EuroLand Corporate

PULLUP ENTERTAINMENT

Achat

Capitalisation	169,7	Ticker	ALPUL-FR	Jeu vidéo	
Objectif de cours	35,50 €	Nb de titres (en millions)	8,55	Flash valeur	
Cours au 16/07/2025	19,8 €	Volume moyen 12m (titres)	18 555	17/07/2025	
Potentiel	*78,9%*	Extrêmes 12m (€)	7,67€/27,00€		

Démarrage en trombe

A retenir

- Chiffre d'affaires trimestriel record à 79,3 M€ (+132% y/y)
- Confirmation de la guidance pour 2025/26
- Annonce du versement d'un dividende de 1€ par action

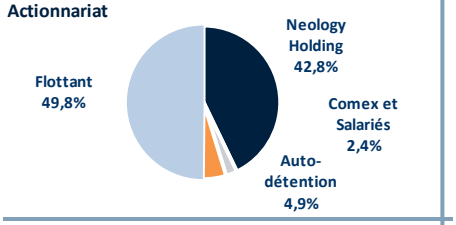
Données financières (en M€)

au 31/03	2024	2025e	2026e	2027e
CA	187,3	390,0	261,5	284,0
var %	*-3,5%*	*108,2%*	*-32,9%*	*8,6%*
EBE	59,8	122,8	97,6	116,2
% CA	*31,9%*	*31,5%*	*37,3%*	*40,9%*
ROC	-5,8	54,5	32,3	42,3
% CA	*-3,1%*	*14,0%*	*12,3%*	*14,9%*
RN	-19,9	19,3	12,6	19,3
% CA	*-10,6%*	*4,9%*	*4,8%*	*6,8%*
Bnpa (€)	-2,33	2,26	1,47	2,26
ROCE (%)	-1,6%	16,1%	9,4%	12,3%
ROE (%)	-16,4%	12,1%	7,6%	10,5%
Gearing (%)	107,5%	48,5%	46,6%	31,0%
Dette nette	142,2	84,8	84,0	63,4
Dividende n (€)	0,0	1,0	0,0	0,0
Yield (%)	0,0%	6,0%	0,0%	0,0%

Multiples de valorisation

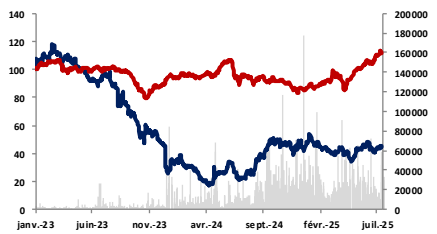
	2024	2025e	2026e	2027e
VE/CA (x)	2,2	0,6	1,0	0,8
VE/EBE (x)	6,8	1,9	2,7	2,1
VE/ROC (x)	ns	4,2	8,0	5,7
P/E (x)	ns	7,4	13,5	8,8

Actionnariat



Performances boursières

	Ytd	1m	3m	12m
Performances (%)	-11,6%	3,7%	9,4%	102,5%



Publication du CA T1 2025/26

Pullup Entertainment a publié hier des résultats particulièrement solides pour le premier trimestre de son exercice 2025/26. Le chiffre d'affaires ressort à 79,3 M€, en hausse de +132% y/y, porté par une performance exceptionnelle du back catalogue et le succès des nouveaux lancements.

Suite à ce premier trimestre, le management réaffirme sa guidance pour l'exercice, visant une surperformance par rapport à l'exercice record 2022/23, tant sur le chiffre d'affaires que sur l'EBITA (194,1 M€ et 28,4 M€ respectivement sur cet exercice de référence). Par ailleurs, dans un contexte de solidité financière renforcée, un dividende de 1€ par action a été annoncé et sera proposé en AG fin septembre pour potentielle distribution octobre.

Back catalogue toujours fortement alimenté par Space Marine 2

Le back catalogue, qui intègre désormais *Space Marine 2*, a généré 58,4 M€ de revenus sur le trimestre, en progression de +91% par rapport à l'an dernier. Cette performance historique reflète non seulement la traction commerciale durable sur le jeu, mais aussi le dynamisme d'autres titres comme *Train Sim World 5* et *Drova*. Par ailleurs, le trimestre a bénéficié de 19,0 M€ de revenus différés liés à la livraison de contenus additionnels (Season Pass de *Space Marine 2*). Même en excluant cet effet non-récurrent, le back catalogue atteint un plus haut historique trimestriel.

Côté nouveautés, le lancement de *Roadcraft* s'est révélé très prometteur, avec un chiffre d'affaires de 18,6 M€, à comparer aux 18,3 M€ réalisés par les lancements du T1 2022/23, et aux 0,1 M€ enregistrés sur la même période l'an passé. Ce démarrage confirme la capacité du groupe à générer des succès commerciaux dès les premières semaines de commercialisation.

Proposition d'un dividende

En parallèle, la solidité de la génération de trésorerie permet à PullUp de diversifier l'allocation de son capital. Le programme de rachat d'actions a conduit au rachat de 4,1% du capital depuis

Renan KEROURIO - Analyste - 01 44 70 20 96 - rkerourio@elcorp.com

décembre 2024. De plus, un dividende de 1 € par action sera proposé en AG fin septembre pour potentielle distribution octobre, représentant un montant total de 7,9 M€ et un payout de 41% du résultat net 2024/25.

Perspectives, line-up et estimations

Fort de ce premier trimestre très robuste, le management réitère sa guidance pour l'exercice 2025/26. Le groupe anticipe une performance supérieure à celle de l'exercice record 2022/23, tant en termes de chiffre d'affaires qu'en EBITA. Pour rappel, l'exercice 2022/23 avait généré un CA de 194,1 M€ et un EBITA de 28,4 M€.

Cette ambition repose notamment sur un line-up particulièrement étoffé, avec plusieurs jeux attendus sur l'exercice. Parmi les titres, côté Pullup figurent *Memories in Orbit*, nouvelle propriété intellectuelle ambitieuse, et *John Carpenter's Toxic Commando*. Du côté de Dotemu, la dynamique créative se poursuit avec plusieurs productions originales ou sous licence forte, dont *Absolum* (IP), *Abyssus*, *Marvel Cosmic Invasion* ou encore *Ninja Gaiden*.

Pour l'exercice à venir, nous reconduisons nos estimations, à savoir un CA de 261,5 M€ (en baisse de -32,9 % y/y, et +34,7% vs 2022/23) un EBITA de 35,0 M€ (+37,8% vs 2022/23).

Recommandation

Suite à ce communiqué, nous maintenons notre recommandation à Achat ainsi que notre objectif de cours de 35,5€ sur le titre, objectif qui fait ressortir un potentiel de hausse de +78,9%.

Renan KEROURIO - Analyste - 01 44 70 20 96 - rkerourio@elcorp.com

Présentation de la société

Créé en 1995, Focus Entertainment est l'un des leaders européens de l'édition et du développement de jeux vidéo. La société accompagne les studios de développement dans le suivi de production des jeux, elle assure la communication et la commercialisation de ceux-ci en s'appuyant sur des partenaires (grossistes, magasins, ...) pour une distribution physique et sur les plateformes de téléchargement pour une distribution digitale.

Ces dernières années, le groupe est entré dans une stratégie d'acquisition de studios afin de développer son expertise en matière de développement de jeux, de sécuriser durablement ses IPs (propriétés intellectuelles) et d'assurer le développement de plusieurs jeux de ses franchises. Fort de l'intégration de 7 studios, Focus dispose aujourd'hui d'un véritable savoir-faire sur toute la chaîne de valeur du jeu vidéo.

Argumentaire d'investissement

Un savoir-faire reconnu. L'industrie dans laquelle évolue Focus Entertainment bénéficie de fortes barrières à l'entrée dues aux défis complexes en termes d'édition. Focus a su ces dernières années démontrer la maîtrise de ce savoir-faire, ce qui lui confère un véritable avantage concurrentiel.

Une stratégie de remontée de la chaîne de valeur. Focus a réalisé ces dernières années 7 acquisitions stratégiques. Certaines d'entre elles permettent de compléter l'expertise du Groupe en matière d'édition de jeu vidéo, d'autres permettent de remonter la chaine de valeur, d'intégrer des IPs de premier plan et à fort potentiel, de sécuriser ses développements futurs et d'intégrer de nouvelles compétences.

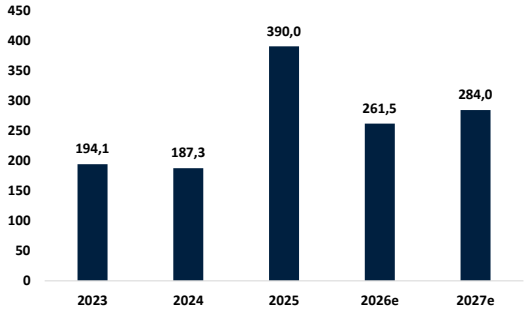
Deux modèles complémentaires. Focus Entertainment a recours, en fonction des projets, à deux modèles (éditeur / développeur et éditeur), permettant à la fois de sécuriser des IPs à fort potentiel tout en disposant de moyens financiers suffisants pour investir dans de nombreux projets en parallèle. L'internalisation des studios vient effacer le versement de royautés, offrant in fine un levier important sur les marges, tandis que la combinaison de ces modèles permet ainsi de minimiser le risque d'un échec commercial.

Des leviers identifiés. La génération de chiffre d'affaires tient au nombre de jeux commercialisés par Focus Entertainment et à leur succès commercial, un élément lié à la fois à la qualité intrinsèque du jeu mais aussi à la capacité de Focus à créer une attente forte des joueurs. Le levier opérationnel quant à lui provient à la fois de la capacité du Groupe à optimiser ses dépenses, piloter le développement du jeu et négocier des contrats intéressants avec les studios.

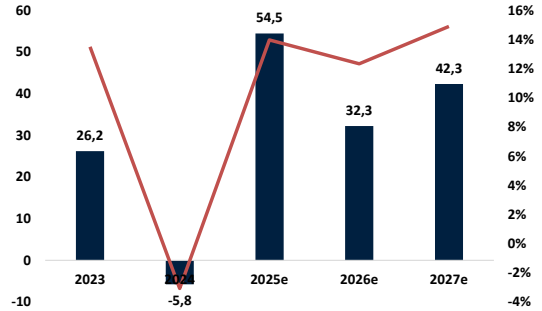
Multiples de valorisation des comparables

		VE / CA			VE / EBITDA			VE / EBIT			P/E		
Société	**Capitalisation**	**2025**	**2026**	**2027**	**2025**	**2026**	**2027**	**2025**	**2026**	**2027**	**2025**	**2026**	**2027**
Embracer Group AB Class B	2 152,7	0,9x	0,9x	0,8x	3,3x	2,8x	2,5x	7,1x	5,5x	4,9x	21,0x	ns	7,8x
Devolver Digital, Inc.	128,1	1,0x	0,9x	0,8x	11,9x	8,9x	7,4x	13,3x	9,6x	7,7x	ns	ns	23,5x
Frontier Developments Plc	135,1	0,9x	0,9x	1,1x	21,8x	14,9x	26,5x	18,1x	15,5x	77,2x	19,5x	ns	ns
Nacon SASU	68,6	1,0x	1,0x	0,9x	2,9x	2,5x	3,2x	16,0x	8,5x	8,0x	13,5x	11,1x	12,2x
Paradox Interactive AB	1 792,7	7,1x	6,5x	6,4x	11,2x	9,7x	9,7x	22,8x	16,9x	14,7x	36,5x	ns	18,3x
Ubisoft Entertainment SA	1 248,8	1,3x	1,1x	1,0x	3,5x	2,8x	2,8x	ns	12,8x	7,7x	ns	21,5x	17,1x
Digital Bros S.p.A.	202,0	2,0x	1,7x	1,6x	3,4x	4,4x	3,4x	6,3x	10,1x	8,8x	ns	ns	11,5x
Moyenne		***2,0x***	***1,9x***	***1,8x***	***8,3x***	***6,6x***	***7,9x***	***13,9x***	***11,3x***	***18,4x***	***22,6x***	***16,3x***	***15,1x***
Mediane		***1,0x***	***1,0x***	***1,0x***	***3,5x***	***4,4x***	***3,4x***	***14,7x***	***10,1x***	***8,0x***	***20,2x***	***16,3x***	***14,7x***

Evolution du chiffre d'affaires (M€)



Evolution du ROC et de la marge (M€, %)



PulluP Entertainment / *Jeux vidéo*

EuroLand Corporate

Compte de résultat (M€)	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e
Chiffre d'affaires	142,6	194,1	187,3	390,0	261,5	284,0
Excédent brut d'exploitation	42,1	60,3	59,8	122,8	97,6	116,2
Résultat opérationnel courant	**13,2**	**26,2**	**-5,8**	**54,5**	**32,3**	**42,3**
Résultat opérationnel	9,1	18,3	-17,6	37,8	27,3	37,3
Résultat financier	-1,7	-3,3	-6,1	-6,4	-5,7	-5,7
Impôts	-3,0	-4,5	7,0	-5,3	-6,5	-9,5
Mise en équivalence	0,0	0,0	-0,1	0,5	0,0	0,0
Part des minoritaires	0,1	2,9	0,7	0,8	0,5	0,8
Résultat net part du groupe	**3,0**	**7,3**	**-19,9**	**19,3**	**12,6**	**19,3**
Résultat net part du groupe corrigé	**7,0**	**15,3**	**-8,1**	**36,0**	**17,6**	**24,3**
Bilan (M€)	**2022**	**2023**	**2024**	**2025e**	**2026e**	**2027e**
Actifs non courants	151,9	192,0	264,5	260,5	261,6	255,2
dont goodwill	*68,7*	*71,8*	*99,5*	*84,2*	*79,2*	*74,2*
BFR	-1,6	-17,9	7,7	-7,3	-4,0	2,1
Disponibilités + VMP	**62,6**	**72,2**	**17,9**	**61,7**	**62,5**	**83,1**
Capitaux propres	135,3	146,0	128,4	166,5	171,7	191,8
Emprunts et dettes financières	66,1	83,1	156,0	142,5	142,5	142,5
Compléments de prix	10,5	16,3	4,1	4,0	4,0	4,0
Total Bilan	**251,0**	**307,1**	**350,5**	**403,1**	**392,5**	**413,9**
Tableau de flux (M€)	**2022**	**2023**	**2024**	**2025e**	**2026e**	**2027e**
Marge Brute d'autofinancement	37,1	54,1	64,4	131,2	90,5	106,2
Variation de BFR	-9,3	13,1	-18,3	15,4	-3,3	-6,1
Flux net de trésorerie généré par l'activité	**27,8**	**67,2**	**46,1**	**146,6**	**87,2**	**100,0**
Investissements opérationnels nets	-36,8	-65,5	-82,4	-96,9	-78,5	-79,5
FCF	**-9,0**	**1,7**	**-36,3**	**49,7**	**9**	**21**
Investissements financiers nets	-58,8	-5,5	-69,6	-2,3	0,0	0,0
Flux nets de trésorerie liés aux investissements	**-95,6**	**-71,1**	**-152,0**	**-99,2**	**-78,5**	**-79,5**
Augmentation de capital	68,8	0,0	0,0	22,9	0,0	0,0
Variation emprunts	50,0	14,2	52,1	-21,1	0,0	0,0
Dividendes versés	0,0	0,0	-0,5	-0,1	-7,9	0,0
Autres	-7,9	-0,9	-1,0	-5,2	0,0	0,0
Flux nets de trésorerie liés au financement	**110,9**	**13,4**	**50,6**	**-3,5**	**-7,9**	**0,0**
Variation de trésorerie	43,1	9,6	-54,3	44,0	0,8	20,5
Ratios (%)	**2022**	**2023**	**2024**	**2025e**	**2026e**	**2027e**
Variation chiffre d'affaires	**-16,6%**	**13,5%**	**-3,5%**	**108,2%**	**-32,9%**	**8,6%**
Marge EBE	29,6%	31,1%	31,9%	31,5%	37,3%	40,9%
Marge opérationnelle courante	**9,2%**	**13,5%**	**-3,1%**	**14,0%**	**12,3%**	**14,9%**
Marge opérationnelle	6,4%	9,4%	-9,4%	9,7%	10,4%	13,1%
Marge nette	2,1%	3,8%	-10,6%	4,9%	4,8%	6,8%
Investissements opérationnels nets/CA	25,8%	33,8%	44,0%	24,8%	30,0%	28,0%
BFR/CA	-1,1%	-9,2%	4,1%	-1,9%	-1,5%	0,7%
ROCE	6,6%	11,3%	-1,6%	16,1%	9,4%	12,3%
ROCE hors GW	12,1%	19,2%	-2,5%	24,2%	13,6%	17,3%
ROE	2,2%	5,2%	-16,4%	12,1%	7,6%	10,5%
Payout	0,0%	0,0%	0,0%	40,9%	0,0%	0,0%
Dividend yield	0,0%	0,0%	0,0%	6,0%	0,0%	0,0%
Ratios d'endettement	**2022**	**2023**	**2024**	**2025e**	**2026e**	**2027e**
Gearing (%)	**2,6%**	**7,5%**	**107,5%**	**48,5%**	**46,6%**	**31,0%**
Dette nette/EBE	0,3	0,5	2,4	0,7	0,9	0,5
EBE/charges financières	24,4	18,1	9,8	19,2	17,1	20,4
Valorisation	**2022**	**2023**	**2024**	**2025e**	**2026e**	**2027e**
Nombre d'actions (en millions)	6,5	6,5	8,6	8,6	8,6	8,6
Nombre d'actions moyen (en millions)	5,9	5,9	7,5	8,6	8,6	8,6
Cours (moyenne annuelle en euros)	52,0	48,0	30,3	16,7	19,8	19,8
(1) Capitalisation boursière moyenne	307,2	283,6	227,8	142,5	169,7	169,7
(2) Dette nette (+)/ trésorerie nette (-)	14,0	27,3	142,2	84,8	84,0	63,4
(3) Valeur des minoritaires	1,6	5,7	6,8	6,9	7,4	8,2
(4) Valeur des actifs financiers	1,2	1,2	1,5	4,5	3,8	3,2
Valeur d'entreprise = (1)+(2)+(3)-(4)	321,6	315,3	375,4	229,7	257,2	238,1
VE/CA	2,5	1,8	2,2	0,6	1,0	0,8
VE/EBE	8,4	5,7	6,8	1,9	2,7	2,1
VE/ROC	**26,8**	**13,1**	**ns**	**4,2**	**8,0**	**5,7**
P/E	113,1	42,6	ns	7,4	13,5	8,8
P/B	2,5	2,1	2,0	0,9	1,0	0,9
P/CF	11,1	4,2	4,9	1,0	1,9	1,7
FCF yield (%)	**-2,8%**	**0,5%**	**-9,7%**	**21,6%**	**3,4%**	**8,6%**
Données par action (€)	**2022**	**2023**	**2024**	**2025e**	**2026e**	**2027e**
Bnpa	**0,46**	**1,13**	**-2,33**	**2,26**	**1,47**	**2,26**
Bnpa corrigé et dilué	1,13	2,48	-0,98	2,44	2,22	3,08
Book value/action	20,9	22,5	15,0	19,5	20,1	22,4
Dividende /action	0,00	0,00	0,00	1,00	0,00	0,00

Renan KEROURIO - Analyste - 01 44 70 20 96 - rkerourio@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 04/09/2023
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	Oui	Non	Oui

"Disclaimer / Avertissement"

La présente étude a été préparée par EuroLand Corporate indépendamment de Pullup Entertainment (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 évènements 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 règlementation 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 règlementaires 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."

Euroland Corporate
17 avenue George V
75008 Paris
01 44 70 20 80