

# PULLUP Entertainment (ALPUL)

*Situation spéciale — probabilité élevée d'une offre publique avant le catalyseur Space Marine 3*

Rédigé le 9 juillet 2026 — 10keuros (SP Finance). Cours de référence : 8,80 € — capitalisation ≈ 75 M€. Sources : 21 notes Euroland (2023-2026), rapports financiers 2021/22 → 2025/26, comptes des holdings (Pappers), analyses propriétaires, presse financière.

## 1. Synthèse et recommandation

PULLUP Entertainment traite à 8,80 €, soit 45 % sous son actif net comptable (16,1 €), ~2x l'EBITDA et 0,6x le chiffre d'affaires, alors que notre valorisation prudente multi-critères ressort à **15,8 € par action (fourchette 12-19 €)**. Cette décote ne s'explique ni par le bilan (dette nette 85,7 M€, covenant respecté, FCF redevenant positif), ni par le fonds de commerce (back catalogue record de 189 M€, 67 % du CA). Elle s'explique par une structure actionnariale verrouillée et, selon nous, entretenue.

Le contrôlant, Neology Holding (Fabrice Larue), détient 49,38 % du capital — juste sous le seuil de 50 % qui déclencherait une offre obligatoire sur Euronext Growth — et 53,68 % des droits de vote exerçables. Il ne peut plus se renforcer sans lancer une offre ; son PRU (~31-41 €) et l'économie de ses investisseurs (BPI, familles Bouygues et Dassault, TRI cible 8-10 %) exigent une sortie très au-dessus du cours. La seule voie rationnelle : racheter le flottant au creux, avant que Space Marine 3 (2028/29e) ne revalorise le titre.

**Espérance de valeur pondérée sur 24 mois : ~16,1 € par action, soit +83 % (TRI ~35 %) — révisée en juillet 2026 pour intégrer le décalage probable de SM3 vers 2028/29. Position recommandée : ligne dimensionnée pour l'illiquidité, horizon 12-24 mois (potentiellement plus long), avec discipline de non-apport en cas d'offre inférieure à l'ANC (section 6).**

## 2. La thèse en trois mécanismes

### 2.1 Le verrou capitalistique

- Neology à 49,38 % du capital / 49,76 % des droits de vote bruts (base de calcul des seuils) : **toute annulation d'actions auto-détenues (7,7 %) ou tout achat ferait franchir 50 % et déclencherait l'offre obligatoire.**
- Contrôle de fait déjà acquis en AG (53,68 % des droits de vote nets, vote double) : une offre n'aurait pas un but de contrôle mais un but économique — capter la décote.
- Cascade de holdings endettée : Neology porte ~60 M€ de dette, actions PULLUP nanties, pertes récurrentes ; le dividende de 1 € (4,2 M€ pour Neology) et la convention FLCP (500 k€/an + success fees) assurent le portage en attendant.

### 2.2 La fenêtre Space Marine 3 (mise à jour juillet 2026)

SM2 a généré 164 M€ en trois semaines et transformé l'exercice 2024/25 (CA 390 M€, EBITA 60,3 M€). Une simple répétition ramènerait l'EBITA vers 50-60 M€, soit 28-36 € par action même à 6x. Cette option vaut zéro dans le consensus et vaudrait zéro dans le plan d'affaires remis à un expert indépendant — plan établi par le management. **Actualisation : Saber a confirmé en 2026 un cycle de développement d'environ quatre ans (directeur : « years away »), plaçant SM3 vers 2028/29 plutôt que 2027/28.** Conséquence à double tranchant : la campagne marketing (~12 mois avant la sortie ; le titre avait pris +91

% en deux mois avant SM2) ne démarrerait que courant 2027-2028, ce qui **élargit la fenêtre d'une offre basse jusqu'en 2027-début 2028** et réduit le coût d'attente de l'initiateur — mais repousse aussi le re-rating spontané du titre au-delà de l'horizon 24 mois. Le calendrier des sorties 2026/27 (Resonance fin août, TSW7 estimé sept.-oct., SM2 sur Switch 2 aux fêtes) est dense mais sans candidat au statut de hit : l'exercice restera « moyen », commode pour justifier un prix d'offre modeste.

### 2.3 Le faisceau d'indices (12 derniers mois)

| Signal                                                                                                     | Date             | Lecture                                                                               |
|------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------|---------------------------------------------------------------------------------------|
| Arrêt de la recherche sponsorisée Euroland                                                                 | juil. 2026       | Fin du soutien au cours ; disparition de l'objectif public de 19,8 €                  |
| Contrat de liquidité transféré à Natixis Oddo BHF                                                          | 01/04/2026       | Passage à une banque capable de présenter une offre                                   |
| Communiqué T4 anormalement négatif, guidance abaissée, dépréciations accélérées                            | 16/04/2026       | Abaisse les fonds propres (plancher expert) alors que le CA bat le consensus de 20 M€ |
| Publication inédite des comptes Neology (titres dépréciés à ~16 €/action)                                  | début 2026       | Ancrage d'un prix bas ; possible exigence de prêteur / due diligence                  |
| Rachat des minoritaires Dotemu et Deck13 (100 %), puts Blackmill, cession Douze Dixièmes, fermeture Leikir | oct. 2025 - 2026 | Nettoyage du périmètre typique d'une préparation de cession                           |
| Arrêt des rachats d'actions au marché ; auto-détention gelée à ~7,7 %                                      | 2025-2026        | Se tenir juste sous le seuil des 50 % de droits de vote                               |
| Dividende exceptionnel de 1 € (payout 41 %)                                                                | oct. 2025        | Remontée de cash vers la holding endettée                                             |
| Direction générale renforcée (G. Sardin ex-Ubisoft, V. Chataignier) + non-concurrence                      | 2025-2026        | Actif rendu « vendable » ; équipe M&A FLCP doublée (500 k€/an)                        |

*Chaque élément pris isolément a une explication innocente ; leur simultanéité sur six mois, juste sous le seuil de 50 %, dessine le tableau classique des 6-18 mois précédant une offre.*

## 3. Valorisation (approche prudente — détail dans le rapport PPT du 9 juillet 2026)

| Approche                     | Fourchette       | Central       | Hypothèses clés                                                                           |
|------------------------------|------------------|---------------|-------------------------------------------------------------------------------------------|
| DCF                          | 14,4 - 20,9 €    | 17,3 €        | WACC 11,5 %, g 1,5 %, marge plafonnée 13 %, aucun hit modélisé                            |
| Multiples boursiers          | 9,8 - 17,0 €     | 13,5 €        | 0,8x CA ; 7-9x EBITA normatif 25,2 M€ ; décote d'illiquidité                              |
| Multiples transactionnels    | 12,7 - 18,6 €    | 15,7 €        | Référence interne Dotemu ~10x EBIT, retenu 9x, sans prime de contrôle                     |
| Actif net comptable          | 7,4 - 16,1 €     | 16,1 €        | CP part groupe 137,3 M€ au 31/03/2026, après dépréciations                                |
| <b>Pondéré (35/25/15/25)</b> | <b>12 - 19 €</b> | <b>15,8 €</b> | <b>Aucune valeur pour SM3, la prime de contrôle ou le catalogue à sa valeur de marché</b> |

## 4. Génération de cash et valeur du catalogue : lire au travers du « FCF faible »

### 4.1 L'exploitation génère massivement du cash ; les « CAPEX » sont un choix d'investissement

Le cash-flow opérationnel publié par la société (6,5 M€ en 2025/26) intègre les acquisitions d'immobilisations — c'est-à-dire les investissements dans les jeux. En le décomposant, le tableau change radicalement :

| M€ (au 31/03)                                         | 2022/23 | 2023/24 | 2024/25 | 2025/26 |
|-------------------------------------------------------|---------|---------|---------|---------|
| Flux nets d'exploitation (avant investissements jeux) | 67,2    | 46,1    | 146,5   | 90,9    |
| dont variation du BFR                                 | +13,1   | -18,3   | +15,4   | +10,8   |
| Investissements dans les jeux (CAPEX incorporels)     | -65,5   | -82,3   | -94,4   | -84,4   |
| Cash-flow opérationnel (définition société)           | 2,1     | -36,2   | 52,1    | 6,5     |
| Amortissements des jeux (hors goodwill)               | ≈ -33   | ≈ -69   | ≈ -81   | ≈ -70   |

- **Même l'année « sans hit » (2025/26), l'exploitation dégage 90,9 M€ avant investissements** — soit plus que la capitalisation boursière actuelle (~75 M€). L'année à hit (2024/25) en a dégagé 146,5 M€.
- **Les 84-94 M€ investis chaque année ne sont pas de la maintenance** : c'est l'achat du pipeline (SM3, Resonance: A Plague Tale Legacy, ~15 projets structurants) et du futur back catalogue. Le CAPEX excède les amortissements de ~15 M€/an : le groupe choisit de sur-investir. Un propriétaire qui voudrait « récolter » ramènerait le CAPEX au niveau des amortissements (~70 M€) et dégagerait ~20-75 M€ de FCF selon l'année — c'est précisément ce qu'un initiateur d'offre achèterait.
- **Le BFR est une ressource, pas un besoin** : les plateformes (Steam, Sony, Microsoft) paient vite, les milestones studios se règlent en différé — contribution de +10,8 M€ en 2025/26 et +15,4 M€ en 2024/25. La seule année négative (-18,3 M€ en 2023/24) correspond à la crise, pas à la structure.

### 4.2 Le catalogue au bilan : un actif qui grossit, rajeunit et « tourne » une fois par an

| M€ (au 31/03)                                                      | 2023  | 2024  | 2025  | 2026  |
|--------------------------------------------------------------------|-------|-------|-------|-------|
| Immobilisations incorporelles nettes hors goodwill (jeux, marques) | 118,3 | 161,6 | 169,8 | 195,5 |
| Écarts d'acquisition nets                                          | 71,8  | 99,5  | 84,2  | 74,0  |
| CA back-catalogue de l'exercice                                    | ≈ 66  | 123,5 | 123,6 | 189,0 |
| Back-catalogue en % du CA                                          | 34 %  | 66 %  | 32 %  | 67 %  |

- **La valeur nette du catalogue a augmenté de 65 % en trois ans (118 → 196 M€)** alors même que les jeux sont amortis en 12-36 mois et que l'exercice 2025/26 a subi des dépréciations « accélérées » : les entrées (nouveaux développements, Carpool consolidé) excèdent largement les sorties. Le stock d'actifs est jeune.
- **Rendement du catalogue ≈ 1,1x par an** : les 169,8 M€ d'actifs nets au 31/03/2025 ont produit 189,0 M€ de CA récurrent en 2025/26, à marge brute élevée. Peu d'actifs industriels « tournent » une fois l'an ; les catalogues de contenus se valorisent usuellement 1x à 3x leur CA récurrent — soit 189 à 567 M€, contre 195,5 M€ au bilan.

**Implication pour la valorisation et la contestation : à 14 €, la VE (213 M€) paierait à peine plus que la seule valeur comptable du catalogue (195,5 M€) — en obtenant gratuitement le goodwill, le pipeline financé (84 M€/an), la licence Warhammer et 90 M€ de génération de cash annuelle avant investissements. C'est l'argument cash le plus simple à opposer à un expert.**

## 5. Scénarios datés et espérance de valeur (horizon 24 mois)

| Scénario                                                                                                         | Fenêtre        | Prix / cours | Central | Prob. |
|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------|--------------|---------|-------|
| S1 — OPA opportuniste de Neology avant la hype SM3 (fenêtre élargie par le décalage de SM3 vers 2028/29)         | S2 2026 - 2027 | 13 - 18 €    | 15,5 €  | 35 %  |
| S2 — P2P structuré avec partenaire (fonds/industriel) ou cession du bloc entraînant une offre à prix supérieur   | 2027 - 2028    | 18 - 25 €    | 21,5 €  | 20 %  |
| S3 — Pas d'offre : re-rating progressif (exécution 26/27-27/28, début de hype SM3 en fin d'horizon seulement)    | 2027/28        | 16 - 24 €    | 20,0 €  | 25 %  |
| S4 — Scénario adverse : line-up 26/27 décevant, SM3 repoussé au-delà de 2029, pas d'offre, illiquidité prolongée | —              | 6 - 8 €      | 7,0 €   | 20 %  |

Espérance de valeur :  $0,35 \times 15,5 + 0,20 \times 21,5 + 0,25 \times 20,0 + 0,20 \times 7,0 \approx 16,1$  € par action, soit +83 % vs 8,80 € (TRI ~35 % sur 24 mois). Révision de juillet 2026 : le décalage probable de SM3 vers 2028/29 (cycle de développement ~4 ans confirmé par Saber) abaisse le scénario « re-rating sans offre » sur l'horizon (20,0 € vs 25,0 € ; 25 % vs 30 %) et relève légèrement le scénario adverse (20 %) — l'espérance passe de ~18,3 € à ~16,1 €. En contrepartie, la probabilité cumulée d'une offre (S1+S2 : 55 %) est confortée : l'initiateur dispose de plus de temps et le titre de moins de catalyseurs spontanés. Ces probabilités restent un jugement ; l'asymétrie demeure (trois scénarios sur quatre au-dessus de 15 €, plancher d'actifs à 7,4 €).

## 6. Contester une offre au rabais : l'argumentaire prêt à l'emploi

Illustration sur une offre hypothétique à 14 € (VE implicite 213 M€ : 0,76x le CA, 2,7x l'EBITDA, 8,5x l'EBITA normatif). La prime apparente de +59 % sur le cours masque une décote sur toutes les références de valeur pertinentes :

| Référence opposable                                                           | Valeur            | 14 € vs réf.  | Force                                           |
|-------------------------------------------------------------------------------|-------------------|---------------|-------------------------------------------------|
| ANC part du groupe au 31/03/2026 (après dépréciations)                        | 16,06 €           | -12,8 %       | Très forte — plancher audité                    |
| Multiple interne : rachat des minoritaires Dotemu à ~10x l'EBIT (nov. 2025)   | 18,60 €           | -24,7 %       | Très forte — transaction réelle de l'initiateur |
| Dernier objectif de la recherche financée par la société (Euroland, mai 2026) | 19,80 €           | -29,3 %       | Forte — la société l'a payé                     |
| DCF de cette même recherche / DCF prudent SP Finance                          | 31,20 € / 17,30 € | -55 % / -19 % | Forte — méthode centrale des experts            |
| PRU Neology (~32 €) et bloc de contrôle 2020 (40 €)                           | 32 - 40 €         | -56 à -65 %   | Contextuelle — révèle l'opportunisme            |

### 6.1 Les trois arguments de fond

- **Sous l'ANC audité** : toute offre inférieure à 16,06 € achète les actifs nets moins cher que leur valeur comptable — elle-même sous-évaluée : les jeux sont amortis en 12-36 mois alors que le back

catalogue qu'ils constituent génère 189 M€ de CA récurrent par an, et le goodwill est amorti sur 10 ans sans réalité économique (EBITDA maintenu à 79,6 M€). L'expert doit motiver spécifiquement tout écart.

- **L'étalon interne de l'initiateur** : la société achète ses propres studios à ~10x l'EBIT (put Dotemu exercé en nov. 2025, mécanique identique sur Dovetail, Blackmill, Black Soup). Impossible de soutenir que 10x vaut pour un studio isolé mais pas pour le groupe entier — intégré, avec ses éditeurs, la licence Warhammer et sans même une prime de contrôle.
- **Un plan d'affaires vérifiable** : Space Marine 3 est officialisé publiquement (avril 2025, réitéré le 11 juin 2026 dans la « quinzaine de projets structurants ») et SM2 a produit 164 M€ en trois semaines. Un plan remis à l'expert qui omettrait ou minorerait SM3, les 10+ lancements 2026/27 (dont Resonance: A Plague Tale Legacy) ou la guidance de croissance de rentabilité réitérée en janvier 2026 serait incohérent avec l'information publique — exiger la documentation de ces hypothèses dans le rapport d'expertise.

## 6.2 Disqualifier la référence au cours

Le cours n'est une référence valable que si le marché est liquide et informé. Or : volumes de ~18 500 titres/jour (0,2 % du capital), flottant de 41,9 %, fonds short présents — et un assèchement organisé par l'émetteur lui-même : arrêt de la recherche sponsorisée juste après un objectif publié de 19,8 €, arrêt des rachats d'actions, communiqué du 16/04/2026 anormalement négatif (avertissement sur des objectifs jamais communiqués, dépréciations accélérées) alors que le CA battait le consensus de 20 M€. Enfin, l'asymétrie d'information sur SM3 : le management-initiateur connaît le calendrier et les indicateurs d'attente ; lancer une offre avant l'annonce de la date expose au grief de manquement à la loyauté, à faire valoir auprès de l'expert et de l'AMF.

## 6.3 Les leviers procéduraux

- **Expert indépendant** : obligatoire (initiateur = contrôlant, retrait obligatoire envisagé). Lui adresser tôt, par écrit, un memorandum reprenant les références ci-dessus — l'expert doit traiter les observations écrites des minoritaires. Contester si nécessaire les conditions de sa désignation et le traitement des conventions FLCP (500 k€/an + success fees payés par la cible à une entité de l'initiateur).
- **AMF** : observations pendant la période d'offre sur la qualité de l'information (séquence des communiqués, dépréciations) ; recours possible contre la décision de conformité devant la cour d'appel de Paris (délai très court, ~10 jours — à valider par un avocat).
- **Blocage du retrait obligatoire — l'arme principale** : le squeeze-out exige 90 % du capital et des droits de vote. Il suffit que 855 119 actions (10 % du capital, ~24 % du flottant) ne soient pas apportées pour l'empêcher. Alliés naturels : Otus Capital (entré à 11,30 € en 2024), communautés d'actionnaires individuels, ADAM. Attention : une coordination formalisée peut constituer une action de concert déclarable — à cadrer juridiquement. Un initiateur privé de squeeze-out relève généralement son prix.
- **Preuves à archiver dès maintenant** : communiqués horodatés 2023-2026 (la bascule de ton d'avril 2026), notes Euroland (OC 19,8 €, DCF 31,2 €), comptes Neology/FLCP et leur chronologie de publication, prix des puts studios, relevés de volumes, questions écrites d'AG et réponses — à renouveler à l'AG de septembre 2026 (vocation de l'auto-détention, hypothèses SM3, justification des dépréciations).

**Objectif réaliste d'une contestation : forcer un relèvement vers 17-20 €, zone où l'ANC, le DCF prudent et le multiple Dotemu convergent. Conduite : ne pas apporter sous 16 € ; entre 16 et 20 €, arbitrer**

selon la probabilité résiduelle du re-rating SM3 et ne pas apporter la totalité tant que le retrait obligatoire n'est pas certain.

## 7. Calendrier de veille

- **16 juillet 2026** : CA T1 2026/27 — analyser le ton (pessimisme maintenu malgré un bon back catalogue = confirmation du pattern).
- **Septembre 2026** : convocation et résolutions de l'AG — réduction de capital, autorisations d'annulation d'actions, autorisations financières larges.
- **En continu** : déclarations AMF (seuils, dirigeants), dépôts de comptes Neology/FLCP, bilan du contrat de liquidité Natixis, annonces Space Marine 3, mouvements de volume inhabituels. Une veille automatisée hebdomadaire (vendredi 8h) est en place.

## 8. Risques principaux

- Prix d'offre spoliateur validé par l'expert : le risque central n'est pas fondamental mais de gouvernance — d'où la discipline de non-apport et l'argumentaire de la section 6.
- Volatilité des hits : le T4 2025/26 (Toxic Commando, MIO sous les attentes) rappelle que l'EBITA peut décrocher vite ; SM3 est désormais attendu vers 2028/29 (cycle ~4 ans confirmé par Saber, juillet 2026) et peut encore glisser — le calendrier 2026/27 (Resonance, TSW7, portages Switch 2) est dense mais sans candidat au statut de hit.
- Financement de l'initiateur : Neology est déjà endettée (~60 M€) ; une offre requiert une banque ou un partenaire — c'est le principal facteur de retard possible.
- Covenant DFN/EBITDA (testé 31/03 et 30/09) et nantissements (77,5 % Dotemu, 100 % Focus Publishing) : contraignent les montages mais protègent aussi contre une dérive du levier.
- Secteur : dé-rating persistant, fonds short présents, disruption IA sur les coûts de développement (menace pour les studios, plutôt neutre à positive pour l'édition).

*Avertissement — Document d'analyse établi sur sources publiques et analyses propriétaires. Il ne constitue ni un conseil en investissement, ni un avis juridique ; les modalités procédurales (expertise indépendante, délais de recours) devront être validées par un avocat en droit boursier au moment des faits. Les scénarios, probabilités et valorisations reposent sur des jugements susceptibles d'être erronés. Investir en actions expose à un risque de perte totale en capital. L'auteur de la demande est actionnaire de la société analysée.*