

Capitalisation	61,2	Ticker	NACON-FR	Jeux vidéo
Objectif de cours	1,10€ (vs 1,60 €)	Nb de titres (en millions)	108,52	Flash valeur
Cours au 03/06/2025	0,56 €	Volume moyen 12m (titres)	163 207	04/06/2025
Potentiel	95,0%	Extrêmes 12m (€)	0,44€/1,64€	

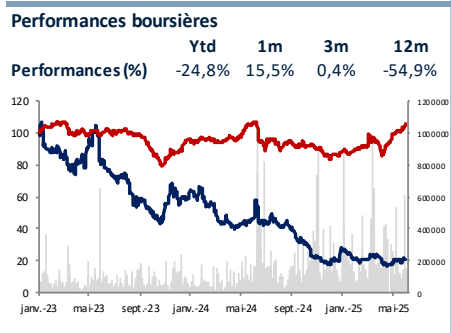
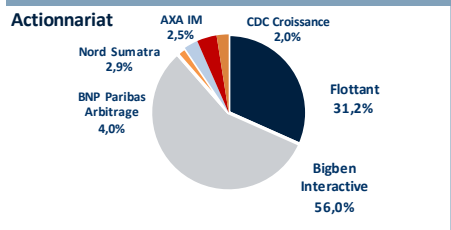
Forte dégradation de la rentabilité sur 2024/25

A retenir

- ROP à 1,1 M€ (vs 20,9M€) et FCF de -15,0 M€
- Rebond de l’activité attendu dès le S1 2025/26
- OC désormais à 1,1€ (vs 1,6€)

Données financières (en M€)				
au 31/03	24/25	25/26e	26/27e	27/28e
CA	167,9	188,8	206,8	222,1
var %	0,1%	12,5%	9,5%	7,4%
EBE	55,9	67,3	76,7	84,9
% CA	33,3%	35,6%	37,1%	38,2%
ROC	-2,6	12,6	22,0	16,0
% CA	-1,5%	6,7%	10,6%	7,2%
RN	-1,4	7,1	15,2	10,4
% CA	-0,8%	3,7%	7,3%	4,7%
Bnpa (€)	-0,06	0,08	0,17	0,11
ROCE (%)	-0,5%	2,2%	3,8%	2,7%
ROE (%)	-0,5%	2,4%	5,0%	3,3%
Gearing (%)	40,3%	41,9%	39,4%	39,6%
Dette nette	114,6	122,1	120,9	125,4
Dividende n (€)	0,0	0,0	0,0	0,0
Yield (%)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Multiples de valorisation				
	24/25	25/26e	26/27e	27/28e
VE/CA (x)	1,1	0,8	0,8	0,7
VE/EBE (x)	3,2	2,4	2,1	1,9
VE/ROC (x)	ns	12,7	7,2	10,2
P/E (x)	ns	7,1	3,3	4,8



Publication des résultats annuels 2024/25

Ce mardi, Nacon a publié ses résultats annuels au terme de son exercice 2024/25. Le chiffre d’affaires, déjà communiqué, ressort à 167,9 M€, en très légère progression par rapport à l’exercice précédent (167,7 M€). En revanche, la rentabilité du groupe s’est dégradée plus fortement qu’anticiper. Le ROP s’établit à 1,1 M€ (vs 20,9 M€ l’année précédente), nettement en deçà de notre attente à 7,9 M€. Le RN bascule en territoire négatif à -1,3 M€ (vs 17,5 M€ en 2023/24), alors que notre estimation était de 3,2 M€.

Pour rappel, la guidance de la société tablait sur une légère progression du CA et un recul potentiel du ROP, sans en préciser l’ampleur.

Suite au report de plusieurs lancements, Nacon anticipe un rebond de l’activité sur l’exercice à venir compte tenu d’une actualité éditoriale plus importante ainsi qu’un niveau de risque de décalage jugé faible. Le management anticipe une forte croissance de son chiffre d’affaires et du résultat opérationnel dès le S1.

Une rentabilité sous pression malgré une amélioration du taux de marge brute

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).

Une situation bilancielle à surveiller

Côté bilan, la structure financière du groupe se retrouve fragilisée à la suite de cet exercice. La dette nette ex IFRS 16 et earn out 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 (CIVJ 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€. La trésorerie du groupe a augmenté à 29,3 M€ (contre 26,2 M€ en 2023/24) du fait de l'augmentation de capital (8,7 M€) et d'émission d'emprunt (10,1 M€).

Des perspectives 2025/26 plus favorables mais à concrétiser

Malgré cette publication décevante, la direction 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.

Pour 2025/26, nous conservons notre prévision de CA de 188,8 M€e (+12,5% y/y), ainsi que celle de ROC ajusté à 12,6 M€e, correspondant à une marge de 6,7%.

Bien que le profil de croissance à moyen terme reste intéressant, notamment grâce à un pipe éditorial étoffé, la prudence s'impose compte tenu de la nette dégradation des résultats 2024/25 ainsi que d'un bilan à surveiller.

Recommandation

Suite à cette publication, nous réitérons notre recommandation à Achat et abaissons notre objectif de cours à 1,1€ (vs 1,6€ précédemment).

Présentation de la société

Créé en octobre 2019 par un apport partiel d'actifs de la société Bigben, Nacon s'articule autour de deux activités :

La première c'est une activité de développement et d'édition de jeux vidéo. Positionné sur le segment des jeux double A, le groupe s'est construit grâce à une politique d'acquisitions de studios soutenue lui permettant de s'appuyer aujourd'hui sur 15 sites de développement dans le monde, soit près de 600 développeurs.

La seconde c'est une activité de conception et de distribution d'accessoires gaming. Le groupe s'appuie ici sur une expertise développée depuis plus de 20 ans et propose une gamme complète d'accessoires, des manettes, casques ou claviers par exemple.

Pour son exercice décalé 2023/24, le groupe a réalisé un chiffre d'affaires de 167,7 M€ et un RO de 20,9 M€. L'exercice qui s'ouvre devrait afficher une forte croissance liée au lancement de près de 15 jeux.

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.

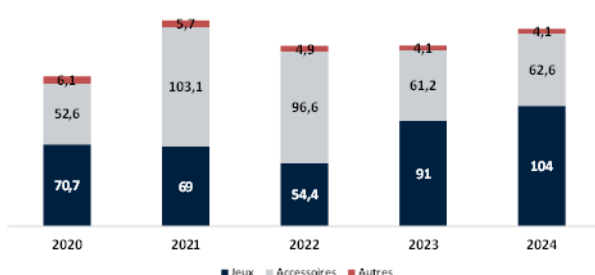
L'exercice 2024-25 devrait être dans la même tendance que celle observée au S2 de l'année précédente. L'activité sera alimentée par 1/ un line-up important d'une quinzaine de jeux (dont Ravenswatch qui a déjà vendu plus de 500 000 exemplaires en early access, Test Drive : Unlimited Solar Crown dont le niveau de précommande est similaire à Robocop à j-95 de la sortie, Crown Wars: The Black Prince, etc.), 2/ un Back Catalogue solide, tiré par la performance des sorties de 2023-24 (Robocop continue d'engendrer un bon niveau de ventes sur 2024 selon le management) et 3/ un segment Accessoires dont la dynamique est désormais meilleure.

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.

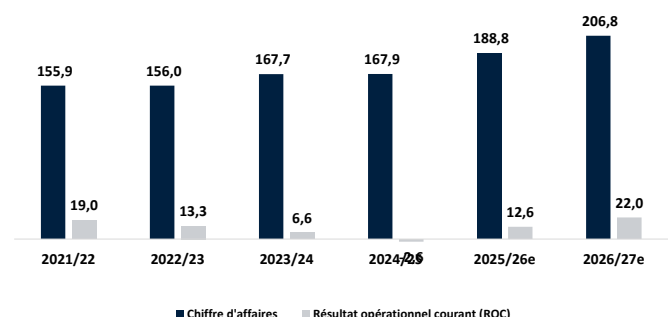
Multiples de valorisation des comparables

Société	Capitalisation	VE / CA			VE / EBITDA			VE / EBIT			P/E		
		25/26	26/27	26/27	25/26	26/27	26/27	25/26	26/27	26/27	25/26	26/27	26/27
Embracer Group AB Class B	2 901,2	1,3x	1,3x	1,2x	4,8x	4,0x	3,6x	10,4x	8,1x	7,2x	28,6x	15,4x	13,4x
Devolver Digital, Inc.	179,9	0,9x	0,8x	0,7x	10,4x	7,8x	6,5x	11,7x	8,5x	6,7x			28,0x
Don't Nod Entertainment SA	22,9												
Pullup Entertainment	184,7	0,8x	0,8x		2,1x	1,9x		5,8x	5,0x		9,5x	6,9x	
Paradox Interactive AB	1 602,1	5,3x	4,9x	4,8x	8,4x	7,3x	7,3x	17,0x	12,6x	11,0x	28,1x	17,6x	15,4x
Ubisoft Entertainment SA	1 543,4	2,2x	2,0x	1,8x	6,0x	4,9x	4,8x		22,3x	13,6x		52,9x	20,3x
Digital Bros S.p.A.	133,2	1,4x	1,2x	1,2x	2,4x	3,1x	2,4x	4,5x	7,2x	6,3x	71,3x	8,0x	7,3x
Frontier Developments Plc	111,7	0,7x	0,7x	0,9x		16,9x	20,8x					19,1x	
tinyBuild Inc.	18,5	0,5x	0,4x	0,4x		3,8x	4,4x		31,6x	2,8x			
Moyenne		1,6x	1,5x	1,6x	5,7x	6,2x	7,1x	9,9x	13,6x	7,9x	34,4x	20,0x	16,9x
Mediane		1,1x	1,0x	1,2x	5,4x	4,4x	4,8x	10,4x	8,5x	7,0x	28,3x	16,5x	15,4x

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



Evolution du CA et du ROC (M€)



Compte de résultat (M€)	2021/22	2022/23	2023/24	2024/25	2025/26e	2026/27e	2027/28e
Chiffre d'affaires	155,9	156,0	167,7	167,9	188,8	206,8	222,1
Excédent brut d'exploitation	44,6	44,9	56,7	55,9	67,3	76,7	84,9
Résultat opérationnel	13,3	17,3	20,9	1,1	12,6	22,0	16,0
Résultat financier	0,1	-2,3	-4,8	-5,8	-4,6	-5,2	-5,9
Impôts	-3,4	-2,2	1,5	3,3	-1,4	-2,6	-1,4
Mise en équivalence	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Part des minoritaires	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Résultat net part du groupe	9,9	12,8	17,5	-1,4	6,6	14,2	8,8
Bilan (M€)	2021/22	2022/23	2023/24	2024/25	2025/26e	2026/27e	2027/28e
Actifs non courants	241,5	339,9	370,5	393,4	408,6	420,0	433,0
dont goodwill	96,7	138,1	137,6	137,6	137,6	137,6	137,6
BFR	50,3	29,9	8,7	14,7	13,9	16,4	18,3
Disponibilités + VMP	82,1	47,6	26,2	29,3	41,3	62,5	77,3
Capitaux propres	228,4	242,6	263,6	284,4	290,9	305,1	313,8
Emprunts et dettes financières	92,5	114,9	111,4	133,2	153,2	174,2	195,2
Compléments de prix	44,3	47,0	21,3	10,7	10,7	10,7	10,7
Total Bilan	412,3	483,3	479,0	512,8	545,5	585,1	620,6
Tableau de flux (M€)	2021/22	2022/23	2023/24	2024/25	2025/26e	2026/27e	2027/28e
Marge Brute d'autofinancement	44,3	45,6	58,0	57,9	61,3	68,8	62,4
Variation de BFR	-8,7	0,7	17,9	4,5	0,8	-2,6	-1,9
Flux net de trésorerie généré par l'activité	32,4	47,4	73,1	60,5	62,1	66,3	60,5
Investissements opérationnels nets	-58,8	-80,4	-80,8	-75,5	-69,9	-66,2	-66,6
Investissements financiers nets	-22,6	-35,5	-6,5	-4,2	0,0	0,0	0,0
Flux nets de trésorerie liés aux investissements	-81,4	-115,9	-87,3	-79,7	-69,9	-66,2	-66,6
Augmentation de capital	0,0	0,0	0,0	8,7	0,0	0,0	0,0
Variation emprunts	37,4	36,5	-5,9	10,1	20,0	21,0	21,0
Dividendes versés	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Autres	-0,1	-0,2	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Flux nets de trésorerie liés au financement	35,3	33,9	-8,6	18,8	20,0	21,0	21,0
Variation de trésorerie	-13,1	-34,5	-22,7	-0,4	12,2	21,1	14,9
Ratios (%)	2021/22	2022/23	2023/24	2024/25	2025/26e	2026/27e	2027/28e
Variation chiffre d'affaires	-12,3%	0,0%	7,5%	0,1%	12,5%	9,5%	7,4%
Marge EBE	28,6%	28,8%	33,8%	33,3%	35,6%	37,1%	38,2%
Marge opérationnelle courante	12,2%	8,5%	4,0%	-1,5%	6,7%	10,6%	7,2%
Marge opérationnelle	8,6%	11,1%	12,5%	0,7%	6,7%	10,6%	7,2%
Marge nette	6,3%	8,2%	10,5%	-0,8%	3,5%	6,8%	3,9%
CAPEX (% CA)	37,7%	51,6%	48,2%	45,0%	37,0%	32,0%	30,0%
BFR (% CA)	32,3%	19,2%	5,2%	8,7%	7,3%	7,9%	8,2%
ROCE	4,8%	2,7%	1,3%	-0,5%	2,2%	3,8%	2,7%
ROCE hors GW	7,2%	4,3%	2,1%	-0,7%	3,3%	5,5%	3,8%
ROE	4,3%	5,3%	6,7%	-0,5%	2,3%	4,6%	2,8%
Payout	0,0%	0,0%	0,0%	100,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Dividend yield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Ratios d'endettement	2021/22	2022/23	2023/24	2024/25	2025/26e	2026/27e	2027/28e
Gearing (%)	23,9%	47,1%	40,4%	40,3%	42,1%	40,1%	41,0%
Dettes nettes/EBE	1,2	2,5	1,9	2,1	1,8	1,6	1,5
EBE/charges financières	858,3	19,4	11,8	9,6	14,6	14,7	14,5
Valorisation	2021/22	2022/23	2023/24	2024/25	2025/26e	2026/27e	2027/28e
Nombre d'actions (en millions)	86,2	86,9	87,8	105,9	105,9	105,9	105,9
Nombre d'actions moyen (en millions)	96,1	86,6	87,3	96,8	105,9	105,9	105,9
Cours (moyenne annuelle en euros)	5,5	4,0	1,7	0,6	0,6	0,6	0,6
(1) Capitalisation boursière moyenne	530,3	344,5	151,9	55,2	60,4	60,4	60,4
(2) Dette nette (+) / trésorerie nette (-)	54,7	114,3	106,5	114,6	122,6	122,4	128,6
(3) Valeur des minoritaires	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
(4) Valeur des actifs financiers	1,7	2,4	2,9	2,9	2,9	2,9	2,9
Valeur d'entreprise = (1)+(2)+(3)-(4)	583,2	456,4	255,5	166,9	180,1	179,9	186,1
VE/CA	3,1	2,6	1,4	1,1	0,8	0,8	0,7
VE/EBE	10,9	9,2	4,2	3,2	2,4	2,1	2,0
VE/ROC	25,6	30,9	35,5	ns	12,7	7,3	10,4
PER	48,3	27,0	8,7	ns	7,6	3,5	5,7
P/B	2,1	1,4	0,6	0,3	0,2	0,2	0,2
Données par action (€)	2021/22	2022/23	2023/24	2024/25	2025/26e	2026/27e	2027/28e
Bnpa	0,18	0,10	0,04	-0,06	0,07	0,15	0,10
Book value/action	2,6	2,8	3,0	2,7	2,7	2,9	3,0
Dividende /action	0,00	0,00	0,00	-0,02	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 25/01/2021

Accumuler : Du 29/04/2020 au 24/01/2021

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 Nacon (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."

