

Capitalisation	26,2	Ticker	ALNTG-FR	Divertissement
Objectif de cours	1,50 €	Nb de titres (en millions)	34,89	Flash
Cours au 26/03/2026	0,75 €	Volume moyen 12m (titres)	25 632	27/03/2026
Potentiel	100,0%	Extrêmes 12m (€)	0,61€/1,04€	

2026 : une année importante

A retenir

- Activité en retrait avec un chiffre d'affaires de 31,7M€ (-6%)
- Résultat net préservé à 1,5M€ (vs 2M€ en 2024)
- Visibilité renforcée grâce à la montée en puissance de Pleio en 2026

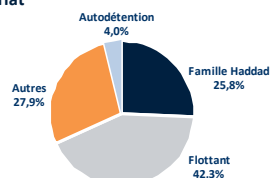
Données financières (en M€)

au 31/12	2025	2026e	2027e	2028e
CA	31,7	32,8	35,3	37,9
var %	-6,1%	3,3%	7,8%	7,5%
EBE	5,9	5,2	8,1	8,7
% CA	18,6%	15,9%	22,9%	22,9%
ROC	1,9	3,8	7,1	7,7
% CA	6,0%	11,6%	20,0%	20,2%
RN	1,5	3,1	5,7	6,2
% CA	4,8%	9,5%	16,2%	16,4%
Bnpa (€)	0,04	0,09	0,16	0,18
ROCE (%)	7,2%	15,1%	27,4%	28,0%
ROE (%)	6,1%	11,9%	19,8%	21,2%
Gearing (%)	-20,9%	-28,2%	-33,2%	-30,5%
Dette nette	-5,7	-7,9	-10,1	-9,5
Dividende n (€)	0,1	0,1	0,2	0,2
Yield (%)	6,7%	11,5%	21,5%	23,3%

Multiples de valorisation

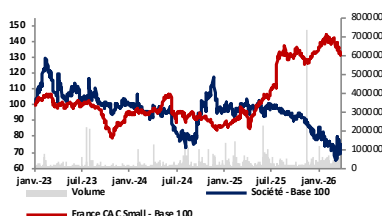
	2025	2026e	2027e	2028e
VE/CA (x)	0,6	0,6	0,5	0,4
VE/EBE (x)	3,5	3,5	2,0	1,9
VE/ROC (x)	10,8	4,8	2,3	2,2
P/E (x)	17,2	8,4	4,6	4,2

Actionariat



Performances boursières

Performances (%)	Ytd	1m	3m	12m
	-12,2%	2,2%	-4,4%	-24,6%



Publication des résultats annuels 2025

Netgem a publié ses résultats annuels 2025, faisant suite à la communication préalable du chiffre d'affaires déjà annoncé à 31,7M€, en baisse de 6% sur un an. L'Ebitda ressort à 5,9M€ contre 8,4M€ en 2024. Le ROC atteint 1,9M€ après 2,1M€ l'an dernier. Le résultat net s'établit à 1,5M€ contre 2,0M€ en 2024.

Opex maîtrisés et allègement des amortissements soutiennent le ROC

Sur l'exercice, le groupe met en avant les actions de rationalisation engagées après l'intégration des équipes de Gamestream, ce qui a permis de contenir la hausse des opex. Dans l'ensemble, ils progressent toutefois de 11% dans un contexte de contraction de l'activité. L'Ebitda recule ainsi d'environ 30%, un mouvement lié à la hausse des coûts, à la baisse de l'activité et au recul de la marge brute.

Plus bas dans le compte de résultat, la dynamique apparaît plus constructive. Le ROC ne recule que marginalement, soutenu par une normalisation des amortissements après un niveau élevé les précédentes années liées aux acquisitions et aux investissements box réalisés pour le compte de clients.

Le résultat net demeure positif et relativement résilient malgré la contraction de l'Ebitda, illustrant une structure financière maîtrisée même si la baisse reste visible.

Le cash-flow opérationnel ressort à 2,6M€, en retrait par rapport aux 7M€ de l'exercice précédent, pénalisé par un effet de BFR négatif de 2,9M€ lié à des encaissements anticipés en 2024. Les investissements s'établissent à 1,7M€ contre 4,6M€ un an plus tôt, confirmant la transition vers un modèle moins gourmand en capital, notamment sur la composante box. Le FCF ressort ainsi à 1 M€, soit un taux de conversion de l'EBITDA de 17%. Ce niveau contribue à conforter une trésorerie nette largement positive, à 5,6 M€ en fin d'exercice.



2026 : une année importante

La trajectoire de Netgem repose sur plusieurs blocs opérationnels dont la contribution devrait évoluer sensiblement en 2026. Pleio, la plateforme gaming et streaming distribuée auprès d'opérateurs au Royaume-Uni puis en France via Bouygues et Vialis, s'impose désormais comme un véritable moteur. Sa part dans le chiffre d'affaires récurrent devrait approcher 20% en 2026, avec un potentiel d'expansion supplémentaire dans le mix récurrent à moyen terme. Cette montée en puissance constitue un contrepoids essentiel à l'érosion attendue du partenaire finlandais Elisa, où le churn des abonnés, devrait continuer de peser sur les revenus récurrents.

Sur les bassins historiques France et Royaume-Uni, la croissance devrait rester neutre, portée par une base clients solide. À cela s'ajoute un relais optionnel intéressant avec les offres IA lancées il y a un peu plus d'un an. Ces services, aujourd'hui non récurrents et facturés à la minute (sous-titres, doublage) ont vocation à s'intégrer progressivement dans un modèle récurrent. Le reste du non récurrent devrait se stabiliser.

La dynamique topline 2026 apparaît ainsi équilibrée, avec une décroissance finlandaise largement anticipée et des relais de croissance identifiés sur Pleio et l'IA, susceptibles de créer des surprises positives. Sur les marges, nous n'anticipons pas d'amélioration en 2026. Plutôt, une légère érosion sur la marge brute comme sur l'EBE, liée au recul du contrat finlandais, historiquement bien margé. Cela dit, l'impact devrait rester contenu grâce à la montée en puissance des nouvelles activités, dont la rentabilité demeure solide.

Un profil plus capital light et une valorisation toujours attractive

Les amortissements devraient continuer de refluer de manière marquée, les capex box étant en baisse même s'ils demeurent une composante importante de l'investissement. Nous estimons un niveau normatif d'amortissement se situant entre 1,0M€ et 1,5M€. Netgem conserve par ailleurs une position de cash solide permettant la distribution d'un dividende offrant un rendement proche de 7%, un niveau attractif. Sur les multiples 2026, la valorisation reste attractive, avec un EV/EBITDA 2026e de 3,4x, nettement inférieur à celui du panel de comparables (9,2x).

Nous ajustons nos prévisions de chiffre d'affaires à la hausse pour intégrer la montée en puissance de Pleio en 2026, à 32,8M€ contre 31,7M€ précédemment. Nous modélisons désormais un Ebitda de 5,2M€ contre 7,3M€ auparavant, ainsi qu'un résultat net de 3,1M€ contre 3,9M€ dans notre précédente estimation.

Recommandation

Suite à cette publication et à la révision de nos estimations, nous réitérons notre recommandation à Achat et notre OC de 1,5€ sur le titre



Compte de résultat (K€)	2021	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e
Chiffre d'affaires	28 318	36 291	35 583	33 774	31 700	32 758	35 303	37 942
Excédent brut d'exploitation	-3 678	6 714	7 837	8 378	5 900	5 197	8 072	8 675
Résultat opérationnel courant	-4 418	-2 122	437	2 078	1 900	3 797	7 072	7 676
Résultat opérationnel	-3 693	-2 248	331	2 355	2 000	3 903	7 166	7 820
Résultat financier	-88	-71	-64	-340	-100	-22	-22	-20
Impôts	481	1 004	423	-61	-380	-776	-1 429	-1 559
Mise en équivalence	0	0	0	0	0	0	0	0
Part des minoritaires	1 989	1 423	-149	0	0	0	0	0
Résultat net part du groupe	-1 311	108	541	1 954	1 520	3 105	5 715	6 241
Bilan (K€)	2021	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e
Actifs non courants	27 111	23 270	24 036	21 657	19 257	19 822	20 941	22 218
dont goodwill	12 008	10 446	11 704	11 704	11 704	11 704	11 704	11 704
BFR	-4 837	-5 238	-3 320	-2 499	400	-1 000	-1 608	-1 674
Disponibilités + VMP	6 442	6 161	6 598	7 011	5 818	8 013	10 220	9 628
Capitaux propres	25 880	23 802	25 052	24 961	24 737	26 097	28 814	29 435
Emprunts et dettes financières	2 430	2 858	2 019	1 001	651	651	651	651
Total Bilan	43 845	47 099	43 200	38 211	34 390	37 658	41 747	43 224
Tableau de flux (K€)	2021	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e
Marge brute d'autofinancement	5 557	7 322	8 556	8 451	5 600	4 505	6 715	7 240
Variation de BFR	887	-261	-2 730	-566	-2 899	1 400	608	65
Flux nets de trésorerie généré par l'activité	6 444	7 061	5 826	7 885	2 701	5 905	7 324	7 305
CAPEX nets	-6 419	-6 275	-1 743	-4 420	-1 700	-1 965	-2 118	-2 277
FCF	25	786	4 083	3 465	1 001	3 939	5 205	5 029
Augmentation de capital	0	0	4937	0	0	0	0	0
Variation emprunts	-3 404	-242	-1 116	-992	-350	0	0	0
Dividendes versés	0	-877	-1 464	-1 675	-1 744	-1 744	-2 998	-5 621
Flux nets de trésorerie liés au financement	-3 398	-1 296	2 528	-2 659	-2 094	-1 744	-2 998	-5 621
Variation de trésorerie	-3 755	-282	436	416	-1 193	2 195	2 207	-592
Ratios (%)	2021	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e
Variation chiffre d'affaires	-6,5%	28,2%	-2,0%	-5,1%	-6,1%	3,3%	7,8%	7,5%
Marge EBE	-13,0%	18,5%	22,0%	24,8%	18,6%	15,9%	22,9%	22,9%
Marge opérationnelle courante	-15,6%	-5,8%	1,2%	6,2%	6,0%	11,6%	20,0%	20,2%
Marge opérationnelle	-13,0%	-6,2%	0,9%	7,0%	6,3%	11,9%	20,3%	20,6%
Marge nette	-4,6%	0,3%	1,5%	5,8%	4,8%	9,5%	16,2%	16,4%
CAPEX (% CA)	22,7%	17,3%	4,9%	13,1%	5,4%	6,0%	6,0%	6,0%
BFR (% CA)	-17,1%	-14,4%	-9,3%	-7,4%	1,3%	-3,1%	-4,6%	-4,4%
ROCE	-14,9%	-8,8%	1,6%	8,1%	7,2%	15,1%	27,4%	28,0%
ROCE hors GW	-32,3%	-21,0%	3,6%	20,9%	17,9%	40,0%	69,5%	65,1%
ROE	-5,5%	0,5%	2,2%	7,8%	6,1%	11,9%	19,8%	21,2%
Payout	0,0%	0,0%	322,4%	89,3%	114,8%	96,6%	98,3%	97,7%
Dividend yield	0,0%	0,0%	4,8%	5,1%	6,7%	11,5%	21,5%	23,3%
Ratios d'endettement	2021	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e
Gearing (%)	-15,5%	-13,9%	-18,3%	-24,1%	-20,9%	-28,2%	-33,2%	-30,5%
Dettes nette/EBE	1,1	-0,5	-0,6	-0,7	-0,9	-1,4	-1,2	-1,0
EBE/charges financières	83,6	559,5	237,5	226,4	59,0	235,0	365,0	410,9
Valorisation	2021	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e
Nombre d'actions (en milliers)	51 150,0	28 320,0	34 887,7	34 887,7	34 887,7	34 887,7	34 887,7	34 887,7
Nombre d'actions moyen (en milliers)	51 150,0	28 320,0	34 887,7	34 887,7	34 887,7	34 887,7	34 887,7	34 887,7
Cours (moyenne annuelle en euros)	1,3	1,2	1,1	1,0	0,8	0,8	0,8	0,8
(1) Capitalisation boursière moyenne	67 007	34 834	36 632	34 190	26 166	26 166	26 166	26 166
(2) Dette nette (+)/ trésorerie nette (-) ex IFRS 16	-4 393	-4 889	-5 713	-7 144	-5 694	-7 889	-10 096	-9 504
(3) Valeur des minoritaires	1 840	340	0	0	0	0	0	0
(4) Valeur des actifs financiers	0	0	0	0	0	0	0	0
Valeur d'entreprise = (1)+(2)+(3)-(4)	64 454	30 285	30 919	27 046	20 472	18 277	16 070	16 662
VE/CA	2,3	0,8	0,9	0,8	0,6	0,6	0,5	0,4
VE/EBE	ns	4,5	3,9	3,2	3,5	3,5	2,0	1,9
VE/ROC	ns	ns	70,8	13,0	10,8	4,8	2,3	2,2
P/E	ns	322,5	67,7	17,5	17,2	8,4	4,6	4,2
P/B	2,6	1,5	1,5	1,4	1,1	1,0	0,9	0,9
P/CF	10,4	4,9	6,3	4,3	9,7	4,4	3,6	3,6
FCF yield (%)	0,0%	2,6%	13,2%	12,8%	4,9%	21,6%	32,4%	30,2%
Données par action (€)	2021	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e
Bnpa	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,1	0,2	0,2
Book value/action	0,5	0,8	0,7	0,7	0,7	0,7	0,8	0,8
Dividende par action	0,00	0,00	0,05	0,05	0,05	0,09	0,16	0,17



Présentation de la société

Historiquement positionné comme un acteur clé du marché du hardware à travers ses box internet, Netgem a amorcé un virage stratégique majeur dès 2020 en se repositionnant sur une offre SaaS via sa plateforme Netgem.tv. Le groupe bénéficie d'une expertise reconnue dans l'édition de contenus et adopte une stratégie de montée en gamme pour maximiser la création de valeur sur un marché en quête de nouveaux relais de croissance.

Netgem repose désormais sur deux segments d'activité :

1. La plateforme B2B2C Netgem.tv, offrant un service par abonnement à destination des opérateurs télécoms en quête d'amélioration de leur ARPU.
2. Des activités non récurrentes, qui complètent son modèle économique.

Ce repositionnement stratégique a permis au groupe d'améliorer significativement la qualité de ses revenus, désormais majoritairement récurrents (77% du mix en 2025), et de renforcer sa capacité à générer du cash.

Argumentaire d'investissement

Un virage stratégique payant : Depuis 2021, Netgem a délaissé progressivement son activité historique de fourniture de box pour se recentrer sur son service Netgem.tv. Ce pivot a permis une forte croissance des revenus récurrents (+55% en 2023) et une amélioration notable de la rentabilité, avec une marge brute atteignant 72% en 2025 (+209 bps) et un FCF positif de 1M€.

Une position bilancielle saine : Avec une trésorerie nette de 5,7 M€, Netgem dispose des ressources nécessaires pour poursuivre sa stratégie de croissance externe tout en offrant des retours attractifs à ses actionnaires. Cette solidité financière confère au groupe une flexibilité stratégique précieuse pour saisir de nouvelles opportunités.

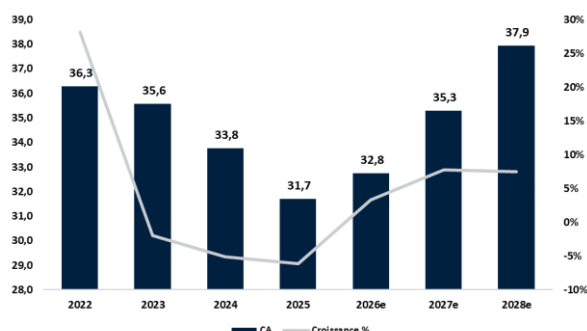
Une valorisation attractive : Malgré une amélioration franche des fondamentaux, l'action Netgem semble sous-valorisée. Elle se traite à des multiples attractifs sur nos estimations 2026e: 3,4x EV/EBITDA, 4,6x EV/EBIT, 8,2x P/E.

Le marché peine encore à bien cerner le repositionnement stratégique du groupe, offrant une opportunité d'investissement intéressante. La combinaison d'une trésorerie nette solide, d'une réorientation vers une croissance rentable et d'une génération de cash en nette amélioration nous conduit à initier une recommandation à l'Achat.

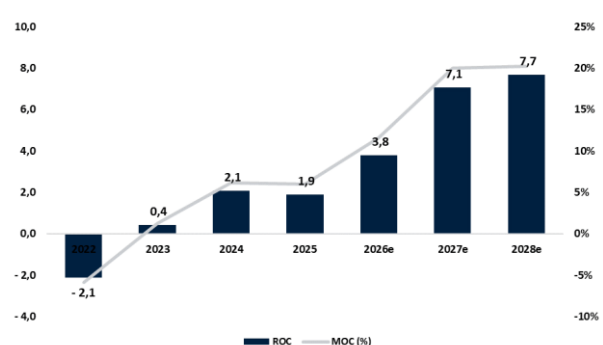
Multiples de valorisation des comparables

Société	Capitalisation (€M)	Dettes nettes	VE	EV/sales			EV/EBITDA			EV/EBIT			P/E		
				2025e	2026e	2027e	2025e	2026e	2027e	2025e	2026e	2027e	2025e	2026e	2027e
Agile Content SA	47,8	23,3	71,1	0,8x	0,8x	0,8x	8,2x	7,3x	6,5x	37,4x	28,4x	21,9x	ns	203,2x	109,4x
Kudelski SA	70,9	-46,8	24,1	0,1x	0,1x	0,1x	ns	ns	9,2x	ns	ns	ns	ns	ns	ns
Vogo SA	11,7	4,4	16,1	1,4x	1,4x	1,2x	20,1x	17,9x	14,7x	ns	ns	ns	ns	ns	ns
Casta Diva Group S.p.A.	24,8	10,4	35,2	0,3x	0,2x	0,2x	3,0x	2,3x	2,1x	4,5x	3,3x	2,8x	11,2x	6,6x	5,3x
Moyenne	38,8	-2,2	36,6	0,7x	0,6x	0,6x	10,4x	9,2x	8,1x	21,0x	15,8x	12,3x		104,9x	57,3x
Médiane	36,3	7,4	29,6	0,6x	0,6x	0,5x	11,2x	9,8x	8,5x	12,7x	9,6x	7,6x		55,8x	31,3x

Prévisions de CA 2022-2028e (M€, %)



Prévisions de ROC 2022-2028 (M€, %)



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 +5% 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 -5% 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 12 novembre 2024
- 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



La présente étude a été préparée par EuroLand Corporate indépendamment de Netgem (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

