

## Chiffre d'affaires 2023 globalement en ligne

### Publication du chiffre d'affaires annuel 2023

Xilam publie un chiffre d'affaires 2023 de 45,7 M€, globalement en ligne avec nos attentes et celles du consensus (46,4 M€ Euroland, 46,0 M€ cons). La croissance affichée par la société ressort proche de deux chiffres (+9,0%) suite à un exercice 2022 en progression de +17%. Après prise en compte des autres produits d'exploitation, les revenus de Xilam s'établissent à 48,2 M€ en 2023, soit une hausse de +3,0% (Euroland 48,4 M€). La performance affichée est conforme avec les différents messages passés par la direction fin octobre, au moment du warning sur 2024, qui sera de facto un exercice de transition.

### Des nouvelles productions tirées par la prestation

Avec un chiffre d'affaires de 30,6 M€ sur l'année (+21%), le segment des nouvelles productions (hors subventions) continue d'afficher une belle dynamique, avec pour principal moteur la production non-proprétaire. La tendance observée au premier semestre s'est ainsi confirmée: la prestation représente plus de 75% du mix du segment, avec 5 productions réalisées: deux pour Netflix, deux pour Disney+ et une pour France TV. Si l'effet prix a été, selon nous, le principal contributeur de la croissance du segment, nous constatons que la diversification vers le segment ado-adultes est pour le moment synonyme de réussite. Côté Cube, les difficultés observées l'année dernière et sur ce semestre continuent de peser sur le groupe. En excluant le studio, Xilam affiche une croissance de +26% sur les nouvelles productions (dont +55% au S1).

### Effet de base important sur le catalogue

Les ventes du catalogue s'établissent à 9,2 M€ sur l'année, un recul de -11% par rapport au niveau record de 2022 (10,3 M€ hors subventions). Trois observations: 1/ les 0,8 M€ manquants par rapport au palier de 10 M€ fréquemment évoqué par le management explique tout le delta entre notre prévision de CA et celle réalisée, 2/ l'effet de base sur ce catalogue a été très fort (supérieur à +70% en 2022) et 3/ les franchises phares de Xilam représentent toujours une grosse majorité (62%) des ventes du segment. Si cette part est en baisse par rapport à 2022 (70%), elle reste selon nous très importante dans l'absolu et traduit l'importance pour Xilam de recréer de nouveaux succès commerciaux propriétaires d'envergure, garants de la pérennité du modèle sur le long terme.

### Des subventions stables malgré le poids de la prestation

En dépit d'un mix dominé par la prestation, les subventions sont quasi stables (6,0 M€) par rapport à 2022 du fait 1/ d'un plus fort soutien accordé aux œuvres financées par les chaînes européennes de 2/ d'un changement de reporting du groupe, qui intègre les subventions liées au catalogue directement dans le total subventions (vs dans le CA catalogue précédemment).

### Perspectives

Comme annoncé fin octobre à la suite de l'annulation par les plateformes de deux séries d'envergure (voir précédent flash), 2024 sera un exercice de transition pour Xilam, qui concentre désormais ses efforts sur la reconstruction de sa top line et la réorientation vers des formats/débouchés plus porteurs. L'augmentation de capital réalisée il y a quelques semaines devrait fournir au groupe les moyens de ses nouvelles ambitions. En ce qui concerne le court terme, nous maintenons notre attente de ROC 2023e de 5,8 M€ et celle de RN de 4,1 M€.

### Recommandation

**Nous confirmons notre recommandation à Neutre et notre OC de 8,00 € en l'absence de catalyseurs sur le titre à horizon 12 mois. Nous estimons que la valorisation actuelle du titre, bien en dessous de la valeur de son catalogue, ne constitue pas, pour le moment, un argument suffisant pour repasser à l'achat et préférons continuer de décorrélérer recommandation et objectif de cours (qui extériorise pourtant un potentiel de hausse important) dans l'attente de nouveaux signaux plus positifs sur l'activité.**

### Neutre

<b>Objectif de cours</b>	<b>8,00 €</b>
Cours au 14/02/2024	4,40 €
<b>Potentiel</b>	<b>70,5%</b>

### Données valeur

XILPA / XILFP	
Euronext Comp B	
Capitalisation (M€)	25,9
Nb de titres (en millions)	5,89
Volume moyen 12 mois (titres)	10 938
Extrêmes 12 mois	3,41 € 32,20 €

### Performances boursières

Performances (%)	Ytd	1m	3m	12m
Perf. Absolue	12,4%	15,0%	0,5%	-85,9%
Perf CAC Small	0,1%	1,4%	11,9%	-9,2%

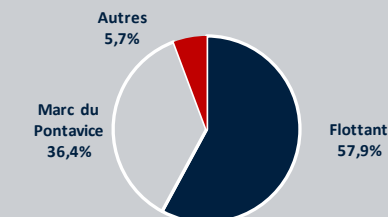
### Données financières (en M€)

au 31/12	2022	2023e	2024e	2025e
Produits d'exploitation	46,7	48,3	32,6	38,3
var %	16,1%	3,4%	-32,5%	17,5%
CA	42,0	45,8	30,7	35,3
var %	18,0%	9,0%	-33,0%	15,0%
ROC	2,2	5,8	0,2	2,4
% CA	5,3%	12,7%	0,7%	6,7%
RN	1,4	4,1	-0,2	1,5
% CA	3,3%	9,0%	-0,5%	4,3%
Bnpa (€)	0,24	0,70	-0,03	0,26
ROCE (%)	1,6%	4,7%	0,2%	1,9%
ROE (%)	2,0%	5,6%	-0,2%	2,0%
Gearing (%)	23,0%	11,5%	15,6%	13,6%
Dette nette	15,9	8,5	11,5	10,2
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)	5,6	0,8	1,3	1,1
VE/EBE (x)	7,7	1,9	2,8	2,1
VE/ROC (x)	ns	6,6	ns	16,9
P/E (x)	ns	6,3	ns	17,2

### Actionnariat



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



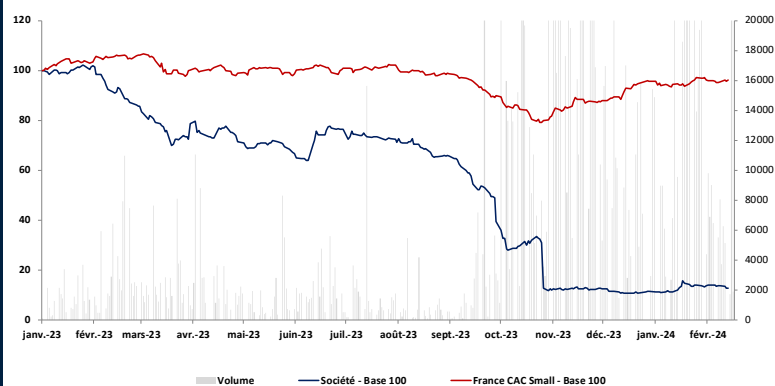
Retrouvez l'actualité boursière des small caps chaque jour dans votre boîte mail, gratuitement. [Inscription ici.](#)

## Présentation de la société

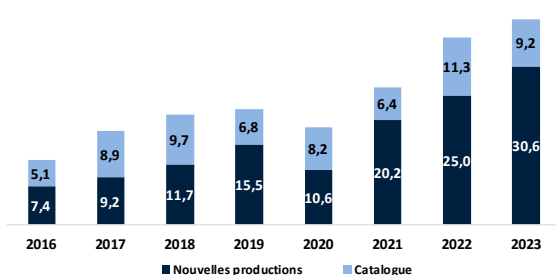
Fondé en 1999 par Marc du Pontavice, Xilam est le leader européen de la production de séries d'animation. La société, qui a réalisé plus de 42 M€ de chiffre d'affaires lors de son dernier exercice, produit et réalise des créations animées, en 2D et en 3D, principalement à destination des enfants. Elle est à l'origine de certains succès planétaires comme Zig et Sharko, ou encore Oggy et les cafards.

Diffusées dans plus de 190 pays, à la télévision mais également de plus en plus sur les plateformes numériques type Netflix ou Youtube, les productions de Xilam cumulent plus de 35 milliards de vues. La société jouit par ailleurs d'un modèle économique singulier : des créations propriétaires et non-propriétaires génératrices de fortes marges, un excellent catalogue, le préfinancement des coûts de production, ou encore une forte visibilité sur le chiffre d'affaires.

## Evolution du cours (base 100)

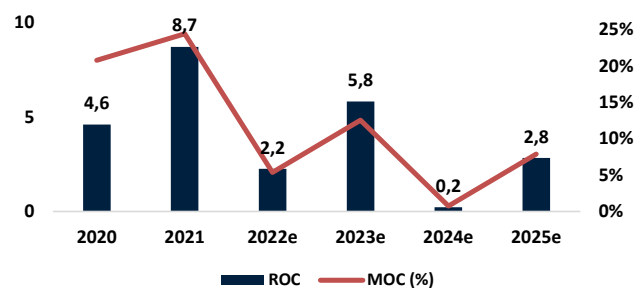


## Evolution du CA hors subventions et autres (en M€)



## Argumentaire d'investissement

## Evolution du ROC (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
Iervolino & Lady Bacardi Entertainment S.p.A.	17,1	0,3x	0,3x	0,3x	0,4x	0,4x	0,4x	5,8x	3,7x	3,3x	4,3x	2,1x	1,7x
Leone Film Group SpA	25,4	1,1x	1,0x	0,9x	2,0x	1,8x	1,6x	13,6x	11,8x	10,9x	17,5x	8,5x	5,6x
Lucisano Media Group S.p.A.	18,7	1,0x	0,7x	0,6x	2,6x	1,9x	1,5x	10,3x	8,7x	7,9x	6,1x	4,8x	4,5x
Thunderbird Entertainment Group Inc	65,6	2,0x	1,4x	0,6x	4,9x	3,9x	3,1x	4,7x	4,0x	3,5x	6,5x	4,6x	3,3x
WildBrain Ltd.	168,6	0,5x	0,5x	0,5x	2,7x	2,9x	2,6x	3,1x	2,9x	2,5x	ns	ns	14,1x
Your Family Entertainment AG	42,9	10,2x	8,1x	7,3x	13,8x	13,8x	12,1x	36,0x	44,2x	36,0x	50,4x	65,0x	50,4x
<b>Moyenne</b>	<b>56,4</b>	<b>2,5x</b>	<b>2,0x</b>	<b>1,7x</b>	<b>4,4x</b>	<b>4,1x</b>	<b>3,5x</b>	<b>12,3x</b>	<b>12,6x</b>	<b>10,7x</b>	<b>17,0x</b>	<b>17,0x</b>	<b>13,3x</b>
<b>Médiane</b>	<b>34,1</b>	<b>1,0x</b>	<b>0,8x</b>	<b>0,6x</b>	<b>2,6x</b>	<b>2,4x</b>	<b>2,1x</b>	<b>8,0x</b>	<b>6,4x</b>	<b>5,7x</b>	<b>6,5x</b>	<b>4,8x</b>	<b>5,1x</b>

## Analyste

Pierre LAURENT

01 44 70 20 78

plaurant@elcorp.com



Compte de résultat (M€)	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Produits d'exploitation	33,5	24,7	40,2	46,7	48,3	32,6	38,3
Chiffre d'affaires	30,2	21,9	35,6	42,0	45,8	30,7	35,3
<b>Résultat opérationnel courant ajusté</b>	<b>9,2</b>	<b>4,6</b>	<b>8,7</b>	<b>2,2</b>	<b>5,8</b>	<b>0,2</b>	<b>2,4</b>
Résultat opérationnel	8,9	4,4	8,7	2,0	5,8	0,2	2,4
Résultat financier	-0,5	-0,4	-0,5	-1,4	-0,7	-0,5	-0,6
Impôts	1,5	1,0	1,4	-0,7	1,1	0,0	0,4
Mise en équivalence	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Part des minoritaires	0,0	0,0	0,5	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
<b>Résultat net part du groupe</b>	<b>6,9</b>	<b>3,0</b>	<b>6,3</b>	<b>1,4</b>	<b>4,1</b>	<b>-0,2</b>	<b>1,5</b>
Bilan (M€)	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Actifs non courants	73,2	94,6	101,7	101,1	108,7	109,7	110,8
<i>dont goodwill</i>	<i>0,7</i>	<i>2,3</i>	<i>4,1</i>	<i>4,1</i>	<i>4,1</i>	<i>4,1</i>	<i>4,1</i>
BFR	2,0	-6,1	4,6	5,5	-5,0	-3,2	-4,0
<b>Disponibilités + VMP</b>	<b>20,0</b>	<b>10,1</b>	<b>9,9</b>	<b>13,3</b>	<b>5,7</b>	<b>2,7</b>	<b>3,9</b>
Capitaux propres	55,3	60,7	67,6	69,1	73,7	73,5	75,0
Emprunts et dettes financières	23,5	18,5	28,6	29,2	14,2	14,2	14,2
<b>Total Bilan</b>	<b>114,8</b>	<b>128,0</b>	<b>147,6</b>	<b>154,7</b>	<b>147,9</b>	<b>138,3</b>	<b>144,8</b>
Tableau de flux (M€)	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Marge Brute d'autofinancement	28,8	16,4	35,7	32,1	18,1	14,2	17,9
Variation de BFR	1,6	-7,1	10,8	0,9	-10,5	1,8	1,0
<b>Flux net de trésorerie généré par l'activité</b>	<b>27,2</b>	<b>23,5</b>	<b>24,9</b>	<b>31,1</b>	<b>28,6</b>	<b>12,4</b>	<b>16,9</b>
Investissements opérationnels nets	-22,4	-23,9	-31,8	-24,6	-21,8	-15,5	-17,6
Investissements financiers nets	0,0	-1,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Flux nets de trésorerie liés aux investissements</b>	<b>-22,4</b>	<b>-24,8</b>	<b>-31,3</b>	<b>-24,6</b>	<b>-21,8</b>	<b>-15,5</b>	<b>-17,6</b>
Augmentation de capital	0,0	0,0	0,0	0,0	3,7	0,0	0,0
Variation emprunts	-12,1	-8,4	-2,5	-0,4	-15,0	0,0	0,0
Dividendes versés	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Flux de trésorerie liés au financement</b>	<b>12,9</b>	<b>-8,4</b>	<b>6,2</b>	<b>-3,1</b>	<b>-11,3</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>
Variation de trésorerie	17,7	-9,7	-0,1	3,4	-4,5	-3,1	-0,7
Ratios (%)	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
<b>Variation chiffre d'affaires</b>	<b>7,8%</b>	<b>-27,4%</b>	<b>62,3%</b>	<b>18,0%</b>	<b>9,0%</b>	<b>-33,0%</b>	<b>15,0%</b>
Marge EBE	93,1%	71,0%	95,5%	73,0%	43,5%	48,0%	53,5%
<b>Marge opérationnelle courante</b>	<b>30,5%</b>	<b>20,8%</b>	<b>24,4%</b>	<b>5,3%</b>	<b>12,7%</b>	<b>0,7%</b>	<b>6,7%</b>
Marge opérationnelle	29,5%	19,8%	24,4%	4,8%	12,7%	0,7%	6,7%
Marge nette	22,8%	13,5%	17,8%	3,3%	9,0%	-0,5%	4,3%
Capex (% CA)	74,1%	109,1%	89,5%	58,6%	47,5%	50,5%	49,9%
<b>ROCE</b>	<b>9,2%</b>	<b>3,8%</b>	<b>5,9%</b>	<b>1,6%</b>	<b>4,7%</b>	<b>0,2%</b>	<b>1,9%</b>
ROCE hors GW	9,3%	3,9%	6,2%	1,6%	4,9%	0,2%	1,9%
ROE	12,5%	4,9%	9,4%	2,0%	5,6%	-0,2%	2,0%
Payout	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Dividend yield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Ratios d'endettement	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
<b>Gearing (%)</b>	<b>6,4%</b>	<b>13,9%</b>	<b>27,6%</b>	<b>23,0%</b>	<b>11,5%</b>	<b>15,6%</b>	<b>13,6%</b>
Dettes nettes/EBE	0,1	0,5	0,5	0,5	0,4	0,8	0,5
EBE/charges financières	57,4	38,9	68,0	21,9	28,5	29,4	31,5
Valorisation	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Nombre d'actions (en millions)	5,9	5,9	5,9	5,9	5,9	5,9	5,9
Nombre d'actions moyen (en millions)	5,9	5,9	5,9	5,9	5,9	5,9	5,9
Cours (moyenne annuelle en euros)	38,6	39,2	42,5	36,6	4,4	4,4	4,4
(1) Capitalisation boursière moyenne	227,5	231,0	250,5	215,8	25,9	25,9	25,9
(2) Dette nette (+)/trésorerie nette (-)	3,5	8,4	18,6	15,9	8,5	11,5	10,2
(3) Valeur des minoritaires	0,0	0,0	3,2	3,3	3,8	3,8	3,8
(4) Valeur des actifs financiers	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Valeur d'entreprise = (1)+(2)+(3)-(4)	231,0	239,5	272,3	235,0	38,2	41,2	40,0
<b>VE/CA</b>	<b>7,7</b>	<b>10,9</b>	<b>7,7</b>	<b>5,6</b>	<b>0,8</b>	<b>1,3</b>	<b>1,1</b>
VE/EBE	8,2	15,4	8,0	7,7	1,9	2,8	2,1
<b>VE/ROC</b>	<b>25,1</b>	<b>52,6</b>	<b>31,4</b>	<b>104,6</b>	<b>6,6</b>	<b>ns</b>	<b>16,9</b>
P/E	33,0	78,2	39,6	153,5	6,3	ns	17,2
P/B	4,1	3,8	3,7	3,1	0,4	0,4	0,3
Données par action (€)	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
<b>Bnpa</b>	<b>1,2</b>	<b>0,5</b>	<b>1,1</b>	<b>0,2</b>	<b>0,7</b>	<b>0,0</b>	<b>0,3</b>
Book value/action	9,4	10,3	11,5	11,7	12,5	12,5	12,7
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**: Du 26/05/2016 au 02/10/2020, depuis le 23/07/2021

**Accumuler**: Du 29/01/2021 au 23/07/2021

**Neutre** : Du 02/10/2020 au 29/01/2021

**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 Xilam (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."