

## Résultats en recul et guidance maintenue

## Publication du chiffre d'affaires S1 2023

Après la publication d'un chiffre d'affaires S1 en croissance de +11% à 10,4 M€, Witbe publie des résultats semestriels en deçà de nos attentes, marqués par un recul de la marge brute et par des investissements. L'EBITDA ressort à 0,4 M€ contre 1,3 M€ l'an passé. Le Groupe bénéficie toujours d'une excellente dynamique commerciale sur la zone Amériques grâce au déploiement de ses Witbox permettant au management de réaffirmer ses objectifs 2023, à savoir, 30 M€ de CA pour 5,0 M€ d'EBITDA.

## Contraction du taux de marge brute

Au premier semestre 2023, la marge brute ressort en progression de 11% à 9,1 M€. Si cette dernière évolue favorablement en valeur absolue, le taux de marge s'est contracté au premier semestre, pour ressortir à 89,2% (vs 92,8% au S1 2022 et 80,6% en 2022). Poursuivant sa stratégie de déploiement massif de ses robots entamée au S2 2022, le Groupe a vu son taux de marge brute être grevé sur les 6 premiers mois de 2023. Si cette stratégie pèse aujourd'hui sur la marge, ces déploiements massifs devraient offrir un fort potentiel d'upsell au cours des exercices futurs.

## Des charges reflétant une année de restructuration

En parallèle de cette contraction de la marge brute, les charges opérationnelles ont augmenté de +15% à 9,6 M€. Dans le détail, les charges de personnel ont augmenté de +8% à 7,9 M€ sous l'effet de la progression des effectifs aux USA et de la restructuration des équipes en France. Dans le même temps, les charges externes ont progressé de +36% à 3,2 M€ sous l'effet 1/ de l'accroissement des charges locatives liées à l'ouverture ou à l'extension des bureaux de Lisbonne, Phoenix, San Francisco, Paris et de Singapour, 2/ d'une hausse des frais de déplacement et marketing et 3/ du coût des VIE et de la sous-traitance. Cette augmentation des charges est logique dans le contexte de croissance de l'activité.

Finalement, l'EBITDA ressort à 0,4 M€ (contre 1,3 M€ au S1 2022) soit une marge de 4,2%. Après comptabilisation des DAP à hauteur de 1,6 M€ (vs 1,3 M€) matérialisant la poursuite des efforts de R&D, le ROC ressort en perte de 1,3 M€. Enfin, après un résultat financier négatif de 0,1 M€, le RNpg ressort -1,3 M€.

## Position de cash

Au 30 juin 2023, la variation de trésorerie ressort à -2,0M€ sous l'effet 1/ d'un cash-flow d'exploitation de -2,3 M€ (dont -1,9 M€ de variation de BFR), 2/ d'un cash-flow d'investissement de -1,7 M€ et 3/ un cash-flow de financement de +2,0 M€ (dont -2,0 M€ de remboursement d'emprunts). Ainsi, la dette nette ressort à 4,5 M€ (vs 0,5 M€ au 31/12/2022) traduisant une trésorerie de 0,8 M€ et des dettes financières à hauteur de 5,3 M€ (dont 2,6 M€ de PGE). A noter, Witbe devrait percevoir le CIR au cours des 6 derniers mois de 2023 (env. 1,2 M€).

## Perspectives

Toujours confiants vis-à-vis de sa stratégie de déploiement massif de ses Witbox sur le marché du QoE, Witbe confirme ses objectifs 2023, à savoir l'atteinte d'un chiffre d'affaires de 30 M€ et d'un EBITDA de 5 M€. Si la stratégie commerciale du Groupe nous semble pertinente (massification des robots, upsell...) et que le lancement de l'offre Ads Monitoring devrait permettre au Groupe de maintenir sa dynamique de croissance, nous adoptons de notre côté un scénario plus prudent, et visons désormais un EBITDA 2023 de 3,5 M€ (vs 5,0 M€).

## Recommandation

Après la mise à jour de notre modèle de valorisation, notre objectif de cours ressort à 8,80 € (vs 10,00 €) et notre recommandation reste à Achat étant donné le potentiel de hausse supérieur à 15%.

## Achat

Objectif de cours **8,80 € (vs 10,00€)**  
Cours au 27/09/2023 5,34 €  
Potentiel **65%**

## Données valeur

ALWIT.PA / ALWIT.FP	
Euronext Growth	
Capitalisation (M€)	22,0
Nb de titres (en millions)	4,12
Volume moyen 12 mois (titres)	4 040
Extrêmes 12 mois	5,16 € 9,77 €

## Performances boursières

Performances (%)	Ytd	1m	3m	12m
Perf. Absolue	-18,6%	-8,0%	-9,1%	-13,9%
Perf CAC Small	-9,0%	-8,7%	-9,4%	-0,9%

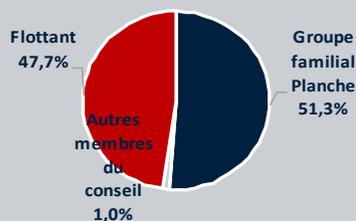
## Données financières (en M€)

au 31/12	2022	2023e	2024e	2025e
CA	26,1	29,7	33,9	38,9
var %	36,3%	14,0%	14,0%	14,7%
EBE	3,0	3,5	5,7	8,4
% CA	11,6%	11,7%	16,8%	21,5%
ROC	0,0	0,4	2,2	4,3
% CA	ns	1,5%	6,4%	11,1%
RN	0,8	0,5	1,8	3,4
% CA	2,9%	1,6%	5,2%	8,7%
Bnpa (€)	0,18	0,11	0,43	0,82
ROCE (%)	0%	2%	8%	15%
ROE (%)	10%	5%	17%	24%
Gearing (%)	7%	15%	6%	-10%
Dette nette	0,5	1,3	0,7	-1,4
Dividende n (€)	0,00			
Yield (%)	0%			

## Multiples de valorisation

	2022	2023e	2024e	2025e
VE/CA (x)	1,2	0,8	0,7	0,5
VE/EBE (x)	9,9	6,7	4,0	2,5
VE/ROC (x)	ns	51,7	10,4	4,7
PE (x)	39,6	46,8	12,5	6,5

## Actionnariat



Prochaine publication : 23 janvier 2024 CA 2023

**Analyste**  
Sid BACHIR  
01 44 70 20 76  
sbachir@elcorp.com



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

## Présentation de la société

Créé en 2000, Witbe est un éditeur de logiciels développant une plateforme unique de mesure de la Qualité d'Expérience (QoE). La société accompagne les plus grands opérateurs telecoms, les diffuseurs mondiaux et les grandes entreprises en leur permettant de superviser la qualité de leurs services délivrés (téléphonie, vidéo, web), sur tout type d'appareil (PC, smartphone, box, ...), sur n'importe quel réseau et ainsi d'améliorer la qualité d'expérience de leurs utilisateurs.

Bénéficiant d'une implantation dans 11 bureaux dont deux principaux en France et aux USA, Witbe accompagne plus de 300 clients dans 50 pays.

En 2021, la société a lancé la Witbox, un robot de tests capable de vérifier la qualité vidéo et audio de toutes les chaînes d'un opérateur 24h/24 de manière automatique. Combiné au Cloud, la Witbox est plug-and-play et se connecte facilement aux devices des clients. Un véritable game-changer pour la société et pour son développement commercial.

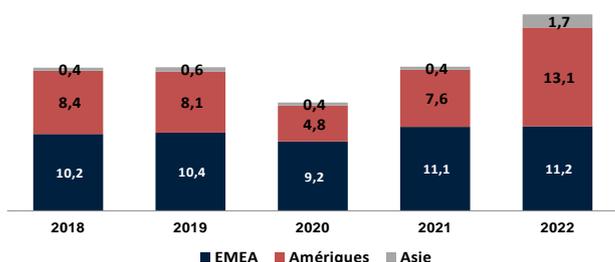
## Evolution du cours (base 100)



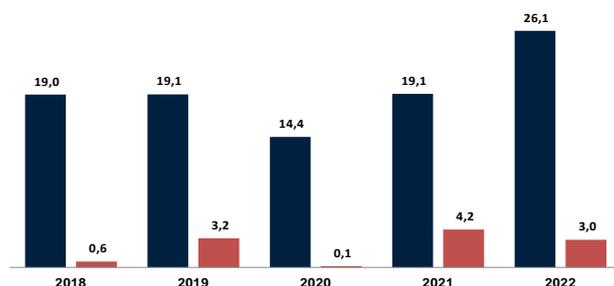
## Argumentaire d'investissement

- Une plateforme reconnue sur le marché.** Les développements menés par le Groupe ces dernières années ont permis de construire une plateforme en phase avec les attentes du marché. Celle-ci est plébiscitée par de nombreux opérateurs et diffuseurs de contenus de renommée mondiale et a notamment été utilisée pour 1/ la supervision en temps réel et sur tous types de devices de l'édition 2020 du Super Bowl, 2/ le lancement de Disney+ en France par Canal + sur fond de crise sanitaire et 3/ le déploiement de Peacock par NBCU aux Etats-Unis. Ces cas d'usage démontrent la reconnaissance du marché pour la solution de Witbe et constitue un formidable levier marketing pour le Groupe.
- La Witbox, un succès sorte de forte croissance.** Lancé en 2021, la Witbox est le plus petit robot de tests automatisés conçu par la société. Réduisant drastiquement le temps de déploiement, la Witbox répond aux enjeux du marché américain, nécessitant des offres claires, répondant à des problématiques précises. Véritable prouesse technologique pour le Groupe, cette Witbox est aussi un véritable atout commercial pour le Groupe puisque sa commercialisation permet de générer 1/ des revenus de setup au lancement, 2/ des revenus issus de la maintenance annuelle et 3/ des revenus récurrents issus de l'abonnement aux fonctionnalités de Witbe. Enfin, elle facilite l'upsell du portefeuille client.
- Une structure adaptée pour absorber la croissance.** Engagé depuis 2020 dans le plan ORION visant à rendre plus agile la société, Witbe a largement fait évoluer sa structure en 1/ automatisant ses processus internes et externes, 2/ refondant sa stratégie commerciale, 3/ optimisant ses processus de production et 4/ en lançant de nouveaux produits adaptés au marché (Witbox). Outre les économies réalisées sur la structure opérationnelle de la société, ce plan a permis à la société de se mettre en position pour accélérer fortement sa croissance.

## Répartition géographique du CA (en M€)



## Evolution du CA et de l'EBE (en M€)



Compte de résultat (M€)	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Chiffre d'affaires	19,0	19,1	14,4	19,1	26,1	29,7	33,9	38,9
Excédent brut d'exploitation	0,6	3,2	0,1	4,2	3,0	3,5	5,7	8,4
<b>Résultat opérationnel courant</b>	<b>-1,0</b>	<b>1,0</b>	<b>-1,8</b>	<b>1,8</b>	<b>0,0</b>	<b>0,4</b>	<b>2,2</b>	<b>4,3</b>
Résultat opérationnel	-1,0	1,0	-1,8	1,8	0,0	0,4	2,2	4,3
Résultat financier	0,2	0,1	-0,7	0,2	0,8	0,2	0,2	0,2
Impôts	0,1	0,0	-0,3	0,1	0,0	-0,2	-0,6	-1,1
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
<b>Résultat net part du groupe</b>	<b>-0,8</b>	<b>0,7</b>	<b>-2,8</b>	<b>2,1</b>	<b>0,8</b>	<b>0,5</b>	<b>1,8</b>	<b>3,4</b>
Bilan (M€)	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Actifs non courants	6,4	7,1	7,6	9,0	10,2	10,7	10,5	10,4
<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	7,2	7,0	5,4	7,1	7,2	8,2	9,5	10,9
<b>Disponibilités + VMP</b>	<b>2,3</b>	<b>0,2</b>	<b>2,6</b>	<b>2,7</b>	<b>2,8</b>	<b>2,0</b>	<b>2,6</b>	<b>4,7</b>
Capitaux propres	5,2	5,7	3,5	6,0	7,3	8,9	10,6	14,0
Emprunts et dettes financières	5,0	1,9	4,9	4,3	3,3	3,3	3,3	3,3
<b>Total Bilan</b>	<b>21,2</b>	<b>21,6</b>	<b>20,5</b>	<b>26,4</b>	<b>22,8</b>	<b>24,9</b>	<b>27,1</b>	<b>31,1</b>
Tableau de flux (M€)	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Marge Brute d'autofinancement	-0,3	1,5	-2,2	3,2	2,3	2,1	3,8	6,0
Variation de BFR	1,1	0,5	2,8	-0,1	1,8	-1,0	-1,2	-1,5
<b>Flux net de trésorerie généré par l'activité</b>	<b>2,0</b>	<b>3,6</b>	<b>2,2</b>	<b>4,6</b>	<b>5,3</b>	<b>2,5</b>	<b>4,1</b>	<b>6,0</b>
Investissements opérationnels nets	-3,1	-2,7	-2,7	-4,0	-4,1	-3,6	-3,4	-3,9
Investissements financiers nets	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Flux nets de trésorerie liés aux investissements</b>	<b>-3,1</b>	<b>-2,7</b>	<b>-2,7</b>	<b>-4,0</b>	<b>-4,1</b>	<b>-3,6</b>	<b>-3,4</b>	<b>-3,9</b>
Augmentation de capital	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Variation emprunts	-1,3	-2,2	3,5	-0,6	-1,1	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
<b>Flux nets de trésorerie liés au financement</b>	<b>-1,2</b>	<b>-2,2</b>	<b>3,5</b>	<b>-0,7</b>	<b>-1,1</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>
Variation de l'endettement financier net	-2,3	-1,3	3,0	0,0	0,1	-1,1	0,7	2,1
Ratios (%)	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
<b>Variation chiffre d'affaires</b>	<b>17,4%</b>	<b>0,1%</b>	<b>-24,6%</b>	<b>33,0%</b>	<b>36,3%</b>	<b>14,0%</b>	<b>14,0%</b>	<b>14,7%</b>
Marge EBE	3%	17%	1%	22%	12%	12%	17%	22%
<b>Marge opérationnelle courante</b>	<b>-5%</b>	<b>5%</b>	<b>-13%</b>	<b>9%</b>	<b>0%</b>	<b>2%</b>	<b>6%</b>	<b>11%</b>
Marge opérationnelle	-5%	5%	-13%	9%	0%	2%	6%	11%
Marge nette	-4%	3%	-20%	11%	3%	2%	5%	9%
Investissements opérationnels nets/CA	16%	14%	19%	21%	16%	12%	10%	10%
BFR/CA	38%	37%	38%	37%	28%	28%	28%	28%
ROCE	-5%	5%	-9%	8%	0%	2%	8%	15%
ROCE hors GW	-5%	5%	-9%	8%	0%	2%	8%	15%
ROE	-15%	12%	-80%	35%	10%	5%	17%	24%
Payout	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Dividend yield	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Ratios d'endettement	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
<b>Gearing (%)</b>	<b>52%</b>	<b>31%</b>	<b>65%</b>	<b>27%</b>	<b>7%</b>	<b>15%</b>	<b>6%</b>	<b>-10%</b>
Dettes nette/EBE	4,2	0,6	16,6	0,4	0,2	0,4	0,1	-0,2
Valorisation	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Nombre d'actions (en millions)	4,1	4,1	4,1	4,1	4,1	4,1	4,1	4,1
Nombre d'actions moyen (en millions)	4,1	4,1	4,1	4,1	4,1	4,1	4,1	4,1
Cours (dernier)	5,4	2,9	4,9	4,9	4,9	4,9	4,9	4,9
(1) Capitalisation boursière moyenne	22,0	11,8	19,9	19,9	19,9	19,9	19,9	19,9
(2) Dette nette (+)/ trésorerie nette (-)	2,7	1,8	2,3	1,6	0,5	1,3	0,7	-1,4
(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	0,0	0,0	0,0	1,0	2,0	3,0	4,0	4,0
Valeur d'entreprise = (1)+(2)+(3)-(4)	24,7	13,6	22,1	20,5	18,3	18,2	16,5	14,4
<b>PER</b>	<b>ns</b>	<b>17,8</b>	<b>-6,9</b>	<b>14,5</b>	<b>39,6</b>	<b>42,7</b>	<b>11,4</b>	<b>5,9</b>
VE / EBE	39,2	4,3	157,9	7,8	9,9	6,1	3,6	2,2
<b>VE / ROC</b>	<b>ns</b>	<b>13,7</b>	<b>ns</b>	<b>17,9</b>	<b>15 071,2</b>	<b>47,4</b>	<b>9,5</b>	<b>4,3</b>
VE / CA	1,3	0,7	1,5	1,7	1,2	0,7	0,6	0,5
P/B	4,2	2,1	5,5	5,1	4,1	2,3	1,9	1,4
Données par action (€)	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
<b>Bnpa</b>	<b>-0,18</b>	<b>0,16</b>	<b>-0,67</b>	<b>0,50</b>	<b>0,18</b>	<b>0,11</b>	<b>0,43</b>	<b>0,82</b>
Book value/action	1,3	1,4	0,9	1,5	1,8	2,2	2,6	3,4
Dividende /action	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00

**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 23/04/2020 au 31/01/2021 et depuis le 19/04/2021

**Accumuler**:

**Neutre** : Du 01/02/2021 au 16/04/2021

**Alléger** : (-)

**Vente** : (-)

**Sous revue** : Du 28/03/2020 au 22/04/2020

**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	Oui	Non	Oui

**« Disclaimer / Avertissement »**

La présente étude a été préparée par EuroLand Corporate indépendamment de Witbe (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."