



Capitalisation	147,3	Ticker	ALPUL-FR	Jeux vidéo
Objectif de cours	33,1 € (vs 35,5 €)	Nb de titres (en millions)	8,55	Flash valeur
Cours au 09/12/2025	17,2 €	Volume moyen 12m (titres)	18 555	
Potentiel	92,2%	Extrêmes 12m (€)	7,67€/27,00€	10/12/2025

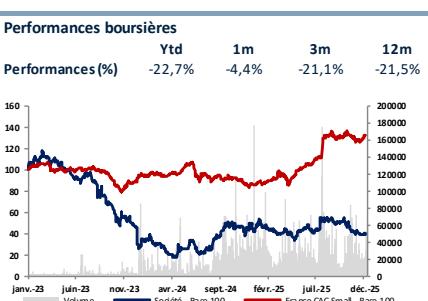
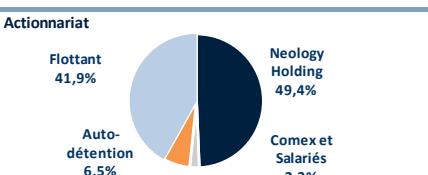
Un line up sérieux pour le S2

A retenir

- Chiffre d'affaires S1 de 132,6 M€ (vs 234,3 M€ au S1 2024/25)
- EBIT ajusté S1 de 14,2 M€ (vs 48,3 M€)
- Confirmation des objectifs 2025/26

Données financières (en M€) au 31/03	2024/25	2025/26e	2026/27e	2027/28e
CA	390,0	261,5	284,0	304,4
var %	108,2%	-32,9%	8,6%	7,2%
EBC	133,1	97,4	115,9	122,3
% CA	34,1%	37,3%	40,8%	40,2%
ROC	54,5	32,2	42,3	46,4
% CA	14,0%	12,3%	14,9%	15,2%
RN	19,3	7,9	14,8	17,5
% CA	5,0%	3,0%	5,2%	5,8%
Bnpa (€)	2,26	0,92	1,73	2,05
ROCE (%)	16,3%	9,4%	12,4%	13,7%
ROE (%)	12,1%	4,9%	8,5%	9,1%
Gearing (%)	42,1%	43,9%	31,7%	18,7%
DFN (def/société)	70,1	73,1	57,8	37,5
Dividende n (€)	1,0	0,0	0,0	0,0
Yield (%)	6,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Multiples de valorisation	2024/25	2025/26e	2026/27e	2027/28e
VE/CA (x)	0,6	0,9	0,8	0,6
VE/EBC (x)	1,6	2,3	1,8	1,6
VE/ROC (x)	4,0	7,0	5,0	4,2
P/E (x)	7,4	18,8	10,0	8,4



Publication des résultats S1 2025/26

Pullup Entertainment a publié des résultats semestriels en forte baisse par rapport à l'année précédente, comme attendu, le S1 2024/25 ayant été marqué par le lancement exceptionnel de *Warhammer 40,000: Space Marine 2*. Le chiffre d'affaires ressort à 132,6 M€, soit une baisse de -43% y/y. L'EBIT ajusté s'établit à 14,2 M€, contre 48,3 M€ un an plus tôt, une évolution directement liée à l'absence de sortie majeure comparable.

Malgré cette normalisation attendue, le groupe confirme ses objectifs pour l'exercice et réaffirme sa trajectoire de croissance rentable à moyen terme.

Une activité robuste au S1 malgré la base de comparaison

Après un exercice 2024/25 exceptionnel marqué par le lancement de *Warhammer 40,000 : Space Marine 2*, Pullup Entertainment a publié des résultats semestriels en forte baisse par rapport à l'année précédente comme attendu. Pour rappel, le chiffre d'affaires ressort à 132,6 M€, soit une baisse de -43% y/y.

Au S1, les revenus issus des lancements se sont établis à 35,1 M€, contre 164,1 M€ l'an passé, soit une baisse de -78,6% y/y. Les sorties d'*Abyssus*, *Drop Duchy*, *Ninja Gaiden: Ragebound* et *Roadcraft* ont bénéficié d'une réception favorable, mais sans commune mesure avec l'effet *Space Marine 2* qui avait porté le S1 2024/25.

Le back catalogue a atteint 93,7 M€, un niveau historique pour Pullup, en hausse de +44,4% y/y. Cette performance atteste de la montée en puissance des opérations Live, capables de prolonger significativement le cycle de vie des marques établies.

Une rentabilité en nette normalisation après un exercice exceptionnel

Malgré le fort repli du chiffre d'affaires, le groupe est parvenu à préserver un niveau de rentabilité robuste, avec une marge brute de 30,4%, contre 32,9% un an plus tôt (38,3% au S1 2022/23), soit un niveau conforme aux standards historiques du groupe mais inférieur à la



performance réalisée au S1 2022/23. Les dépenses marketing ont diminué de -19% y/y à 11,0 M€, tandis que les coûts de production ont progressé de +9% à 9,2 M€. L'EBIT ajusté ressort ainsi à 14,2 M€, soit une baisse de -71% par rapport à l'année précédente (et une marge de 10,7% vs 16,7% au S1 2022/23). Plus bas dans le P&L, l'impact du résultat financier, négatif à -4,0 M€, a conduit à un résultat net part du groupe de 2,1 M€, contre 22,1 M€ au premier semestre de l'exercice précédent.

Un endettement net toujours sous contrôle

Au 30 septembre 2025, la trésorerie brute a atteint 44,9 M€, contre 61,7 M€ à fin 2024/25. Le repli de 16,8 M€ observé est lié à la saisonnalité des investissements et au financement de la production interne. Le CFO suivant la définition groupe (qui intègre les CAPEX) est ressorti négatif à -8,1 M€ (vs -12,2 M€ au S1 2024/25), notamment grâce à une variation de BFR moins défavorable (-8,3 M€ vs -55,0 M€) ainsi que du contrôle strict des CAPEX sur le semestre (-36,3 M€ vs -45,3 M€). En somme, l'endettement net (qui inclut les actions autodétenues et qui exclut les crédits de production autoliquidatifs) ressort à 84,8 M€ (vs 82,9 M€ à fin 2024/25).

Montée en puissance de Dotemu et des IP internes

Édité par Dotemu, *Absolum*, sortie le 9 octobre et qui contribuera pour le T3, enregistre 93% d'avis positifs sur Steam et une note Metacritic de 86, tout en étant nommé aux Game Awards dans la catégorie Meilleur jeu indépendant. Le lancement de *Marvel Cosmic Invasion* (également édité par Dotemu), est lui aussi salué par la presse spécialisée avec une note Metacritic de 81 et 86% d'avis positif sur Steam.

Le groupe a aussi annoncé le renforcement de son contrôle sur CarPool Studio, dont il détient désormais 58,9% du capital suite à la conversion d'obligations, contre 35% auparavant. Carpool sera comptabilisé en intégration globale à partir du S2.

Perspectives, line-up et estimations

Dans un marché du jeu vidéo dont les perspectives se renforcent (selon l'étude de Newzoo), en particulier pour les productions AA et indie sur PC, Pullup réaffirme sa capacité à atteindre ses objectifs pour l'exercice 2025/26. Le groupe vise ainsi à dépasser la performance de référence de 2022/23, qui s'établissait à 194,1 M€ de chiffre d'affaires et 28,4 M€ d'EBITA, ambition soutenue par la progression remarquable du back-catalogue et par l'essor continu de Dotemu, dont le line-up devrait constituer un moteur essentiel de création de valeur sur la période.

Le line-up du S2 devrait être particulièrement étayé, avec plus de 5 jeux attendus sur la seconde partie de l'exercice. Pullup prévoit notamment *Memories in Orbit* et *John Carpenter's Toxic Commando*, tandis que Dotemu poursuit sa dynamique créative avec plusieurs titres originaux ou reposant sur des licences fortes, dont *Marvel Cosmic Invasion*, *Battlestar Galactica Scattered Hopes* ou encore *Starship Troopers Ultimate Bug War !. Absolum*, l'une de ses IP internes, confirme par ailleurs son potentiel avec un démarrage remarquable et une note Metacritic de 86.

Pour la fin d'exercice 2025/26 nous reconduisons nos estimations de CA et d'EBITA, soit un chiffre d'affaires de 261,5 M€ (-32,9% y/y, mais +34,7% par rapport à 2022/23) et un EBITA de 35,0 M€ (+37,8% vs 2022/23). Ces hypothèses impliquent un S2 à 128,9 M€ de chiffre d'affaires (vs 155,7 M€, soit -17,2% y/y) et un EBITA de 20,8 M€, correspondant à une marge de 16,1%. Cette trajectoire apparaît réaliste au regard de la vigueur du back-catalogue au premier semestre et de l'intensité du line-up attendu d'ici la fin de l'exercice. Néanmoins, nous avons abaissé nos estimations de RNPG et attendons désormais 7,8 M€ (contre 11,2 M€ précédemment), soit une



marge nette de 3,6% pour la fin d'exercice 2025/26. Cette hypothèse implique un RNpg de 5,7 M€ au S2.

À la suite de nos échanges avec le management, nous ajustons par ailleurs notre trajectoire d'investissement. La direction anticipe désormais une fin d'année en-deçà de 85 M€ de CAPEX (guidance de 70–100 M€ sur les trois prochaines années). Nous retenons ainsi un niveau révisé de 83,7 M€, soit environ 32% du chiffre d'affaires de 2025/26. Dans ce contexte, nous estimons que le groupe sera en mesure de générer un FCF de 4,7 M€ sur l'exercice, pour une dette nette attendue à 87,3 M€ au terme de 2025/26.

Recommandation

Suite à ce communiqué et à la mise à jour de nos comparables, nous maintenons notre recommandation à Achat et abaissons cependant notre objectif de cours de 33,1€ (vs 35,5€ précédemment) sur le titre, objectif qui fait ressortir un potentiel de hausse de +92,2%.



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 chaîne de valeur, d'intégrer des IPs de premier plan et à fort potentiel, de sécuriser ses développements futurs et d'intégrer de nouvelles compétences.

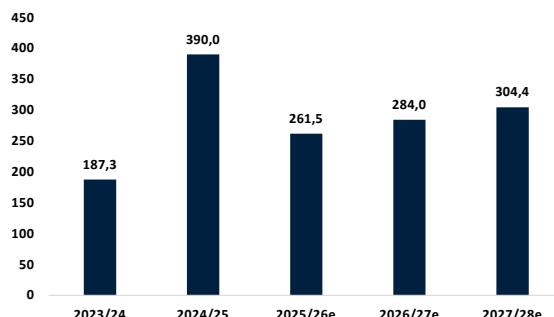
Deux modèles complémentaires. Focus Entertainment a recours, en fonction des projets, à deux modèles (éditeur / développeur et éditeur), permettant à la fois de sécuriser des IPs à fort potentiel tout en disposant de moyens financiers suffisants pour investir dans de nombreux projets en parallèle. L'internalisation des studios vient effacer le versement de royaumes, 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.

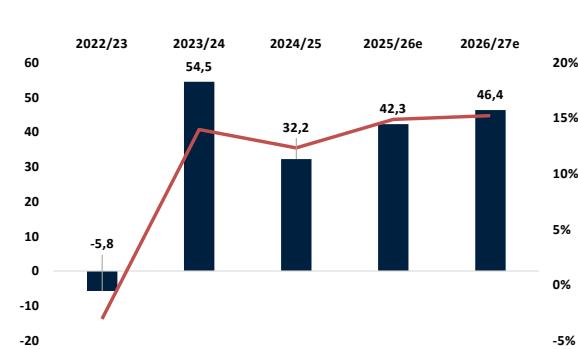
Multiples de valorisation des comparables

Société	Capitalisation	VE / CA			VE / EBITDA			VE / EBIT			P/E		
		2024/25	2025/26	2026/27	2024/25	2025/26	2026/27	2024/25	2025/26	2026/27	2024/25	2025/26	2026/27
Embracer Group AB Class B	1 231,4	0,6x	0,5x	0,5x	2,3x	1,7x	1,5x	9,9x	4,5x	3,8x	-57,1x	ns	5,7x
Devolver Digital, Inc.	132,9	1,1x	1,0x	0,9x	15,2x	10,9x	9,3x	20,5x	12,2x	10,3x	ns	ns	41,1x
Frontier Developments Plc	219,8	1,7x	1,7x	1,6x	22,4x	18,7x	16,5x	19,0x	18,0x	15,6x	23,9x	ns	ns
Nacon SASU	62,2	1,0x	0,9x	0,9x	2,7x	2,4x	2,3x	15,6x	8,8x	7,4x	8,2x	8,9x	14,8x
Paradox Interactive AB	1 580,3	6,9x	6,3x	6,0x	11,2x	9,5x	9,1x	26,4x	17,9x	14,3x	37,3x	ns	17,7x
Ubisoft Entertainment SA	814,5	1,0x	0,9x	0,8x	2,9x	2,3x	2,2x	ns	13,3x	6,0x	ns	85,6x	16,5x
Digital Bros S.p.A.	196,0	2,3x	1,5x	1,5x	6,4x	3,7x	3,3x	-18,5x	9,4x	7,4x	ns	ns	10,9x
Moyenne		2,1x	1,8x	1,8x	9,0x	7,0x	6,3x	12,2x	12,0x	9,3x	3,1x	47,3x	17,8x
Mediane		1,1x	1,0x	0,9x	6,4x	3,7x	3,3x	17,3x	12,2x	7,4x	16,0x	47,3x	15,7x

Evolution du chiffre d'affaires (M€)



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



Compte de résultat (M€)	2022/23	2023/24	2024/25	2025/26e	2026/27e	2027/28e
Chiffre d'affaires	194,1	187,3	390,0	261,5	284,0	304,4
Excédent brut d'exploitation	60,3	59,8	133,1	97,4	115,9	122,3
Résultat opérationnel courant	26,2	-5,8	54,5	32,2	42,3	46,4
Résultat opérationnel	18,3	-17,6	37,8	20,2	30,3	34,4
Résultat financier	-3,3	-6,1	-6,4	-5,7	-5,5	-5,5
Impôts	-4,5	7,0	-5,4	-4,4	-7,5	-8,7
Mise en équivalence	0,0	-0,1	0,5	0,0	0,0	0,0
Part des minoritaires	2,9	0,7	0,8	0,3	0,6	0,7
Résultat net part du groupe	7,3	-19,9	19,3	7,9	14,8	17,5
Résultat net part du groupe corrigé	15,3	-8,1	36,0	14,9	21,8	24,5
Bilan (M€)	2022/23	2023/24	2024/25	2025/26e	2026/27e	2027/28e
Actifs non courants	192,0	264,5	260,5	262,5	256,3	254,1
dont goodwill	71,8	99,5	84,2	80,4	75,4	70,4
BFR	-17,9	7,7	-9,3	-6,6	-0,7	-0,7
Disponibilités + VMP	72,2	17,9	61,7	51,3	66,7	87,0
Capitaux propres	146,0	128,4	166,5	166,7	182,1	200,4
Emprunts et dettes financières	83,1	156,0	142,5	136,5	136,5	136,5
Compléments de prix	16,3	4,1	2,1	2,1	2,1	2,1
Total Bilan	307,1	350,5	403,1	382,1	399,1	422,8
Tableau de flux (M€)	2022/23	2023/24	2024/25	2025/26e	2026/27e	2027/28e
Marge Brute d'autofinancement	54,1	64,4	131,6	91,1	106,5	111,6
Variation de BFR	13,1	-18,3	15,4	-2,7	-5,9	0,0
Flux net de trésorerie généré par l'activité	67,2	46,1	147,0	88,4	100,6	111,6
Investissements opérationnels nets	-65,5	-82,4	-96,9	-83,7	-85,2	-91,3
FCF	1,7	-36,3	50,1	4,7	15,4	20,3
Investissements financiers nets	-5,5	-69,6	-2,3	-1,2	0,0	0,0
Flux nets de trésorerie liés aux investissements	-71,1	-152,0	-99,2	-84,9	-85,2	-91,3
Augmentation de capital	0,0	0,0	22,9	0,0	0,0	0,0
Variation emprunts	14,2	52,1	-21,1	-6,0	0,0	0,0
Dividendes versés	0,0	-0,5	-0,1	-7,9	0,0	0,0
Autres	-0,9	-1,0	-5,2	0,0	0,0	0,0
Flux nets de trésorerie liés au financement	13,4	50,6	-3,6	-13,9	0,0	0,0
Variation de trésorerie	9,6	-54,3	44,3	-10,4	15,4	20,3
Ratios (%)	2022/23	2023/24	2024/25	2025/26e	2026/27e	2027/28e
Variation chiffre d'affaires	13,5%	-3,5%	108,2%	-32,9%	8,6%	7,2%
Marge EBE	31,1%	31,9%	34,1%	37,3%	40,8%	40,2%
Marge opérationnelle courante	13,5%	-3,1%	14,0%	12,3%	14,9%	15,2%
Marge opérationnelle	9,4%	-9,4%	9,7%	7,7%	10,7%	11,3%
Marge nette	3,8%	-10,6%	5,0%	3,0%	5,2%	5,8%
Investissements opérationnels nets/CA	33,8%	44,0%	24,8%	32,0%	30,0%	30,0%
BFR/CA	-9,2%	4,1%	-2,4%	-2,5%	-0,2%	-0,2%
ROCE	11,3%	-1,6%	16,3%	9,4%	12,4%	13,7%
ROCE hors GW	19,2%	-2,5%	24,5%	13,8%	17,6%	19,0%
ROE	5,2%	-16,4%	12,1%	4,9%	8,5%	9,1%
Payout	0,0%	0,0%	40,9%	0,0%	0,0%	0,0%
Dividend yield	0,0%	0,0%	6,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Ratios d'endettement	2022/23	2023/24	2024/25	2025/26e	2026/27e	2027/28e
Gearing (%)	18,7%	103,3%	42,1%	43,9%	31,7%	18,7%
Dette nette/EBE	0,5	2,2	0,5	0,8	0,5	0,3
EBE/charges financières	18,1	9,8	20,9	17,1	21,2	22,4
Valorisation	2022/23	2023/24	2024/25	2025/26e	2026/27e	2027/28e
Nombre d'actions (en millions)	6,5	8,6	8,6	8,6	8,6	8,6
Nombre d'actions moyen (en millions)	5,9	7,5	8,6	8,6	8,6	8,6
Cours (moyenne annuelle en euros)	48,0	30,3	16,7	17,2	17,2	17,2
(1) Capitalisation boursière moyenne	283,6	227,8	142,5	147,3	147,3	147,3
(2) Dette nette (+)/ trésorerie nette (-) - définition société	27,3	132,6	70,1	73,1	57,8	37,5
(3) Valeur des minoritaires	5,7	6,8	6,9	7,2	7,8	8,5
(4) Valeur des actifs financiers	1,2	1,5	3,9	2,7	1,5	0,3
Valeur d'entreprise = (1)+(2)+(3)-(4)	315,3	365,8	215,5	224,9	211,3	192,9
VE/CA	1,8	2,1	0,6	0,9	0,8	0,6
VE/EBE	5,7	6,7	1,6	2,3	1,8	1,6
VE/ROC	13,1	ns	4,0	7,0	5,0	4,2
P/E	42,6	ns	7,4	18,8	10,0	8,4
P/B	2,1	2,0	0,9	0,9	0,8	0,7
P/CF	4,2	4,9	1,0	1,7	1,5	1,3
FCF yield (%)	0,5%	-9,9%	23,2%	2,1%	7,3%	10,5%
Données par action (€)	2022/23	2023/24	2024/25	2025/26e	2026/27e	2027/28e
Bnpa	1,13	-2,33	2,26	0,92	1,73	2,05
Bnpa corrigé et dilué	2,48	-0,98	2,45	1,88	2,76	3,11
Book value/action	22,5	15,0	19,5	19,5	21,3	23,4
Dividende /action	0,00	0,00	1,00	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 :

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	Détenzione 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 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 Habilées »). Ce document s'adresse uniquement aux Personnes Habilées 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."

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

