

## Achat

<b>Objectif de cours</b>	<b>7,0 €</b>
Cours au 31/07/2024	2,29 €
<b>Potentiel</b>	<b>205,7%</b>

## Données valeur

ALREW.PA / ALREW:FP	
Euronext Growth	
Capitalisation (M€)	130,3
Nb de titres (en millions)	56,9
Volume moyen 12m (titres)	84 564
Extrêmes 12 mois	2,05 € 3,97 €

## Performances boursières

<b>Performances (%)</b>	<b>Ytd</b>	<b>1m</b>	<b>3m</b>	<b>12m</b>
Perf. Absolue	-37,9%	4,2%	-20,8%	-42,7%
Perf CAC Small	-1,9%	5,5%	-3,4%	-8,1%

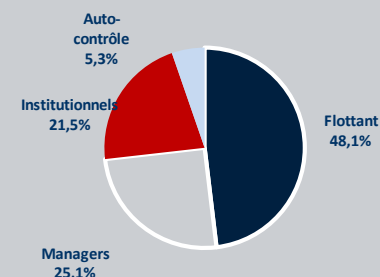
## Données financières (en M€)

<i>au 31/12</i>	<b>2023</b>	<b>2024e</b>	<b>2025e</b>	<b>2026e</b>
CA	549,3	554,6	562,4	569,4
var %	8,6%	1,0%	1,4%	1,2%
EBE - hors AGA	59,3	60,2	66,5	67,9
% CA	10,8%	10,9%	11,8%	11,9%
REX	49,2	52,5	60,4	61,6
% CA	9,0%	9,5%	10,7%	10,8%
RNpg	24,2	32,1	39,6	42,9
% CA	4,4%	5,8%	7,0%	7,5%
Bnpa (€)	0,43	0,56	0,70	0,75
ROCE (%)	10,7%	10,6%	11,3%	10,7%
ROE (%)	11,1%	12,6%	13,2%	12,4%
Gearing (%)	49,4%	38,2%	28,1%	19,6%
Dette nette	108,1	97,4	83,9	67,9
Dividende n (€)	0,0	0,0	0,0	0,0
Yield (%)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

## Multiples de valorisation

	<b>2023</b>	<b>2024e</b>	<b>2025e</b>	<b>2026e</b>
VE/CA (x)	0,7	0,5	0,5	0,4
VE/EBE (x)	6,6	4,4	3,9	3,6
VE/ROC (x)	8,0	5,1	4,2	4,0
P/E (x)	10,4	4,0	3,3	3,0

## Actionariat



## Léger recul de la top line au S1 2024

## Publication du CA S1 2024

Reworld Media a publié hier soir son chiffre d'affaires pour le compte de son premier semestre 2024. La top line du groupe est ressortie en léger recul à 264,1 M€ (-0,9% vs S1 2023). À l'image des derniers semestres, le segment BtoB a affiché une croissance positive (+4,3%) pour atteindre 149,9 M€ tandis que le pôle BtoC a poursuivi son infléchissement (-6,9%) pour ressortir à 114,2 M€. Sur le deuxième trimestre, le chiffre d'affaires du groupe a reculé de -2,2% avec un pôle BtoC en retrait de -5,5% et un segment BtoB en perte de vitesse (+0,6%). Le T2 a notamment été marqué par le ralentissement des offres d'affiliation qui avaient fortement alimenté la croissance du segment BtoB en 2023. Par ailleurs, le groupe conserve des chiffres d'audience solides avec 31,2 millions de visiteurs uniques 81,8 millions de followers.

## Baisse modérée du CA S1 2024 pour le BtoC

Avec un recul de -6,9% à 114,2 M€, le segment BtoC a continué de naviguer dans un contexte de consommation exigeant. Au deuxième trimestre, la décroissance a renoué avec les niveaux historiques après un T1 2024 impacté par un effet de base négatif lié au calendrier de parutions des magazines. Sur le semestre, les offres d'abonnement ont représenté 45% des revenus du pôle BtoB et ont affiché un recul marqué de -9,4%. D'autre part, les ventes en l'acte ont diminué de -4,9% sur le semestre. Enfin, Reworld poursuit ses hausses de prix avec un panier moyen en hausse de +1,6% à 5,41€.

## Le BtoB toujours performant

Avec 149,9 M€ (+4,3%) de chiffre d'affaires enregistré au S1 2024, le pôle BtoB a atteint un montant record. La croissance du segment a été alimentée par une dynamique favorable de la publicité digitale notamment sur les réseaux sociaux qui ont affiché une croissance supérieure à +60%. Les offres à la performance ont également continué de contribuer positivement à la croissance du segment malgré un ralentissement des activités d'affiliation après deux années de surperformance.

## Perspectives

Après un léger recul de la top line sur la première moitié de l'exercice, le groupe devrait s'appuyer sur ses nombreux relais de croissance digitaux pour générer de la croissance en 2024. Les offres à la performance devraient notamment continuer d'alimenter la croissance du groupe cette année.

Avec 81,8 millions de followers (+5,5% vs S1 2023), Reworld continue de bénéficier d'une base d'audience exceptionnelle (premier groupe média sur les réseaux sociaux en France) sur les réseaux sociaux. L'ouverture de nouvelles modalités de rémunération pour les créateurs de contenus sur les réseaux sociaux constitue un levier de croissance à plus long terme.

Au terme de ce premier semestre nous revoyons légèrement à la baisse notre objectif de CA 2024e à 554,6 M€ contre 564,7 M€ auparavant. Dans le même temps, nous maintenons un objectif d'EBE 2024e supérieur à 60 M€ (60,2 M€).

**Sur la base des éléments ci-dessus, notre objectif de cours est maintenu à 7€/action (Upside de +205%) et nous restons à l'achat sur Reworld Media.**



**Analyste**  
Raphaël Génin  
01 44 70 20 70  
rgenin@elcorp.com



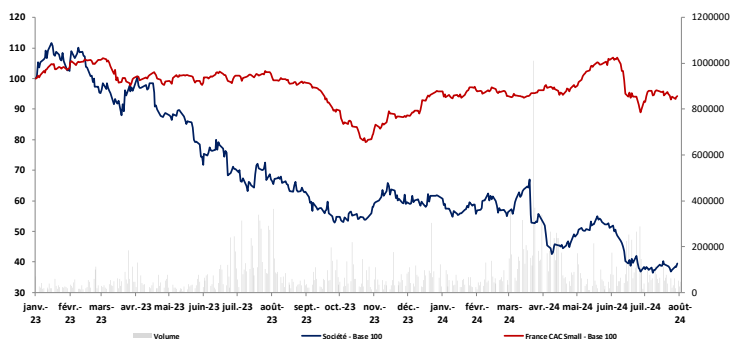
Retrouvez l'actualité boursière des small caps chaque jour dans votre boîte mail, gratuitement. [Inscription ici.](#)

## Présentation de la société

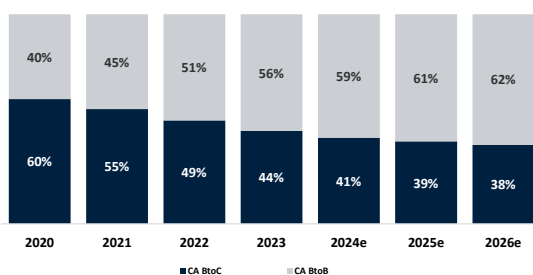
Fondé en 2012, Reworld Media est le leader de la presse payante thématique en France et l'un des principaux groupes media digitaux de l'hexagone. D'un éditeur de presse papier, les fondateurs de Reworld ont su progressivement transformer la société en un groupe agile, digital et qui offre aujourd'hui 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)



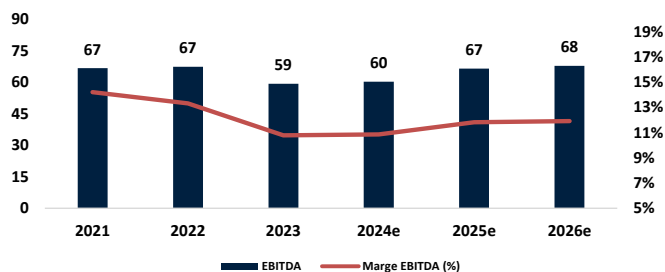
## Evolution du CA (en M€)



## 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 Meltygroup ou encore sur le segment féminin (groupe psychologies), Reworld est très actif sur sa politique de build-up. Annoncée 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 0,5x EV/sales 2024e et 4,4x EV/EBITDA 2024e, 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 hors AGA (en M€)



## Multiples de valorisation des comparables

Société	Capitalisation	Dettes nettes	VE	EV/sales			EV/EBITDA			EV/EBIT			P/E		
				2024e	2025e	2026e	2024e	2025e	2026e	2024e	2025e	2026e	2024e	2025e	2026e
Alkemy SpA	68,2	27,8	96,0	0,6x	0,5x	0,5x	5,6x	4,8x	4,4x	9,5x	7,1x	6,5x	17,2x	12,3x	10,5x
Arnoldo Mondadori Editore S.p.A.	683,7	129,0	812,7	0,7x	0,7x	0,7x	4,4x	4,3x	4,2x	7,0x	6,6x	6,5x	10,4x	9,9x	9,5x
Bilendi SA	78,4	0,9	79,3	1,2x	1,1x	1,0x	6,1x	5,3x	4,7x	11,3x	8,9x	7,8x	17,8x	12,9x	10,5x
Criteo SA Sponsored ADR	2 266,5	-385,7	1 880,9	2,2x	2,1x	2,0x	7,0x	7,0x	6,3x	9,0x	8,9x	7,3x	11,0x	11,6x	9,7x
Future plc	1 512,5	313,3	1 825,8	1,6x	1,6x	1,5x	5,2x	5,1x	4,7x	5,9x	5,7x	5,4x	9,6x	8,8x	8,0x
Qwamplify SA	15,5	-1,4	14,1	0,5x	0,4x	0,4x	5,2x	3,7x	3,4x	6,2x	4,2x	3,9x	9,1x	5,7x	5,3x
<b>Moyenne</b>	<b>770,8</b>	<b>14,0</b>	<b>784,8</b>	<b>1,1</b>	<b>1,1</b>	<b>1,0</b>	<b>5,6</b>	<b>5,0</b>	<b>4,6</b>	<b>8,1</b>	<b>6,9</b>	<b>6,2</b>	<b>12,5</b>	<b>10,2</b>	<b>8,9</b>
<b>Médiane</b>	<b>381,1</b>	<b>14,3</b>	<b>454,3</b>	<b>1,0</b>	<b>0,9</b>	<b>0,9</b>	<b>5,4</b>	<b>4,9</b>	<b>4,6</b>	<b>8,0</b>	<b>6,9</b>	<b>6,5</b>	<b>10,7</b>	<b>10,7</b>	<b>9,6</b>

Compte de résultat (M€)	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Chiffre d'affaires	469,8	505,8	549,3	554,6	562,4	569,4
<b>EBE - hors AGA</b>	<b>66,8</b>	<b>67,4</b>	<b>59,3</b>	<b>60,2</b>	<b>66,5</b>	<b>67,9</b>
Résultat d'exploitation	59,0	61,9	49,2	52,5	60,4	61,6
Résultat financier	-4,5	-6,3	-9,5	-5,9	-4,8	-1,7
Impôts	-11,1	-8,1	-5,2	-6,8	-7,5	-8,2
Mise en équivalence	8,0	9,0	10,0	11,0	12,0	13,0
Part des minoritaires	3,4	1,7	2,8	3,7	4,5	4,9
<b>Résultat net part du groupe</b>	<b>38,7</b>	<b>43,0</b>	<b>24,2</b>	<b>32,1</b>	<b>39,6</b>	<b>42,9</b>
Bilan (M€)	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Actifs non courants	248,9	356,9	376,9	400,3	430,3	460,4
<i>dont goodwill</i>	<i>45,3</i>	<i>49,5</i>	<i>63,4</i>	<i>63,4</i>	<i>63,4</i>	<i>63,4</i>
BFR	-52,9	-43,3	-31,4	-29,7	-29,1	-28,6
<b>Disponibilités + VMP</b>	<b>122,9</b>	<b>118,3</b>	<b>97,7</b>	<b>82,6</b>	<b>72,9</b>	<b>65,7</b>
Capitaux propres	149,4	190,6	218,9	254,7	298,7	346,5
Emprunts et dettes financières	151,5	216,5	205,8	180,0	156,8	133,6
<b>Total Bilan</b>	<b>510,0</b>	<b>652,1</b>	<b>664,2</b>	<b>675,2</b>	<b>698,0</b>	<b>724,2</b>
Tableau de flux (M€)	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Marge Brute d'autofinancement	44,7	44,2	39,1	43,5	50,2	54,0
Variation de BFR	-9,5	-14,3	-17,5	-1,7	-0,5	-0,6
<b>Flux net de trésorerie généré par l'activité</b>	<b>35,3</b>	<b>29,9</b>	<b>21,6</b>	<b>41,8</b>	<b>49,7</b>	<b>53,4</b>
CAPEX nets	-6,8	-5,3	-10,2	-11,1	-11,2	-11,4
<b>Free cash flow</b>	<b>28,5</b>	<b>24,6</b>	<b>11,4</b>	<b>30,7</b>	<b>38,5</b>	<b>42,1</b>
Augmentation de capital	-5,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Variation emprunts	19,1	62,7	-11,4	-25,8	-23,2	-23,2
Dividendes versés	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Flux de trésorerie liés au financement</b>	<b>10,0</b>	<b>55,9</b>	<b>-22,1</b>	<b>-25,8</b>	<b>-23,2</b>	<b>-23,2</b>
Variation de l'endettement financier net	18,7	-4,6	-20,5	-15,1	-9,7	-7,1
Ratios (%)	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Variation chiffre d'affaires	10,6%	7,7%	8,6%	1,0%	1,4%	1,2%
<b>Marge EBE</b>	<b>14,2%</b>	<b>13,3%</b>	<b>10,8%</b>	<b>10,9%</b>	<b>11,8%</b>	<b>11,9%</b>
Marge d'exploitation (%)	12,6%	12,2%	9,0%	9,5%	10,7%	10,8%
Marge nette (%)	8,2%	8,5%	4,4%	5,8%	7,0%	7,5%
Capex (% CA)	1,4%	1,0%	1,9%	2,0%	2,0%	2,0%
BFR (% CA)	-11,3%	-8,6%	-5,7%	-5,4%	-5,2%	-5,0%
<b>ROCE</b>	<b>20,1%</b>	<b>14,8%</b>	<b>10,7%</b>	<b>10,6%</b>	<b>11,3%</b>	<b>10,7%</b>
ROCE hors GW	26,1%	17,6%	13,1%	12,8%	13,4%	12,5%
ROE	25,9%	22,6%	11,1%	12,6%	13,2%	12,4%
FCF (% CA)	6,1%	4,9%	2,1%	5,5%	6,8%	7,4%
FCF yield (%)	9,0%	5,2%	2,9%	11,6%	15,0%	17,1%
Ratios d'endettement	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
<b>Gearing (%)</b>	<b>19,1%</b>	<b>51,5%</b>	<b>49,4%</b>	<b>38,2%</b>	<b>28,1%</b>	<b>19,6%</b>
Dettes nette/EBE	0,4	1,5	1,8	1,6	1,3	1,0
EBE/charges financières	14,9	10,7	6,2	10,2	13,9	39,7
Valorisation	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Nombre d'actions (en millions)	55,5	56,5	56,6	56,9	56,9	56,9
Nombre d'actions moyen (en millions)	54,9	56,5	56,6	56,7	56,9	56,9
Cours (moyenne annuelle en euros)	4,7	6,2	4,5	2,3	2,3	2,3
(1) Capitalisation boursière moyenne	257,6	349,9	251,7	130,0	130,3	130,3
(2) Dette nette (+)/ trésorerie nette (-)	28,6	98,2	108,1	97,4	83,9	67,9
(3) Valeur des minoritaires	14,3	14,3	17,2	20,9	25,4	30,2
(4) Valeur des actifs financiers	-14,4	-14,3	-16,9	-16,9	-16,9	-16,9
Valeur d'entreprise = (1)+(2)+(3)-(4)	314,8	476,7	393,8	265,1	256,5	245,3
VE/CA	0,7	0,9	0,7	0,5	0,5	0,4
<b>VE/EBE</b>	<b>4,7</b>	<b>7,1</b>	<b>6,6</b>	<b>4,4</b>	<b>3,9</b>	<b>3,6</b>
VE/ROC	5,3	7,7	8,0	5,1	4,2	4,0
<b>P/E</b>	<b>6,7</b>	<b>8,1</b>	<b>10,4</b>	<b>4,0</b>	<b>3,3</b>	<b>3,0</b>
P/B	1,7	1,8	1,1	0,5	0,4	0,4
Données par action €)	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
<b>Bnpa</b>	<b>0,7</b>	<b>0,8</b>	<b>0,4</b>	<b>0,6</b>	<b>0,7</b>	<b>0,8</b>
Book value/action	2,7	3,4	3,9	4,5	5,2	6,1
Dividende /action	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	1,00

## Analyste

Raphaël Génin  
01 44 70 20 70  
rgenin@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."