de 40 pays, et avec près de 450 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 par rapport à 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.
- **Un nouveau débouché.** Dans une volonté de diversification, Delfingen adresse de plus en plus un nouveau marché, celui de l'industriel, qui présente des taux de croissance organiques à deux chiffres et une rentabilité substantiellement supérieure à celle de l'automobile. L'opportunité est réelle pour le groupe et pourrait à terme, représenter près de 30% de son CA.
- **Une vraie culture d'entreprise.** Delfingen, c'est aussi plus de 60 ans d'une histoire familiale singulière, à l'actionariat 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

Société	Capitalisation	EV/sales			EV/EBITDA			EV/EBIT			P/E		
		2024e	2025e	2026e	2024e	2025e	2026e	2024e	2025e	2026e	2024e	2025e	2026e
AKWEL SA	388,8	0,3x	0,3x	0,3x	3,0x	2,8x	2,7x	5,5x	5,2x	5,0x	9,3x	8,6x	7,9x
Faurecia Societe europeenne	2 766,1	0,3x	0,3x	0,3x	2,6x	2,3x	2,3x	5,6x	4,6x	4,4x	5,5x	3,7x	3,1x
Plastic Omnium SE	1 829,2	0,3x	0,3x	0,3x	3,6x	3,3x	3,1x	8,0x	6,8x	6,6x	9,7x	7,7x	6,7x
Plastiques du Val de Loire SA	61,5	0,3x	0,3x	0,3x	3,9x	3,7x	3,1x	11,8x	11,0x	7,7x	8,5x	7,2x	4,5x
Valeo SE	2 787,6	0,3x	0,3x	0,3x	2,3x	2,0x	1,8x	7,4x	5,1x	4,2x	8,2x	4,6x	3,3x
Moyenne	1 566,7	0,3x	0,3x	0,3x	3,1x	2,8x	2,6x	7,7x	6,5x	5,6x	8,3x	6,4x	5,1x
Médiane	1 829,2	0,3x	0,3x	0,3x	3,0x	2,8x	2,7x	7,4x	5,2x	5,0x	8,5x	7,2x	4,5x

Analyste

Pierre LAURENT

01 44 70 20 78

plarent@elcorp.com



Compte de résultat (M€)	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Chiffre d'affaires	214,0	230,5	241,9	363,0	417,1	456,7	467,2	495,7
Excédent brut d'exploitation	17,9	28,4	37,6	44,9	40,0	49,0	50,7	57,6
Résultat opérationnel courant	11,5	15,2	22,3	24,1	21,0	28,1	29,4	35,0
Résultat opérationnel	11,4	15,4	53,8	24,2	17,7	23,8	29,4	35,0
Résultat financier	-3,2	-3,8	-4,3	-2,9	-3,6	-9,6	-10,0	-10,0
Impôts	-2,5	-3,1	-4,0	-5,0	-5,9	-7,2	-6,8	-8,7
Mise en équivalence	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Part des minoritaires	-0,1	0,0	0,1	0,2	0,1	0,1	0,2	0,2
Résultat net part du groupe	5,8	8,5	45,3	16,1	8,1	6,9	12,4	15,9
Bilan (M€)	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e
Actifs non courants	90,6	113,8	165,7	177,3	182,3	222,4	225,8	228,9
<i>dont goodwill</i>	37,5	38,0	56,9	60,0	60,7	60,7	60,7	60,7
BFR	40,2	40,3	65,5	75,2	100,1	84,6	82,0	83,7
Disponibilités + VMP	9,0	13,0	25,4	26,5	14,9	28,8	37,6	46,0
Capitaux propres	68,0	76,1	117,7	138,8	145,7	151,1	160,6	173,8
Emprunts et dettes financières	64,2	82,4	129,1	130,3	143,1	176,3	176,3	176,3
Total Bilan	174,2	204,3	329,8	329,5	352,8	396,0	406,5	423,1
Tableau de flux (M€)	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e
Marge brute d'autofinancement	17,2	26,8	33,9	44,0	40,3	27,9	33,9	38,8
Variation de BFR	-4,2	-0,8	-16,0	-13,3	-27,5	15,5	2,6	-1,7
Flux nets de trésorerie généré par l'activité	12,9	26,1	17,9	30,7	12,8	43,4	36,5	37,2
CAPEX nets	-8,7	-10,6	-10,9	-14,4	-18,3	-20,1	-24,8	-25,8
FCF	4,3	15,5	7,0	16,3	-5,5	23,3	11,7	11,4
Augmentation de capital	0,0	0,0	3,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Variation emprunts	-0,5	-4,2	27,6	-4,2	-2,1	33,2	0,0	0,0
Dividendes versés	0,0	0,0	0,0	-1,0	-3,0	-1,7	-3,0	-3,0
Flux nets de trésorerie liés au financement	-3,4	-7,2	27,8	-9,0	-8,9	31,5	-3,0	-3,0
Variation de trésorerie	-1,5	6,5	7,5	4,2	-20,9	13,9	8,7	8,4
Ratios (%)	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e
Variation chiffre d'affaires	4,9%	7,7%	5,0%	50,1%	14,9%	9,5%	2,3%	6,1%
Marge EBE	8,4%	12,3%	15,6%	12,4%	9,6%	10,7%	10,9%	11,6%
Marge opérationnelle courante	5,4%	6,6%	9,2%	6,7%	5,0%	6,2%	6,3%	7,1%
Marge opérationnelle	5,3%	6,7%	22,2%	6,7%	4,2%	5,2%	6,3%	7,1%
Marge nette	2,7%	3,7%	18,7%	4,4%	1,9%	1,5%	2,6%	3,2%
CAPEX (% CA)	4,1%	4,6%	4,5%	4,0%	4,4%	4,4%	5,3%	5,2%
BFR (% CA)	18,8%	17,5%	27,1%	20,7%	24,0%	18,5%	17,6%	16,9%
ROCE	5,9%	6,6%	6,4%	6,4%	5,6%	6,9%	7,2%	8,4%
ROCE hors GW	8,2%	8,7%	8,5%	8,4%	7,1%	8,6%	8,9%	10,4%
ROE	8,5%	11,2%	38,6%	11,7%	5,6%	4,6%	7,7%	9,2%
Payout	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	20,7%	43,5%	20,0%	20,0%
Dividend yield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	1,3%	3,0%	3,0%	3,0%
Ratios d'endettement	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Gearing (%)	81,2%	91,3%	88,1%	74,8%	87,9%	97,6%	86,4%	75,0%
Dettes nettes/EBE	3,1	2,4	2,8	2,3	3,2	3,0	2,7	2,3
EBE/charges financières	6,2	9,6	12,1	12,1	11,4	5,1	5,0	5,7
Valorisation	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Nombre d'actions (en millions)	2,4	2,4	2,7	2,7	2,6	2,6	2,6	2,6
Nombre d'actions moyen (en millions)	2,4	2,4	2,7	2,7	2,6	2,6	2,6	2,6
Cours (moyenne annuelle en euros)	33,3	20,2	17,2	50,7	47,6	38,0	38,0	38,0
(1) Capitalisation boursière moyenne	81,4	49,2	45,8	135,0	124,5	99,4	99,4	99,4
(2) Dette nette ex IFRS (+)/ trésorerie nette	55,2	51,6	77,1	71,5	97,1	116,4	107,7	99,3
(3) Valeur des minoritaires	0,2	0,2	0,4	0,7	0,8	0,9	1,1	1,3
(4) Valeur des actifs financiers	-2,3	-2,4	-2,2	-2,3	-2,0	-2,0	-2,0	-2,0
Valeur d'entreprise = (1)+(2)+(3)-(4)	134,6	98,7	121,0	204,8	220,3	214,6	206,1	197,9
VE/CA	0,6x	0,4x	0,5x	0,6x	0,5x	0,5x	0,4x	0,4x
VE/EBE	7,5x	3,5x	3,2x	4,6x	5,5x	4,4x	4,1x	3,4x
VE/ROC	11,7x	6,5x	5,4x	8,5x	10,5x	7,6x	7,0x	5,7x
P/E	14,1x	5,8x	1,0x	8,4x	15,4x	14,4x	8,0x	6,2x
P/B	1,2x	0,6x	0,4x	1,0x	0,9x	0,7x	0,6x	0,6x
P/CF	6,3x	1,9x	2,6x	4,4x	9,7x	2,3x	2,7x	2,7x
FCF yield (%)	3,2%	15,7%	5,8%	8,0%	-2,5%	10,9%	5,7%	5,8%
Données par action (€)	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Bnpa	2,4	3,5	17,0	6,1	3,1	2,6	4,7	6,1
Book value/action	27,8	31,1	44,1	52,1	55,7	57,8	61,4	66,4
Dividende /action	0,0	0,0	0,0	0,0	0,6	1,1	1,1	1,1

Analyste

Pierre LAURENT

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 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 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."