



# BigBen Interactive

Achat

Capitalisation	16,1	Ticker	ALBIG.PA / ALBIG FP	Jeux vidéo
Objectif de cours	1,5€ (vs 2,0€)	Nb de titres (en millions)	18,54	Flash valeur
Cours au 20/01/2026	0,87 €	Volume moyen 12m (titres)	47 101	
Potentiel	72,4%	Extrêmes 12m (€)	0,83€/1,75€	21/01/2026

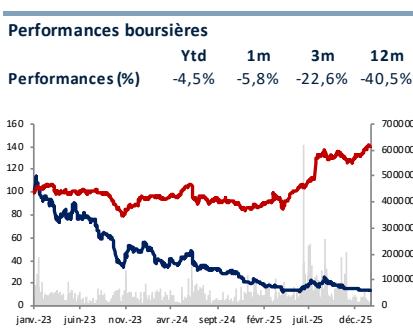
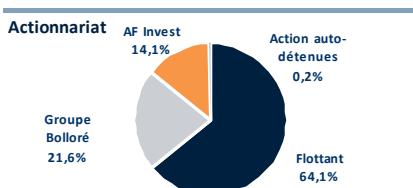
## Un niveau d'activité revue à la baisse pour Nacon

### A retenir

- CA T3 de 84,4 M€, en recul de -3,8% y/y
- Guidance de CA 2025/26 dégradée côté Nacon
- Proposition de modifications sur l'obligation échangeable en actions Nacon

Données financières (en M€)					
au 31/03	24/25e	25/26e	26/27e	27/28e	
CA	288,0	287,9	305,7	321,9	
var %	-1,4%	0,0%	6,2%	5,3%	
EBE	62,1	61,5	70,2	78,2	
% CA	21,6%	21,3%	23,0%	24,3%	
ROC	-9,4	-1,2	8,0	15,3	
% CA	-3,3%	-0,4%	2,6%	4,8%	
RN	-0,3	-0,7	0,9	12,9	
% CA	-0,1%	-0,2%	0,3%	4,0%	
Bnpa (€)	-0,20	-0,22	-0,14	0,46	
ROCE (%)	-1,3%	-0,2%	1,1%	2,4%	
ROE (%)	-0,1%	-0,3%	0,4%	5,2%	
Gearing (%)	50,2%	53,6%	56,7%	55,0%	
Dette nette	170,1	181,2	192,2	193,7	
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	1,0	1,0	0,9	
VE/EBE (x)	4,5	4,7	4,3	3,9	
VE/ROC (x)	ns	ns	37,3	16,4	
P/E (x)	ns	ns	17,4	1,3	



### Publication du chiffre d'affaires T3 2024/25

Au titre des neuf premiers mois de l'exercice 2025/26, Bigben Interactive publie un chiffre d'affaires consolidé de 219,8 M€, en retrait de -1,7% par rapport à la même période de l'exercice précédent, reflétant un environnement de marché toujours contrasté, en particulier dans le jeu vidéo et les accessoires. Sur le T3, le chiffre d'affaires ressort à 84,4 M€, en baisse de -3,8% y/y, pénalisé principalement par la contraction de l'activité Accessoires aux États-Unis.

Suite à ce communiqué, le management revoit sa guidance et anticipe désormais une perspective d'un exercice flat pour l'année 2025/26, contre l'attente d'une croissance positive précédemment.

### Une dynamique contrastée chez Nacon

Côté Nacon, le segment Jeux affiche un chiffre d'affaires de 82,3 M€ sur 9 mois, en progression de +15,7% y/y, porté par la forte dynamique de l'activité Catalogue, en hausse de +47,4% à 42,1 M€. Cette performance s'explique notamment par le succès de titres récents tels que *Hell is Us*, ainsi que par les lancements de *Cricket 26* et *Rennsport* sur le trimestre. Sur le T3, le Catalogue progresse de +39,9% à 13,7 M€.

À l'inverse, la performance du back catalogue s'avère plus décevante. L'activité recule légèrement de -5,5% sur 9 mois à 40,2 M€, avec une contraction plus marquée au T3 (-21,8% à 12,2 M€), traduisant un essoufflement des ventes sur les titres plus matures.

Le segment Accessoires enregistre un chiffre d'affaires T3 de 17,9 M€, en baisse significative de -29,1% y/y. La contribution des États-Unis recule fortement sous l'effet de l'augmentation des droits de douane, la part des revenus générés dans la zone passant de 66% au T2 à 38% au T3, pénalisant la dynamique du segment.



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



## Rebond d'activité au T3 chez Bigben

Le segment Bigben Audio-Vidéo / Telco affiche sur le T3 un chiffre d'affaires de 38,2 M€, en croissance de +9,9% y/y. Cette performance repose sur la surperformance de l'activité Telco, notamment en décembre, portée par le succès des gammes Force Play et Force Power. L'activité Accessoires Mobiles atteint ainsi 28,3 M€, en hausse de +11,9%. En parallèle, l'Audio-Vidéo progresse légèrement à 9,8 M€, contre 9,4 M€ l'an dernier, avec une croissance de +11,1% de l'activité Audio, soutenue par les bonnes ventes du nouveau baladeur K7.

Sur neuf mois, le chiffre d'affaires Bigben Audio-Vidéo / Telco ressort à 95,6 M€, en hausse de +2,1%, démontrant une bonne résilience dans un marché globalement peu porteur.

## Obligation 2026

Parallèlement aux résultats, Bigben Interactive a annoncé une proposition de modification des modalités des Obligations échangeables en actions Nacon arrivant à échéance en février 2026. La société propose notamment 1) un rachat partiel des obligations et une prolongation de l'échéance jusqu'au 19 août 2032, 2) une réduction du prix d'échange unitaire (0,85 € jusqu'en 2029 puis 0,80 € jusqu'à échéance), 3) une augmentation progressive du coupon de 1,125% à 5,125% et 4) un prix de remboursement à l'échéance fixé à 106,699 % du nominal restant.

Cette initiative vise à assurer la flexibilité financière du groupe tout en poursuivant son développement, dans un contexte de refinancement partiel déjà réalisé (43 M€).

## Perspectives

Pour la fin de l'exercice 2025/26, le groupe anticipe une activité toujours contrastée. Chez Nacon, le dernier trimestre devrait être soutenu par un calendrier éditorial plus dense, avec plusieurs sorties majeures prévues, tandis que le Back Catalogue est attendu à un niveau comparable à celui de 2024/25. L'activité Accessoires demeure marquée par un manque de visibilité aux États-Unis, même si l'Europe devrait bénéficier des ventes liées à la Switch 2 et au lancement de nouveaux produits gaming. Du côté de Bigben Audio-Vidéo / Telco, la direction anticipe une poursuite de la croissance, portée par l'élargissement des gammes Force, la diversification des canaux de distribution et le lancement de nouveaux produits Thomson, conduisant le groupe à confirmer une trajectoire de croissance sur l'exercice malgré un environnement toujours incertain.

Suite à la publication de ce communiqué, nous révisons à la baisse nos estimations pour l'exercice 2025/26. La dégradation anticipée de l'activité de Nacon devrait en effet peser non seulement sur la dynamique de chiffre d'affaires, mais également sur le niveau de rentabilité du groupe.

Après avoir revu nos estimations à la baisse pour Nacon, nous anticipons désormais un CA groupe 2025/26 de 287,9 M€ (vs 295,7 M€ précédemment). Le REX devrait s'établir à 2,5M€ (vs 7,9 M€ précédemment) et le RN est attendu une nouvelle fois en territoire négatif à -0,7 M€ (vs 5,2 M€ précédemment).

## Recommandation

Suite à cette publication, nous réitérons notre recommandation à Achat et abaissons notre objectif de cours à 1,5€ (vs 2,0€ précédemment) sur le titre.



## Présentation de la société

Spécialiste du gaming et des accessoires Audio/Telco, Bigben Interactive a réalisé sur son exercice 2024/25 près de 288 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 46,2 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

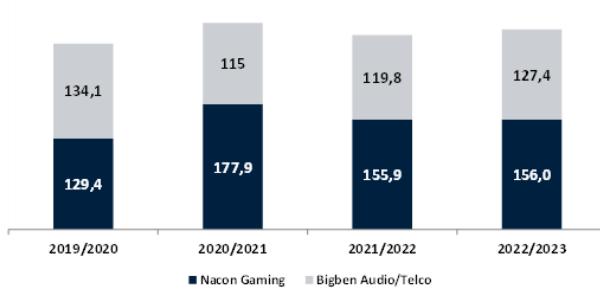
**Un marché porteur.** Le gaming est aujourd'hui l'un des marchés majeurs du divertissement. C'est un marché ultra porteur, en croissance continue, qui pèse près de 180 Mds\$. C'est aussi un marché en profonde transformation qui va bénéficier de nombreux catalyseurs à l'avenir comme l'avènement du Cloud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

**Un exercice 2024/25 marqué par les décalages.** Si l'exercice 2023/24 a été marqué par des reports, Bigben Interactive a pu préserver la solidité de son modèle en s'appuyant sur l'activité éditoriale résiliente de Nacon pour son exercice 2024/25, malgré un calendrier de sorties volontairement allégé, ainsi que sur la bonne tenue des accessoires gaming. Le groupe réalise ainsi, sur son activité Gaming, un exercice maîtrisé et affiche un chiffre d'affaires de 288 M€ ainsi qu'un EBITDA supérieur à 60 M€, confirmant une discipline opérationnelle rigoureuse durable.

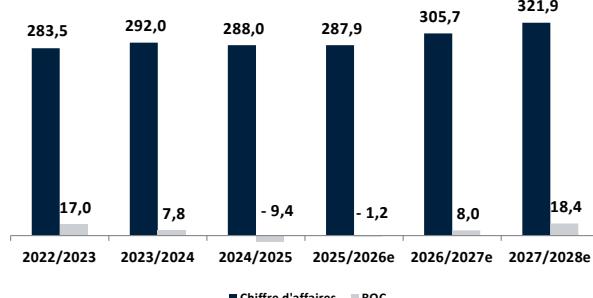
**Une politique active d'acquisitions.** Le groupe se renforce très régulièrement par le biais d'acquisitions tant sur ses activités de développement de jeux vidéo que de distribution d'accessoires. Il a annoncé qu'il continuerait à renforcer ces activités par ce biais là, ce qui pourrait nous apporter 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	287,9	305,7	321,9
Excédent brut d'exploitation	67,6	52,2	52,6	62,0	62,1	61,5	70,2	78,2
Résultat opérationnel	29,8	15,2	19,8	23,8	-2,0	2,5	11,7	22,1
Résultat financier	-2,7	2,1	-4,2	-3,6	-1,3	-2,8	-8,6	-6,8
Impôts	-8,2	-5,1	-2,6	0,8	3,7	-0,3	-2,2	-2,4
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
<b>Résultat net part du groupe</b>	<b>15,3</b>	<b>9,8</b>	<b>13,0</b>	<b>14,0</b>	<b>-0,3</b>	<b>-0,7</b>	<b>0,9</b>	<b>12,9</b>
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	474,6	481,6	491,5
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	69,1	74,0	78,5
<b>Disponibilités + VMP</b>	<b>177,8</b>	<b>126,4</b>	<b>65,2</b>	<b>41,2</b>	<b>45,3</b>	<b>34,2</b>	<b>23,2</b>	<b>21,7</b>
Capitaux propres	301,7	299,7	302,1	327,0	338,9	338,2	339,2	352,0
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
<b>Total Bilan</b>	<b>535,8</b>	<b>617,3</b>	<b>657,6</b>	<b>650,9</b>	<b>673,4</b>	<b>654,0</b>	<b>659,0</b>	<b>675,6</b>
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	62,0	63,1	72,7
Variation de BFR	-6,3	-12,1	3,0	20,8	14,6	-0,2	-4,9	-4,5
<b>Flux net de trésorerie généré par l'activité</b>	<b>52,6</b>	<b>35,6</b>	<b>53,9</b>	<b>79,7</b>	<b>72,0</b>	<b>61,8</b>	<b>58,2</b>	<b>68,2</b>
Investissements opérationnels nets	-52,5	-59,9	-82,8	-85,5	-78,5	-72,9	-69,2	-69,6
Investissements financiers nets	-1,6	-34,4	-35,3	-4,5	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Flux nets de trésorerie liés aux investissements</b>	<b>-54,1</b>	<b>-94,3</b>	<b>-118,2</b>	<b>-90,0</b>	<b>-78,5</b>	<b>-72,9</b>	<b>-69,2</b>	<b>-69,6</b>
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
<b>Flux nets de trésorerie liés au financement</b>	<b>64,1</b>	<b>6,1</b>	<b>3,8</b>	<b>-15,0</b>	<b>25,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>
Variation de trésorerie	62,6	-51,9	-60,3	-24,9	18,5	-11,1	-11,0	-1,4
Ratios (%)	2020/21	2021/22	2022/23	2023/24	2024/25	2025/26e	2026/27e	2027/28e
<b>Variation chiffre d'affaires</b>	<b>11,1%</b>	<b>-5,8%</b>	<b>2,8%</b>	<b>3,0%</b>	<b>-1,4%</b>	<b>0,0%</b>	<b>6,2%</b>	<b>5,3%</b>
Marge EBE	23,1%	18,9%	18,5%	21,2%	21,6%	21,3%	23,0%	24,3%
<b>Marge opérationnelle courante</b>	<b>12,4%</b>	<b>8,3%</b>	<b>6,0%</b>	<b>2,7%</b>	<b>-3,3%</b>	<b>-0,4%</b>	<b>2,6%</b>	<b>4,8%</b>
Marge opérationnelle	10,2%	5,5%	7,0%	8,1%	-0,7%	0,9%	3,8%	6,9%
Marge nette	5,2%	3,6%	4,6%	4,8%	-0,1%	-0,2%	0,3%	4,0%
CAPEX (% CA)	17,9%	21,7%	29,2%	29,3%	27,3%	25,3%	22,6%	21,6%
BFR (% CA)	30,5%	40,4%	37,2%	28,6%	23,9%	24,0%	24,2%	24,4%
ROCE	9,3%	4,0%	2,4%	1,1%	-1,3%	-0,2%	1,1%	2,4%
ROCE hors GW	12,1%	5,9%	3,7%	1,7%	-2,0%	-0,3%	1,6%	3,5%
ROE	6,1%	4,2%	6,0%	6,3%	-0,1%	-0,3%	0,4%	5,2%
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%
<b>Ratios d'endettement</b>	<b>2020/21</b>	<b>2021/22</b>	<b>2022/23</b>	<b>2023/24</b>	<b>2024/25</b>	<b>2025/26e</b>	<b>2026/27e</b>	<b>2027/28e</b>
<b>Gearing (%)</b>	<b>-11%</b>	<b>34%</b>	<b>61%</b>	<b>54%</b>	<b>50%</b>	<b>54%</b>	<b>57%</b>	<b>55%</b>
Dette nette/EBE	-0,5	2,0	3,5	2,8	2,7	2,9	2,7	2,5
EBC/charges financières	25,0	25,0	12,5	17,0	13,4	21,8	8,1	11,5
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	181,2	192,2	193,7
(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	311,4	322,3	323,8
VE/CA	1,2	1,2	1,0	0,9	1,0	1,0	1,0	0,9
VE/EBC	5,1	6,3	5,6	4,4	4,5	4,7	4,3	3,9
VE/ROC	9,5	14,4	17,2	35,0	ns	ns	37,3	16,4
P/E	21,3	21,5	5,6	1,2	ns	ns	17,4	1,3
P/B	1,1	0,7	0,2	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Données par action (€)</b>	<b>2020/21</b>	<b>2021/22</b>	<b>2022/23</b>	<b>2023/24</b>	<b>2024/25</b>	<b>2025/26e</b>	<b>2026/27e</b>	<b>2027/28e</b>
Bnpa	1,11	0,89	0,52	-0,10	-0,20	-0,22	-0,14	0,46
Book value/action	16,3	16,2	16,3	17,6	18,3	18,2	18,3	19,0
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	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 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



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

