

Pullup Entertainment

Jeux Vidéo

Achat

Objectif de cours	18,7 €
Cours au 20/06/2024	11,60 €
Potentiel	61,5%

Données valeur

ALPUL-FR	
Euronext Paris	
Capitalisation (M€)	99,1
Nb de titres (en millions)	8,54
Volume moyen 12 mois (titres)	7 756
Extrêmes 12 mois	7,67 € 44,25 €

Performances boursières

Performances (%)	Ytd	1m	3m	12m
Perf. Absolue	-24,7%	1,0%	16,5%	-71,3%
Perf CAC Small	-2,1%	-10,3%	-0,7%	-7,6%

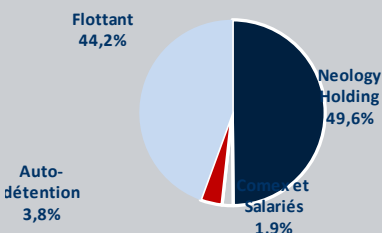
Données financières (en M€)

au 31/03	2023	2024e	2025e	2026e
CA	194,1	187,3	224,4	252,5
var %	13,5%	-3,5%	19,8%	12,5%
EBE	60,3	59,7	83,0	94,9
% CA	31,1%	31,9%	37,0%	37,6%
ROC	26,2	-5,8	23,8	31,8
% CA	13,5%	-3,1%	10,6%	12,6%
RN	7,3	-19,9	8,7	13,2
% CA	3,8%	-10,6%	3,9%	5,2%
Bnpa (€)	1,13	-2,34	1,02	1,54
ROCE (%)	19,2%	-2,5%	9,8%	12,5%
ROE (%)	5,2%	-16,4%	5,6%	7,9%
Gearing (%)	7,5%	107,7%	72,7%	62,9%
Dette nette	27,3	142,2	117,5	109,3
Dividende n (€)	0,00	0,00	0,00	0,00
Yield (%)	0%	0%	0%	0%

Multiples de valorisation

	2023	2024e	2025e	2026e
VE/CA (x)	0,6	1,3	1,0	0,9
VE/EBE (x)	1,8	4,1	2,7	2,3
VE/ROC (x)	4,1	ns	9,5	6,9
P/E (x)	10,3	ns	11,4	7,5

Actionariat



Une année mouvementée !

Publication des résultats annuels 2023/24

Hier, Pullup Entertainment a publié ses résultats annuels pour l'exercice 2023/24. Le groupe a annoncé un CA annuel en baisse de -3,5% à 187,3M€, et des résultats en demi-teinte. En effet, les marges du groupe ont été impactées de manière importante, fragilisant sa structure financière. Cependant, Pullup Entertainment peut s'appuyer sur 1/ l'attractivité du groupe, démontrée par le succès rencontré lors de sa récente augmentation de capital, 2/ d'un back catalogue solide garantissant des revenus récurrents, 3/ d'un line up prometteur pour l'exercice 2024/25, marqué notamment par la sortie très attendue de *Space Marine 2*.

Des résultats dégradés dans une année de transition

Pour rappel, Pullup Entertainment avait publié un chiffre d'affaires en recul de -3,5% à 187,3M€ il y a quelques semaines. Cette baisse s'explique par l'impact du décalage des sorties de *Banishers: Ghosts of New Eden* et *Warhammer 40,000: Space Marine 2*. Néanmoins, malgré un catalogue restreint sur l'exercice, le back catalogue, qui a représenté 66% du CA, a progressé de +89% atteignant 123,5M€, grâce notamment à la performance de *Teenage Mutant Ninja Turtles: Shredder's Revenge* ainsi que d'autres franchises.

Sur la base de comparaison d'un exercice qui avait connu le succès de la sortie de *Teenage Mutant Ninja Turtles: Shredder's Revenge*, et dans une année sans nouvelles sorties marquantes, Pullup Entertainment a publié des résultats dégradés. Bien que légèrement supérieurs à nos attentes, l'EBITA est ressorti négatif à -0,3M€ (vs 28,4M€ en n-1). Nous attendions -1,9M€. En bas du compte de résultat, le groupe a enregistré une perte nette de 19,9M€ (vs +7,3 M€ y/y).

Une structure financière alourdie

Dans des résultats dégradés, la structure du groupe se détériore également. Au 31 mars 2024, Pullup Entertainment dispose d'une trésorerie brute de 17,9 M€. Le groupe a eu recours à la dette, et présente désormais une position de dette financière de 156 M€. Pour l'exercice 2024/25, Pullup Entertainment pourra compter sur la récente augmentation de capital réalisée pour un montant de 23 M€ et, comme annoncé lors de la présentation des résultats annuels, une seconde augmentation de capital réservée aux salariés pour un montant supplémentaire de 813 K€. Cette dernière portera sur un nombre maximum de 85 389 actions pour un prix de souscription de 9,53 € par action, représentant une décote de 30% sur le prix actuel.

Ces augmentations de capital auront pour but, toujours dans la stratégie du groupe, de 1/ réduire l'endettement net de la Société, 2/ saisir les opportunités de développement.

Line-Up et perspectives

Après un exercice marqué par des sorties en dessous des attentes pour les équipes de Pullup, les prochaines échéances sont cruciales pour le groupe. *Warhammer 40,000 : Space Marine 2*, dont la sortie est prévue le 9 septembre 2024, est très attendu. Avec une forte présence dans les wishlist sur Steam, le management se dit confiant dans l'atteinte des objectifs fixés sur le jeu (nous l'estimons à 55 M€). L'exercice 2024/2025 devrait être synonyme d'un retour à la croissance pour le groupe mais également d'amélioration de la rentabilité. Avec un line-up de 65 jeux attendus sur les trois prochaines années, et l'évolution du mix de revenus vers un modèle 50% owned IP / co-owned IP, les objectifs de Pullup sont clairs. La sortie du très attendu *Warhammer 40,000: Space Marine 2*, d'autres nouveautés tels que *Metal Slugs Tactics* ou encore *Memories in Orbit*, ainsi que des opérations marketing d'envergure pourraient porter les ambitions du groupe.



Renan Kerourio
Analyste

01 44 70 20 96

rkerourio@elcorp.com



Retrouvez l'actualité boursière des small caps chaque jour dans votre boîte mail, gratuitement. [Inscription ici.](#)

Pullup Entertainment

Jeux Vidéo

Par ailleurs, le groupe a annoncé la prise de participations stratégique, pour un montant non significatif, dans Rundisc (développeurs de *Chants of Sennaar*) et Uppercut games (un studio australien qui a travaillé sur *Bioshock*, *XCOM* ou encore *Borderlands*).

La prochaine échéance importante sera donc la sortie de *Space Marine 2* le 9 septembre 2024. Nous sommes confiants dans la bonne performance du titre qui devrait porter en grande partie la croissance du catalogue sur l'exercice à venir. Nous réitérons nos estimations, à savoir une croissance du CA de +19,9% à 224,4 M€e, qui devrait conduire à une amélioration importante de la rentabilité avec EBITA à 23,8 M€e (soit 10,6% en marge).

Recommandation

Suite à ce communiqué, nous maintenons notre recommandation à Achat et notre objectif de cours à 18,7€ sur le titre.



Renan Kerourio
Analyste

01 44 70 20 96

rkerourio@elcorp.com



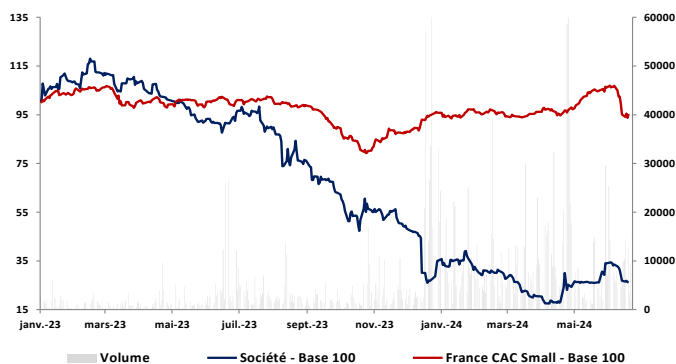
Retrouvez l'actualité boursière des small caps chaque jour dans votre boîte mail, gratuitement. [Inscription ici](#).

Présentation de la société

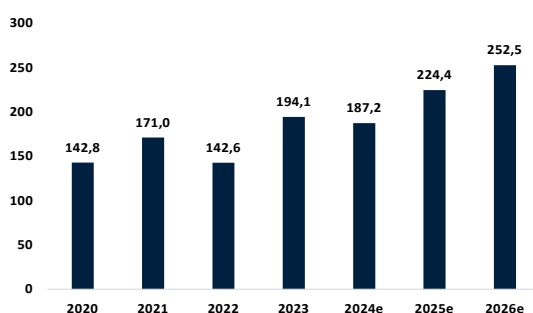
Créé en 1995, Focus Entertainment est l'un des leaders européens de l'édition et du développement de jeux vidéo. La société accompagne les studios de développement dans le suivi de production des jeux, elle assure la communication et la commercialisation de ceux-ci en s'appuyant sur des partenaires (grossistes, 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.

Evolution du cours (base 100)



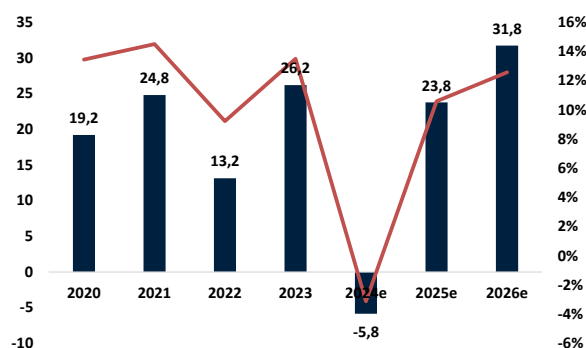
Evolution du chiffre d'affaires (M€)



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.

Evolution du ROC et de la marge (M€, %)



Multiples de valorisations

Société	Capitalisation	Dettes nettes	VE	EV/sales			EV/EBITDA			EV/EBIT			P/E		
				2024e	2025e	2026e	2024e	2025e	2026e	2024e	2025e	2026e	2024e	2025e	2026e
Embracer Group AB Class B	2 320,8	1 379,1	3 699,9	1,0x	1,0x	1,0x	4,2x	3,8x	3,5x	6,1x	5,7x	5,3x	ns	12,4x	8,6x
Devolver Digital, Inc.	98,7	-41,4	57,3	0,7x	0,6x	0,5x	ns	8,2x	4,1x	ns	9,0x	4,4x	ns	108,6x	12,9x
Frontier Developments Plc	64,5	-5,6	58,9	0,6x	0,6x	0,5x	ns	ns	191,7x	ns	ns	ns	ns	ns	28,0x
Nacon SASU	137,9	121,4	259,4	1,5x	1,3x	1,2x	4,2x	3,7x	3,1x	14,7x	12,2x	9,2x	10,3x	9,1x	6,8x
Paradox Interactive AB	1 899,6	-101,8	1 797,8	7,7x	7,6x	7,1x	12,6x	11,0x	10,3x	31,1x	22,6x	17,8x	40,7x	29,9x	23,5x
Team17 Group PLC	355,9	-50,3	305,6	1,6x	1,7x	1,6x	8,8x	6,1x	5,7x	10,2x	7,2x	6,8x	ns	11,8x	11,2x
Ubisoft Entertainment SA	2 527,5	1 100,7	3 628,3	1,7x	1,6x	1,5x	3,7x	3,3x	2,9x	9,8x	8,3x	7,1x	13,9x	10,9x	9,2x
Digital Bros S.p.A.	147,3	43,5	190,8	1,6x	1,5x	1,2x	4,4x	3,4x	2,6x	9,9x	6,1x	4,1x	15,1x	12,1x	7,6x
Moyenne	944,0	305,7	1 249,7	2,0x	2,0x	1,8x	6,3x	5,6x	28,0x	13,6x	10,2x	7,8x	20,0x	27,8x	13,5x
Médiane	251,6	18,9	282,5	1,5x	1,4x	1,2x	4,3x	3,8x	3,8x	10,0x	8,3x	6,8x	14,5x	12,1x	10,2x

Renan Kerourio

Analyste

01 44 70 20 96

rkerourio@elcorp.com

Compte de résultat (M€)	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Chiffre d'affaires	142,8	171,0	142,6	194,1	187,3	224,4	252,5
Excédent brut d'exploitation	43,3	50,5	42,1	60,3	59,7	83,0	94,9
Résultat opérationnel courant	19,2	24,8	13,2	26,2	-5,8	23,8	31,8
Résultat opérationnel	19,2	24,8	9,1	18,3	-17,6	23,8	31,8
Résultat financier	-0,1	-1,7	-1,7	-3,3	-6,1	-6,1	-6,1
Impôts	-6,0	-6,8	-3,0	-4,5	7,0	-5,3	-7,7
Mise en équivalence	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0
Part des minoritaires	0,0	0,0	0,1	2,9	0,7	2,2	3,3
Résultat net part du groupe	13,0	13,3	3,0	7,3	-19,9	8,7	13,2
Résultat net part du groupe corrigé	13,0	13,3	7,0	15,3	-8,1	8,7	13,2
Bilan (M€)	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Actifs non courants	1,0	76,0	151,9	192,0	264,5	283,8	301,5
dont goodwill	0,0	6,2	68,7	71,8	99,5	99,5	99,5
BFR	36,4	-12,8	-1,6	-17,9	7,6	-1,7	-11,1
Disponibilités + VMP	19,6	19,5	62,6	72,2	17,9	37,6	43,3
Capitaux propres	54,7	68,5	135,3	146,0	128,3	163,1	179,6
Emprunts et dettes financières	1,7	12,5	66,1	83,1	156,2	156,2	156,2
Compléments de prix	0,0	0,0	10,5	16,3	3,9	-1,1	-3,6
Total Bilan	89,8	119,2	251,0	307,1	350,6	376,8	397,1
Tableau de flux (M€)	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Marge Brute d'autofinancement	13,7	38,7	37,1	54,1	67,6	70,1	79,6
Variation de BFR	-11,3	-1,7	-9,3	13,1	-18,3	9,3	9,4
Flux net de trésorerie généré par l'activité	2,4	37,0	27,8	67,2	46,1	79,3	89,0
Investissements opérationnels nets	-0,3	-40,5	-36,8	-65,5	-82,3	-78,5	-80,8
FCF	2,1	-3,6	-9,0	1,7	-36,2	0,8	8
Investissements financiers nets	0,0	-7,3	-58,8	-5,5	-69,7	0,0	0,0
Flux nets de trésorerie liés aux investissements	-0,2	-47,8	-95,6	-71,1	-152,0	-78,5	-80,8
Augmentation de capital	0,0	0,1	68,8	0,0	0,0	23,9	0,0
Variation emprunts	0,5	10,8	50,0	14,2	52,1	0,0	0,0
Dividendes versés	-2,8	0,0	0,0	0,0	-0,5	0,0	0,0
Autres	-0,2	0,0	-7,9	-0,9	-1,0	-5,0	-2,5
Flux nets de trésorerie liés au financement	-2,5	10,9	110,9	13,4	50,6	18,9	-2,5
Variation de trésorerie	-0,4	-0,1	43,1	9,6	-54,3	19,7	5,7
Ratios (%)	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Variation chiffre d'affaires	13,3%	19,8%	-16,6%	13,5%	-3,5%	19,8%	12,5%
Marge EBE	30,3%	29,5%	29,6%	31,1%	31,9%	37,0%	37,6%
Marge opérationnelle courante	13,5%	14,5%	9,2%	13,5%	-3,1%	10,6%	12,6%
Marge opérationnelle	13,5%	14,5%	6,4%	9,4%	-9,4%	10,6%	12,6%
Marge nette	9,1%	7,8%	2,1%	3,8%	-10,6%	3,9%	5,2%
Investissements opérationnels nets/CA	0,2%	23,7%	25,8%	33,8%	43,9%	35,0%	32,0%
BFR/CA	25,5%	-7,5%	-1,1%	-9,2%	4,1%	-0,7%	-4,4%
ROCE	37,8%	28,8%	6,6%	11,3%	-1,6%	6,3%	8,2%
ROCE hors GW	37,8%	32,0%	12,1%	19,2%	-2,5%	9,8%	12,5%
ROE	23,8%	19,4%	2,2%	5,2%	-16,4%	5,6%	7,9%
Payout	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	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	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Gearing (%)	-32,9%	-10,2%	2,6%	7,5%	107,7%	72,7%	62,9%
Dettes nettes/EBE	-0,4	-0,1	0,3	0,5	2,4	1,4	1,2
EBE/charges financières	373,4	30,1	24,4	18,1	9,8	13,6	15,6
Valorisation	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Nombre d'actions (en millions)	5,3	5,3	6,5	6,5	8,5	8,5	8,5
Nombre d'actions moyen (en millions)	5,3	5,3	5,9	5,9	7,5	8,5	8,5
Cours (moyenne annuelle en euros)	23,0	42,1	52,0	11,6	11,6	11,6	11,6
(1) Capitalisation boursière moyenne	121,3	224,2	307,2	68,5	87,1	99,1	99,1
(2) Dette nette (+)/ trésorerie nette (-)	-18,0	-7,0	14,0	27,3	142,2	117,5	109,3
(3) Valeur des minoritaires	0,0	0,0	1,6	5,7	6,8	9,0	12,3
(4) Valeur des actifs financiers	-0,3	-1,4	-1,2	-1,2	-2,1	-2,1	-2,1
Valeur d'entreprise = (1)+(2)+(3)-(4)	103,7	218,6	324,0	102,7	238,2	227,6	222,7
VE/CA	0,7	1,3	2,5	0,6	1,3	1,0	0,9
VE/EBE	2,4	4,3	8,4	1,8	4,1	2,7	2,3
VE/ROC	5,4	8,8	26,8	4,1	ns	9,5	6,9
P/E	9,4	16,9	113,1	10,3	ns	11,4	7,5
P/B	2,2	3,3	2,5	0,5	0,8	0,6	0,6
P/CF	51,2	6,1	11,1	1,0	1,9	1,2	1,1
FCF yield (%)	2,0%	-1,6%	-2,8%	1,7%	-15,2%	0,4%	3,7%
Données par action (€)	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Bnpa	2,46	2,49	0,46	1,13	-2,34	1,02	1,54
Bnpa corrigé et dilué	2,46	2,55	1,13	2,48	-0,99	1,06	1,60
Book value/action	10,3	12,9	20,9	22,5	15,0	19,1	21,0
Dividende /action	0,00	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 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