



Capitalisation 16,7
Objectif de cours 2,87 €
Cours au 03/06/2025 0,90 €
Potentiel 218,9%

Ticker ALBIG.PA / ALBIG.FP
Nb de titres (en millions) 18,54
Volume moyen 12m (titres) 31 020
Extrêmes 12m (€) 0,86€/3,40€

Jeux vidéo
Flash valeur
04/06/2025

Résultats dégradés dans un environnement difficile

A retenir

- ROP à -2,0 M€ et RN à -0,3 M€
- Rebond de l'activité attendu dès le S1 2025/26
- Line-up 2025-26 porteur pour Nacon

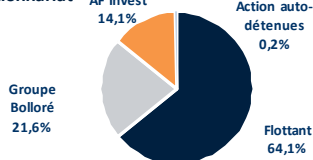
Données financières (en M€)

au 31/03	24/25e	25/26e	26/27e	27/28e
CA	288,0	310,0	330,3	349,0
var %	-1,4%	7,6%	6,5%	5,7%
EBE	62,1	67,4	80,4	92,2
% CA	21,6%	21,7%	24,3%	26,4%
ROC	-9,4	8,5	21,5	16,0
% CA	-3,3%	2,7%	6,5%	4,6%
RN	-0,3	6,5	11,5	27,3
% CA	-0,1%	2,1%	3,5%	7,8%
Bnpp (€)	-0,20	0,14	0,39	1,20
ROCE (%)	-1,3%	1,1%	2,8%	4,3%
ROE (%)	-0,1%	2,7%	4,5%	9,7%
Gearing (%)	50,2%	52,9%	53,6%	48,1%
Dette nette	170,1	182,7	191,5	184,9
Dividende n (€)	0,0	0,0	0,0	0,0
Yield (%)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Multiples de valorisation

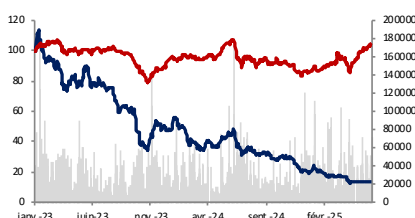
	24/25e	25/26e	26/27e	27/28e
VE/CA (x)	1,0	0,9	0,9	0,8
VE/EBE (x)	4,5	4,3	3,7	3,2
VE/ROC (x)	ns	34,4	13,9	8,5
P/E (x)	ns	2,5	1,4	0,6

Actionnariat



Performances boursières

	Ytd	1m	3m	12m
Performances (%)	-38,0%	-3,5%	-23,9%	-70,3%



Publication des résultats annuels 2024/25

Ce mardi, Bigben a publié ses résultats annuels au terme de son exercice 2024/25. Pour rappel, le CA annuel déjà divulgué, s'est établi à 288,0 M€, en retrait de -1,4% y/y. La rentabilité du groupe ressort en retrait mais au-dessus de nos attentes. Le ROC s'établit à -2,0 M€ (vs 23,8 M€ l'année précédente) et le RN à -0,3 M€ (contre 21,0 M€ en 2023/24). Nous attendions respectivement -3,7 M€ sur le ROC et -5,5 M€ sur le RN.

Pour rappel, les précédentes anticipations du groupe étaient 1/un chiffre d'affaires en légère progression ainsi 2/qu'un résultat opérationnel potentiellement en retrait par rapport à 2023/24.

Suite au report de plusieurs lancements, le groupe anticipe un rebond de l'activité dès le S1 2025/26.

Une rentabilité dégradée côté Nacon

Comme évoqué dans notre flash dédié, Nacon a enregistré une rentabilité en retrait sur l'année. Si la marge brute progresse de +230 bps à 64,4% (vs 62,1% en 2023/24), reflétant une meilleure maîtrise des coûts directs, cette évolution n'a pas suffi à compenser la hausse des charges opérationnelles. Les amortissements demeurent élevés, en raison de la sortie sur l'exercice précédent du jeu *Test Drive Unlimited Solar Crown*. Par ailleurs, la société a enregistré une reprise de clause d'earn-out limitée à 3,7 M€, alors qu'elle attendait initialement près de 8 M€. Le résultat financier, pénalisé par la hausse des taux, se dégrade à -5,8 M€ (vs -4,8 M€ un an plus tôt). Le crédit d'impôt jeux vidéo (CIJV), d'un montant de 3,3 M€, a permis de limiter la perte nette à -1,3 M€ (contre 17,5 M€ en 2023/24).

Au niveau groupe, la tendance reste similaire. Le ROP s'établit en forte baisse à -2,0 M€ (vs 23,8 M€). Le RN termine à -0,3 M€ (vs 21,0 M€ en 2023/24). Cependant, le groupe affiche un résultat net consolidé positif de 1,0 M€, soutenu par un résultat financier de 4,5 M€, incluant une plus-value IFRS de 8,3 M€ liée à l'annulation d'obligations échangeables rachetées en cours d'exercice.



Un bilan à surveiller

Du côté de Nacon, la dette nette du groupe a augmenté de +18,8 M€ pour atteindre 104,0 M€. A ce stade, le gearing est de 37% (vs 32% l'année précédente). Les opérations de déstockage, entamées l'année précédente, se poursuivent avec succès. Les stocks sont en baisse à 25,2 M€ (soit 15,0% du CA 2024/25 vs 16,2% l'exercice précédent). Toutefois, la hausse marquée des autres actifs courants à 27,1 M€ (soit 16,1% du CA) liée aux créances fiscales (CIJV principalement) pèse sur le BFR qui progresse de 4,5 M€ sur l'exercice (+9,7 M€ au S2). La CAF reste stable à 57,9 M€, mais les flux de trésorerie liés à l'activité reculent à 60,5 M€ (vs 73,1 M€ en 2023/24). Sur l'exercice, les capex de Nacon se sont établis à 75,5 M€, en baisse de 5,3 M€ conformément à la volonté du groupe d'internaliser la production de jeux. Le FCF ressort ainsi à -15,0 M€.

À l'échelle du groupe, la dette nette (ex IFRS 16 et earn-out) s'élève à 159,4 M€ (vs 154,1 M€), avec un gearing stable à 47% et un ratio dette nette/EBITDA de 2,6x. La dette obligataire Bigben (62,2 M€) arrive à échéance en février 2026.

Perspectives et estimations

La direction de Nacon se montre résolument optimiste pour 2025/26. Le rebond attendu dès le S1 repose sur un line-up éditorial riche (avec notamment *Hell is Us*, *Dragonkin*, *Edge of Memories* ou encore *Rennsport*) et une bonne dynamique sur le segment des Accessoires. Le back catalogue devrait atteindre un niveau similaire à celui enregistré cette année. Côté Bigben, dans un marché toujours complexe, le groupe continuera sa stratégie de diversification produit et de distribution étendue.

Le groupe pourra également compter sur l'activité Audio-Video/Telco de BigBen qui devrait être meilleure sur les prochains exercices. Bigben continue sur l'évolution de sa stratégie de diversification dans ce marché difficile.

Suite à cette publication, nous avons revu nos prévisions pour l'exercice 2025/26. Nous anticipons désormais un chiffre d'affaires consolidé de 310,0 M€, en progression de +7,6% y/y. Cette croissance devrait être principalement portée par la performance de Nacon, dont les revenus sont attendus à 188,8 M€, soit une hausse de +12,5%, soutenue par les lancements de nouveaux jeux et la montée en puissance des accessoires. L'activité Audio-Vidéo/Telco de Bigben devrait également contribuer à la progression du chiffre d'affaires, avec un retour à une légère croissance de +1,0% attendue, soit 121,2 M€ sur l'exercice.

Sur le plan de la rentabilité, nous tablons sur un redressement du ROP à 12,2 M€e, porté par l'effet volume, une meilleure absorption des charges fixes. Le RNpg est attendu à 6,5 M€e, traduisant un retour à une profitabilité positive sur l'ensemble du périmètre.

Recommandation

Suite à cette publication, nous réitérons notre recommandation à Achat et notre objectif de cours de 2,9€.



Présentation de la société

Spécialiste du gaming et des accessoires Audio/Telco, Bigben Interactive a réalisé sur son exercice 2021/22 près de 276 M€. L'activité du Groupe peut se diviser en deux avec :

D'un côté une activité d'Édition de jeux vidéo et de vente d'accessoires gaming. C'est une activité qui a été développée grâce une politique d'acquisition de studios soutenue. Elle est logée dans une filiale, Nacon, détenue à 57% par Bigben et elle capitalise environ 61 M€.

De l'autre côté, il y a une activité AudioVideo/Telco de conception et de distribution d'accessoires audio et pour smartphones, en marque en propre ou via des licences. Cette activité capitalise sur plus de 400 marques, modèles et brevets déposés et sur une présence dans plus de 115 pays.

Argumentaire d'investissement

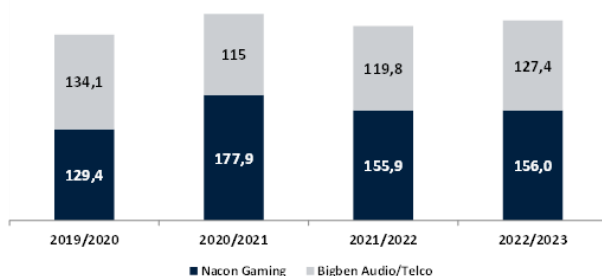
Un marché porteur. Le gaming est aujourd'hui l'un des marchés majeurs du divertissement. C'est un marché ultra porteur, en croissance continue, qui pèse près de 180 Mds\$. C'est aussi un marché en profonde transformation qui va bénéficier de nombreux catalyseurs à l'avenir comme l'avènement du Cloud gaming ou le développement de l'e-sport.

Un exercice 2022/23 explosif. Si l'exercice 2021/22 est un exercice de transition, Bigben devrait pouvoir capitaliser sur l'activité éditoriale très dynamique de Nacon pour son exercice 2022/23 avec la sortie de 15 jeux, dont plusieurs très attendus par les joueurs, ainsi que sur la commercialisation de ses manettes pour consoles de nouvelle génération. Le groupe devrait ainsi réaliser, sur son activité Gaming, un exercice exceptionnel et vise un chiffre d'affaires de 250 M€ ainsi qu'une marge opérationnelle courant supérieure à 50 M€.

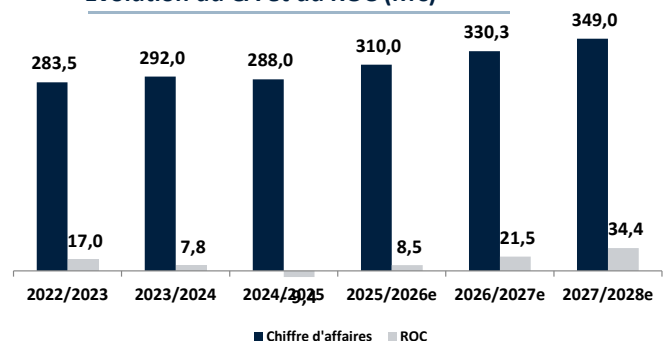
Une politique active d'acquisitions. Le groupe se renforce très régulièrement par le biais d'acquisitions tant sur ses activités de développement de jeux vidéo que de distribution d'accessoires. Il a annoncé qu'il continuerait à renforcer ces activités par ce biais là, ce qui pourrait nous apporter un newsflow positif et un renforcement des compétences de la société.

Une bonne dynamique sur les accessoires. Le pôle AudioVideo/Telco devrait quant à lui aussi accélérer fortement dans les prochains mois en profitant notamment du renouvellement du parc mobile avec la montée en puissance de la 5G, ainsi que des premières synergies commerciales avec Metronic, une acquisition structurante réalisée cette année.

Evolution du mix de chiffre d'affaires (M€)



Evolution du CA et du ROC (M€)



Compte de résultat (M€)	2020/21	2021/22	2022/23	2023/24	2024/25	2025/26e	2026/27e	2027/28e
Chiffre d'affaires	292,8	275,7	283,5	292,0	288,0	310,0	330,3	349,0
Excédent brut d'exploitation	67,6	52,2	52,6	62,0	62,1	67,4	80,4	92,2
Résultat opérationnel	29,8	15,2	19,8	23,8	-2,0	12,2	25,2	38,1
Résultat financier	-2,7	2,1	-4,2	-3,6	-1,3	-3,4	-9,8	-9,3
Impôts	-8,2	-5,1	-2,6	0,8	3,7	-2,2	-3,9	-1,4
Mise en équivalence	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Part des minoritaires	4,2	2,4	0,0	7,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Résultat net part du groupe	15,3	9,8	13,0	14,0	-0,3	6,5	11,5	27,3
Bilan (M€)	2020/21	2021/22	2022/23	2023/24	2024/25	2025/26e	2026/27e	2027/28e
Actifs non courants	197,1	312,9	409,5	440,7	464,4	478,4	492,4	507,4
dont goodwill	66,0	136,2	177,5	177,0	177,0	177,0	177,0	177,0
BFR	89,4	111,3	105,4	83,5	68,9	74,0	80,2	85,9
Disponibilités + VMP	177,8	126,4	65,2	41,2	45,3	32,7	23,9	30,5
Capitaux propres	301,7	299,7	302,1	327,0	338,9	345,4	356,9	384,2
Emprunts et dettes financières	145,6	180,1	201,9	195,3	204,7	204,7	204,7	204,7
Compléments de prix	0,0	48,3	49,0	21,3	10,7	10,7	10,7	10,7
Total Bilan	535,8	617,3	657,6	650,9	673,4	667,5	682,9	714,0
Tableau de flux (M€)	2020/21	2021/22	2022/23	2023/24	2024/25	2025/26e	2026/27e	2027/28e
Marge Brute d'autofinancement	58,8	51,7	49,9	63,5	62,4	65,4	70,4	85,1
Variation de BFR	-6,3	-12,1	3,0	20,8	14,6	-5,1	-6,2	-5,7
Flux net de trésorerie généré par l'activité	52,6	35,6	53,9	79,7	72,0	60,3	64,1	79,5
Investissements opérationnels nets	-52,5	-59,9	-82,8	-85,5	-78,5	-72,9	-72,9	-72,9
Investissements financiers nets	-1,6	-34,4	-35,3	-4,5	0,0	0,0	0,0	0,0
Flux nets de trésorerie liés aux investissements	-54,1	-94,3	-118,2	-90,0	-78,5	-72,9	-72,9	-72,9
Augmentation de capital	-5,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Variation emprunts	69,1	31,3	20,0	-10,2	25,0	0,0	0,0	0,0
Dividendes versés	0,0	-5,8	-5,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Autres	0,0	-15,7	-6,1	-0,3	0,0	0,0	0,0	0,0
Flux nets de trésorerie liés au financement	64,1	6,1	3,8	-15,0	25,0	0,0	0,0	0,0
Variation de trésorerie	62,6	-51,9	-60,3	-24,9	18,5	-12,5	-8,7	6,6
Ratios (%)	2020/21	2021/22	2022/23	2023/24	2024/25	2025/26e	2026/27e	2027/28e
Variation chiffre d'affaires	11,1%	-5,8%	2,8%	3,0%	-1,4%	7,6%	6,5%	5,7%
Marge EBE	23,1%	18,9%	18,5%	21,2%	21,6%	21,7%	24,3%	26,4%
Marge opérationnelle courante	12,4%	8,3%	6,0%	2,7%	-3,3%	2,7%	6,5%	4,6%
Marge opérationnelle	10,2%	5,5%	7,0%	8,1%	-0,7%	3,9%	7,6%	10,9%
Marge nette	5,2%	3,6%	4,6%	4,8%	-0,1%	2,1%	3,5%	7,8%
CAPEX (% CA)	17,9%	21,7%	29,2%	29,3%	27,3%	23,5%	22,1%	20,9%
BFR (% CA)	30,5%	40,4%	37,2%	28,6%	23,9%	23,9%	24,3%	24,6%
ROCE	9,3%	4,0%	2,4%	1,1%	-1,3%	1,1%	2,8%	4,3%
ROCE hors GW	12,1%	5,9%	3,7%	1,7%	-2,0%	1,7%	4,1%	6,2%
ROE	6,1%	4,2%	6,0%	6,3%	-0,1%	2,7%	4,5%	9,7%
Payout	38,3%	59,9%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Dividend yield	1,8%	2,8%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Ratios d'endettement	2020/21	2021/22	2022/23	2023/24	2024/25	2025/26e	2026/27e	2027/28e
Gearing (%)	-11%	34%	61%	54%	50%	53%	54%	48%
Dettes nette/EBE	-0,5	2,0	3,5	2,8	2,7	2,7	2,4	2,0
EBE/charges financières	25,0	25,0	12,5	17,0	13,4	19,7	8,2	9,9
Valorisation	2020/21	2021/22	2022/23	2023/24	2024/25	2025/26e	2026/27e	2027/28e
Nombre d'actions (en millions)	18,5	18,5	18,5	18,5	18,5	18,5	18,5	18,5
Nombre d'actions moyen (en millions)	19,6	18,5	18,5	18,5	18,5	18,5	18,5	18,5
Cours (moyenne annuelle en euros)	15,4	16,7	10,8	4,0	1,6	1,6	1,6	1,6
(1) Capitalisation boursière moyenne	301,0	309,0	199,7	73,4	29,5	29,5	29,5	29,5
(2) Dette nette (+)/trésorerie nette (-)	-32,2	102,0	185,7	175,4	170,1	182,7	191,5	184,9
(3) Valeur des minoritaires	48,9	66,3	83,4	103,8	103,8	103,8	103,8	103,8
(4) Valeur des actifs financiers	1,6	2,4	2,7	3,1	3,1	3,1	3,1	3,1
Valeur d'entreprise = (1)+(2)+(3)-(4)	316,0	475,0	466,0	349,4	300,2	312,9	321,6	315,0
VE/CA	1,2	1,2	1,0	0,9	1,0	0,9	0,9	0,8
VE/EBE	5,1	6,3	5,6	4,4	4,5	4,3	3,7	3,2
VE/ROC	9,5	14,4	17,2	35,0	ns	34,4	13,9	8,5
P/E	21,3	21,5	5,6	1,2	ns	2,5	1,4	0,6
P/B	1,1	0,7	0,2	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Données par action (€)	2020/21	2021/22	2022/23	2023/24	2024/25	2025/26e	2026/27e	2027/28e
Bnpa	1,11	0,89	0,52	-0,10	-0,20	0,14	0,39	1,20
Book value/action	16,3	16,2	16,3	17,6	18,3	18,6	19,3	20,7
Dividende /action	0,30	0,30	0,00	0,00	0,00	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 26/08/2020

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 Bigben (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



