

Capitalisation	75,7	Ticker	ALPUL-FR	Jeux vidéo
Objectif de cours	19,8€ (vs 33,1€)	Nb de titres (en millions)	8,55	Flash valeur
Cours au 30/04/2026	8,9 €	Volume moyen 12m (titres)	18 555	07/05/2026
Potentiel	109,0%	Extrêmes 12m (€)	7,67€/27,00€	

Guidance annuelle abaissée

A retenir

- CA 2024/25 de 281,4 M€ (-27,8% y/y)
- Lancements en deçà des attentes au T4
- OC révisé à 19,8€ (vs 33,1€ précédemment)

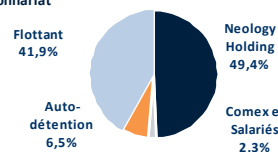
Données financières (en M€)

au 31/03	2024/25	2025/26e	2026/27e	2027/28e
CA	390,0	281,4	268,1	282,5
var %	108,2%	-27,8%	-4,7%	5,4%
EBE	133,1	81,1	93,0	101,7
% CA	34,1%	28,8%	34,7%	36,0%
ROC	54,5	15,9	19,4	25,8
% CA	14,0%	5,6%	7,2%	9,1%
RN	19,3	-5,1	-0,6	3,7
% CA	5,0%	-1,8%	-0,2%	1,3%
Bnpa (€)	2,26	-0,59	-0,07	0,43
ROCE (%)	16,3%	4,8%	5,7%	7,9%
ROE (%)	12,1%	-3,5%	-0,4%	2,5%
Gearing (%)	42,1%	49,3%	54,2%	45,7%
DFN (defsociété)	70,1	75,5	82,7	71,6
Dividende n (€)	1,0	0,0	0,0	0,0
Yield (%)	6,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Multiples de valorisation

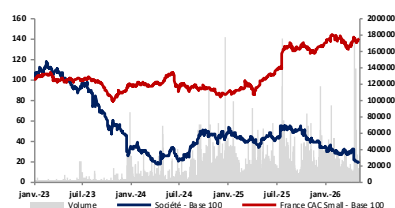
	2024/25	2025/26e	2026/27e	2027/28e
VE/CA (x)	0,6	0,6	0,6	0,6
VE/EBE (x)	1,6	1,9	1,8	1,5
VE/ROC (x)	4,0	9,9	8,5	6,0
P/E (x)	7,4	ns	ns	20,4

Actionnariat



Performances boursières

	Ytd	1m	3m	12m
Performances (%)	-45,5%	-33,9%	-32,1%	-49,7%



Publication du chiffre d'affaires T4

Pullup Entertainment a publié un quatrième trimestre 2025/26 contrasté, marqué par une très forte performance du back-catalogue mais également par des lancements globalement en deçà des attentes commerciales du groupe. Le chiffre d'affaires trimestriel ressort à 84,0 M€, en hausse de +53,3% y/y, porté par l'accélération des revenus récurrents. Sur l'ensemble de l'exercice 2025/26, le chiffre d'affaires atteint 281,4 M€, en recul de -27,8% y/y après l'effet exceptionnel lié au lancement de *Warhammer 40,000: Space Marine 2* en 2024/25, mais en progression de +45,0% par rapport au précédent record historique de 2022/23 (194,1 M€) et supérieur à nos attentes (261,5 M€ estimations Euroland).

Le groupe confirme ainsi la transformation progressive de son profil économique, avec une contribution croissante des revenus récurrents et un portefeuille de franchises désormais significativement plus robuste qu'auparavant. Néanmoins, la performance commerciale inférieure aux attentes de plusieurs sorties du T4 conduit Pullup à ajuster sa guidance de rentabilité pour l'exercice.

Nouvelle démonstration du back-catalogue

Le back-catalogue affiche une performance particulièrement solide avec 52,1 M€ de revenus au T4, en croissance de +87,2% y/y. Sur l'ensemble de l'exercice, il atteint 189,0 M€, soit une hausse de +52,9% y/y et près de trois fois le niveau enregistré en 2022/23. Cette dynamique reflète principalement : 1/ la poursuite du succès de *Warhammer 40,000: Space Marine 2* et de son activité live, 2/ la très bonne tenue d'*Absolum*, désormais au-dessus de 500 000 copies vendues, et 3/ la contribution continue de *Roadcraft*, qui dépasse 1 million d'unités vendues, ainsi que la résilience des franchises historiques du groupe.

Le back-catalogue représente désormais près de 67% du chiffre d'affaires annuel du groupe, contre seulement 34% en 2022/23.



Le segment Lancements ressort à 27,0 M€ sur le trimestre (+7,2% y/y). Si plusieurs titres ont bénéficié d'un bon accueil critique et communautaire, notamment *John Carpenter's Toxic Commando*, *Memories in Orbit* ou *Starship Troopers: Ultimate Bug War!*, leurs performances commerciales sont restées inférieures aux attentes internes, dans un contexte de forte intensité concurrentielle sur le marché au mois de mars.

Perspectives, line-up et estimations

Le groupe indique renforcer sa discipline d'investissement et poursuivre une approche plus sélective dans l'allocation de ses ressources de développement. Cette stratégie s'accompagne d'une revue complète du portefeuille de projets afin de privilégier visibilité, génération de trésorerie et rentabilité à moyen terme.

Dans ce contexte, Pullup révisé sa guidance de rentabilité et anticipe désormais un EBIT ajusté compris entre 10 M€ et 15 M€ sur l'exercice 2025/26, contre une trajectoire précédemment plus ambitieuse. La dette nette est attendue entre 85 M€ et 90 M€ au 31 mars 2026 (non audité).

Suite à cette publication, nous révisons à la baisse l'ensemble de nos estimations. Pour 2025/26, nous attendons désormais un ROC de 15,9 M€ (vs 32,2 M€ précédemment) ainsi qu'un RNpG de -5,1 M€. Nous estimons un FCF positif de 2,4 M€ pour une dette nette de 89,6 M€ attendue à fin mars 2026.

Notre valorisation DCF ressort à 31,2 € par action, tandis que l'approche par comparables boursiers conduit à une valorisation d'environ 17,8€ par action.

Enfin, à partir des dernières transactions observées, notamment l'acquisition de Dotemu sur une base d'environ 10x l'EBIT, l'application de ce multiple à un EBIT normatif estimé à 20 M€ fait ressortir une valorisation proche de 10,5€ par action.

En pondérant également ces trois approches, nous obtenons un objectif de cours de 19,8€ par action.

Recommandation

Suite à ce communiqué, à la révision de nos estimations et à la mise à jour des comparables, nous abaissons fortement notre objectif de cours à 19,8€ (vs 33,1€ précédemment) sur le titre. Toutefois, nous maintenons notre recommandation à Achat, avec un Upside de +109%.



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.

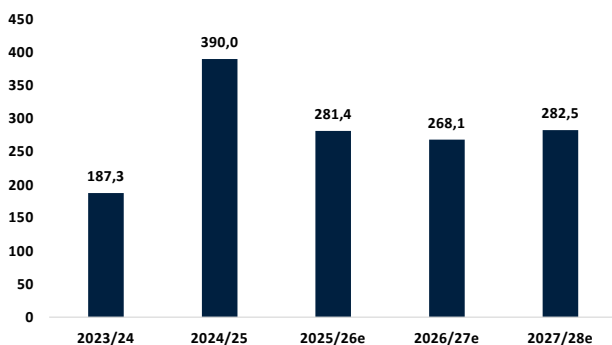
Deux modèles complémentaires. Focus Entertainment a recours, en fonction des projets, à deux modèles (éditeur / développeur et éditeur), permettant à la fois de sécuriser des IPs à fort potentiel tout en disposant de moyens financiers suffisants pour investir dans de nombreux projets en parallèle. L'internalisation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

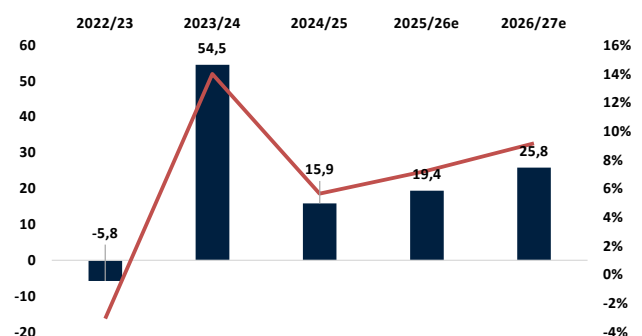
Multiples de valorisation des comparables

Société	Capitalisation	VE / CA			VE / EBITDA			VE / EBIT			P/E		
		2025/26	2026/27	2027/28	2025/26	2026/27	2027/28	2025/26	2026/27	2027/28	2025/26	2026/27	2027/28
Embracer Group AB Class B	1 283,8	0,6x	0,5x	0,5x	2,1x	1,8x	2,0x	5,7x	4,6x	5,2x	17,5x	11,0x	10,4x
Devolver Digital, Inc.	118,3	0,9x	0,8x	0,8x	9,1x	7,2x	6,2x	10,6x	8,4x	7,4x	45,4x	27,0x	20,8x
Frontier Developments Plc	130,7	0,7x	0,8x	ns	ns	ns	ns	5,3x	8,8x	ns	9,0x	12,7x	ns
Nacon SASU	25,3	0,9x	0,8x	ns	2,3x	2,2x	ns	11,4x	8,1x	ns	3,0x	2,0x	ns
Paradox Interactive AB	1 311,4	6,0x	5,6x	5,3x	9,4x	8,7x	8,2x	16,6x	14,5x	13,2x	22,7x	20,0x	18,2x
UBISOFT Entertainment	663,6	0,8x	0,8x	0,7x	4,0x	2,8x	1,5x	13,7x	13,0x	5,3x	ns	ns	21,1x
Digital Bros S.p.A.	142,7	1,5x	1,4x	1,5x	3,6x	3,3x	3,5x	13,0x	6,6x	6,7x	ns	25,7x	18,5x
Moyenne		1,6x	1,5x	1,7x	5,1x	4,3x	4,3x	10,9x	9,1x	7,6x	19,5x	16,4x	17,8x
Mediane		0,9x	0,8x	0,8x	3,8x	3,1x	3,5x	11,4x	8,4x	6,7x	17,5x	16,3x	18,5x

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	281,4	268,1	282,5
Excédent brut d'exploitation	60,3	59,8	133,1	81,1	93,0	101,7
Résultat opérationnel courant	26,2	-5,8	54,5	15,9	19,4	25,8
Résultat opérationnel	18,3	-17,6	37,8	3,9	7,4	13,8
Résultat financier	-3,3	-6,1	-6,4	-8,5	-5,5	-5,5
Impôts	-4,5	7,0	-5,4	-1,4	0,6	2,5
Mise en équivalence	0,0	-0,1	0,5	0,0	0,0	0,0
Part des minoritaires	2,9	0,7	0,8	-0,2	0,0	0,1
Résultat net part du groupe	7,3	-19,9	19,3	-5,1	-0,6	3,7
Résultat net part du groupe corrigé	15,3	-8,1	36,0	1,9	6,4	10,7
Bilan (M€)	2022/23	2023/24	2024/25	2025/26e	2026/27e	2027/28e
Actifs non courants	192,0	264,5	260,5	258,8	247,9	239,0
dont goodwill	71,8	99,5	84,2	80,4	75,4	70,4
BFR	-17,9	7,7	-9,3	-11,2	6,1	7,4
Disponibilités + VMP	72,2	17,9	61,7	48,9	41,7	52,9
Capitaux propres	146,0	128,4	166,5	153,3	152,6	156,5
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	369,6	365,0	371,8
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	80,5	90,5	97,2
Variation de BFR	13,1	-18,3	15,4	1,9	-17,3	-1,3
Flux net de trésorerie généré par l'activité	67,2	46,1	147,0	82,4	73,2	95,9
Investissements opérationnels nets	-65,5	-82,4	-96,9	-80,0	-80,4	-84,8
FCF	1,7	-36,3	50,1	2,4	-7,2	11,2
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	-81,2	-80,4	-84,8
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	-12,7	-7,2	11,2
Ratios (%)	2022/23	2023/24	2024/25	2025/26e	2026/27e	2027/28e
Variation chiffre d'affaires	13,5%	-3,5%	108,2%	-27,8%	-4,7%	5,4%
Marge EBE	31,1%	31,9%	34,1%	28,8%	34,7%	36,0%
Marge opérationnelle courante	13,5%	-3,1%	14,0%	5,6%	7,2%	9,1%
Marge opérationnelle	9,4%	-9,4%	9,7%	1,4%	2,8%	4,9%
Marge nette	3,8%	-10,6%	5,0%	-1,8%	-0,2%	1,3%
Investissements opérationnels nets/CA	33,8%	44,0%	24,8%	28,4%	30,0%	30,0%
BFR/CA	-9,2%	4,1%	-2,4%	-4,0%	2,3%	2,6%
ROCE	11,3%	-1,6%	16,3%	4,8%	5,7%	7,9%
ROCE hors GW	19,2%	-2,5%	24,5%	7,1%	8,1%	11,0%
ROE	5,2%	-16,4%	12,1%	-3,5%	-0,4%	2,5%
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%	49,3%	54,2%	45,7%
Dettes nettes/EBE	0,5	2,2	0,5	0,9	0,9	0,7
EBE/charges financières	18,1	9,8	20,9	9,5	17,0	18,6
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	8,9	8,9	8,9
(1) Capitalisation boursière moyenne	283,6	227,8	142,5	75,7	75,7	75,7
(2) Dette nette (+)/ trésorerie nette (-) - définition société	27,3	132,6	70,1	75,5	82,7	71,6
(3) Valeur des minoritaires	5,7	6,8	6,9	6,7	6,6	6,8
(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	155,1	163,5	153,7
VE/CA	1,8	2,1	0,6	0,6	0,6	0,6
VE/EBE	5,7	6,7	1,6	1,9	1,8	1,5
VE/ROC	13,1	ns	4,0	9,9	8,5	6,0
P/E	42,6	ns	7,4	ns	ns	20,4
P/B	2,1	2,0	0,9	0,5	0,5	0,5
P/CF	4,2	4,9	1,0	0,9	1,0	0,8
FCF yield (%)	0,5%	-9,9%	23,2%	1,5%	-4,4%	7,3%
Données par action (€)	2022/23	2023/24	2024/25	2025/26e	2026/27e	2027/28e
Bnpa	1,13	-2,33	2,26	-0,59	-0,07	0,43
Bnpa corrigé et dilué	2,48	-0,98	2,45	0,24	0,81	1,35
Book value/action	22,5	15,0	19,5	17,9	17,9	18,3
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	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 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."

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

