

Achat

Objectif de cours	17,50 €
Cours au 13/12/2023	14,00 €
Potentiel	25%

Données valeur

ALHUN.PA / ALHUN.FP	
Euronext Growth	
Capitalisation (M€)	54,2
Nb de titres (en millions)	3,87
Volume moyen 12 mois (titres)	1 435
Extrêmes 12 mois	11,30 € 15,90 €

Performances boursières

Performances (%)	Ytd	1m	3m	12m
Perf. Absolue	17,7%	1,1%	-7,9%	22,4%
Perf CAC Small	-10,1%	4,1%	-8,5%	-9,0%

Données financières (en M€)

au 31/08	2022	2023e	2024e	2025e
CA	97,0	112,4	141,1	151,5
var %	50,4%	15,9%	25,6%	7,4%
EBE	6,7	6,3	8,9	11,1
% CA	6,9%	5,6%	6,3%	7,3%
ROC	6,2	5,4	7,7	9,9
% CA	6,4%	4,8%	5,5%	6,5%
RN	4,4	4,0	5,1	7,2
% CA	4,6%	3,5%	3,6%	4,8%
Bnpa (€)	1,14	1,02	1,31	1,86
ROCE (%)	25,6%	16,0%	19,0%	24,0%
ROE (%)	19,4%	14,8%	16,0%	18,5%
Gearing (%)	-1,4%	19,8%	29,6%	6,8%
Dettes nette*	-0,3	5,3	9,4	2,7
Dividende n (€)	0,00	0,00	0,00	0,00
Yield (%)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

* hors avances permanentes

Multiples de valorisation

	2022	2023e	2024e	2025e
VE/CA (x)	0,5	0,5	0,5	0,4
VE/EBE (x)	6,9	9,4	7,2	5,1
VE/ROC (x)	7,4	11,0	8,2	5,7
P/E (x)	10,5	13,7	10,7	7,5

Actionnariat



Pierre LAURENT
Analyste
01 44 70 20 78
plaurant@elcorp.com



Résultats annuels cohérents, objectifs 2025 confirmés

Publication des résultats annuels 2022/2023

Après avoir publié un chiffre d'affaires annuel en croissance à deux chiffres et porté par l'intégration des acquisitions (112,4 M€, +16,1% dont -0,2% à périmètre constant), Hunyvers communique des résultats plutôt solides. Le REX du groupe s'établit à 5,4 M€, soit une marge de 4,8% (-160 bps YoY) et le RN à 4,0 M€ (vs 4,4 M€). Hors one-off lié à la restructuration en cours chez Ypo Camp Sublet, filiale acquise courant 2022, la marge opérationnelle aurait été globalement en ligne avec nos attentes (5,9% vs 6% estimation Euroland).

Fort d'un environnement porteur et de la poursuite d'une politique de croissance externe active (trois opérations de M&A sur l'exercice, dont deux dans le nautisme), Hunyvers s'attend à un nouvel exercice en croissance et confirme à plus long terme ses objectifs 2025 (CA 170 M€, marge opérationnelle 6,5%). Le seul point de vigilance à court terme est le niveau de stocks de véhicules neufs du groupe, qui pourrait engendrer des frais financiers significatifs sur l'exercice à venir.

Belle progression de la marge brute

Avec une progression à deux chiffres (+15%), la marge brute du groupe atteint 23,9 M€ à la clôture de l'exercice, faisant ressortir un taux de marge pratiquement stable YoY (21,2% vs 21,4%). Contextualisée, cette performance est très solide: le taux de marge brute du groupe avait gagné 300 bps entre 2020/2021 et 2021/2022, porté par l'évolution du mix en faveur des VDL d'occasion. Sur 2022/2023, cette tendance s'est confirmée (vente d'occasions +27,1%, vente de neufs +12,7%), malgré un dynamisme des services un peu moindre (+2,6%, dont -5,6% en organique) du fait d'un effet de base défavorable, notamment sur le dernier trimestre.

Une rentabilité opérationnelle en repli (-13%), mais non normative

Le résultat d'exploitation d'Hunyvers s'établit à 5,4 M€ (vs 6,2 M€) pour une marge opérationnelle de 4,8% (vs 6,4%). Ces chiffres intègrent un one-off d'environ 0,5 M€ (comptabilisé sous forme de provisions et de charges exceptionnelles) lié à la restructuration en cours chez Ypo Camp Sublet. Cette dernière est un peu plus difficile que prévue car elle intègre de gros changements organisationnels (remplacement du management, fusion juridique des deux entités, renouvellement de la majorité de la force commerciale). Le management reste toutefois confiant sur sa capacité à aligner, sur les deux années à venir, la rentabilité de la filiale avec celle du groupe.

Après prise en compte des différents éléments du bas du P&L, le résultat net du groupe s'établit à 4,0 M€ (vs 4,4 M€ en 2021/2022).

Bilan solide, mais hausse du BFR

Avec des capitaux propres de 26,8 M€ pour une dette nette (retraitée des avances permanentes sur stocks de 1,6 M€) de 5,8 M€, le groupe est toujours très bien capitalisé. L'évolution de l'endettement net (Hunyvers était net cash à la clôture de l'exercice précédent) est principalement liée à la hausse du BFR du groupe, qui a consommé de la trésorerie: la progression des stocks, qui atteignent 43,2% du CA vs 28,8% en 2021/2022, n'a pas été suffisamment compensée. Hunyvers affiche ainsi un FCF très légèrement négatif sur l'année (-0,1 M€), auquel il faut rajouter les décaissements liés au M&A (-3,4 M€) et le financement (-1,6 M€).

Perspectives et estimations

Dans un contexte toujours stimulé par une demande importante, les perspectives à court et moyen terme d'Hunyvers sont favorables et lui permettent de réaffirmer ses objectifs à 2025 (CA 170 M€ dont 130-140 M€ en organique, marge d'exploitation 6,5%).



Le
Zapping
des
smalls

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

Nous pensons que les relais de croissance et de rentabilité sont suffisamment clairs pour être en phase avec les attentes du management. Parmi ces relais, nous identifions les suivants: 1/ la poursuite de la croissance organique et du développement des services (effet mix), 2/ le maintien de la dynamique en matière de croissance externe, 3/ une capacité d'intégration prouvée par un track record exemplaire et que nous ne voyons ni faillir ni faiblir, 4/ une diversification pertinente vers le nautisme (acquisition de Marine Plaisance Service et LBC Nautic en 2023, ajoutées à celle Groupe Nautic en 2020), industrie à plus forte valeur ajoutée que les VDL (marge opérationnelle >20% selon nos estimations) qui devrait peser >15% de l'activité d'Hunyvers en 2023/2024 et 5/ un possible début de monétisation de Caramaps.

En matière d'estimations, nous modélisons à présent un CA 2023/2024e de 141,1 M€ (vs 142,2 M€ précédemment), soit une croissance de +25,6%, dont environ 25 M€ provenant de l'intégration comptable des dernières acquisitions. Nous tablons ainsi sur une croissance organique prudente malgré les éléments évoqués (légèrement inférieure à +3,5%). Sur la rentabilité, nous attendons 5,5% de marge d'exploitation (vs 6,1% précédemment, mais +70 bps vs 2022/2023), soit un REX de 7,7 M€: la marge brute du groupe devrait être fortement dominée sur l'exercice à venir par la vente de VDL neufs et donc en léger retrait relatif, retrait compensé par 1/ l'atteinte du point mort chez Sublet, 2/ une mutualisation des coûts fixes sur l'ensemble du nouveau périmètre et 3/ un pilotage opérationnel et financier de grande qualité.

Sur le bas du compte de résultat, nous avons un point de vigilance à souligner: celui d'une probable augmentation des frais financiers du groupe du fait du niveau de ses stocks de véhicules neufs, en forte hausse par rapport à l'année dernière. Nous modélisons en conséquence, et pour le moment, un résultat net 2023/2024e de l'ordre de 5,1 M€.

Recommandation

Suite à cette publication, nous réitérons notre avis positif sur la société et gardons notre objectif de cours (17,50 €) ainsi que notre recommandation (Achat) inchangés.



Pierre LAURENT

Analyste

01 44 70 20 78

pl Laurent@elcorp.com



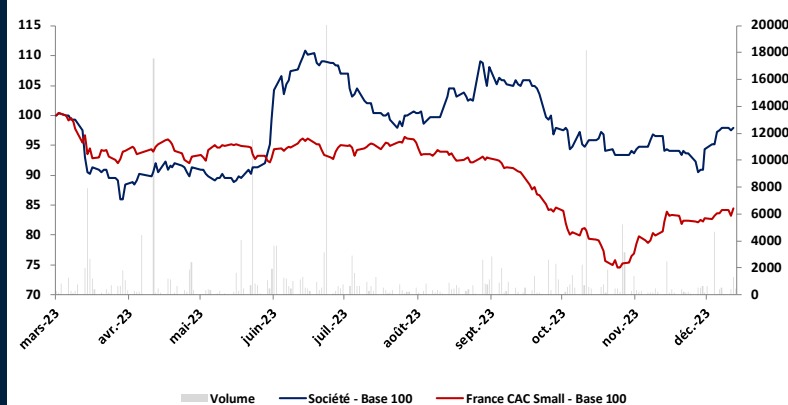
Retrouvez l'actualité boursière des small caps chaque jour dans votre boîte mail, gratuitement. [Inscription ici.](#)

Présentation de la société

Créé en 2006, Hunyvers est aujourd'hui le deuxième acteur français de la distribution de véhicules de loisirs (VDL) neufs et d'occasion. S'appuyant sur 12 concessions de camping-cars et 3 concessions de bateaux et fort de plus de 45 marques de véhicules de loisirs distribuées, le Groupe a vendu plus de 1800 VDL sur son exercice 2021/2022 (clos au 31/08) pour un chiffre d'affaires pro forma de 96,9 M€.

Hunyvers dispose également d'une offre complémentaire de services (financement, après-vente, pièces de rechange, ...) permettant d'accompagner le client à 360°. Enfin, le Groupe a développé Caramaps, une plateforme digitale dédiée au voyage itinérant, capitalisant sur plus de 750 000 membres et offrant un véritable vivier de croissance. En 2023, Hunyvers a réalisé 112,4 M€ de chiffre d'affaires (+16%)

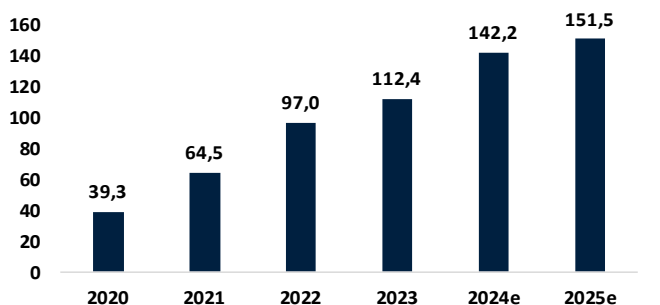
Evolution du cours (base 100)



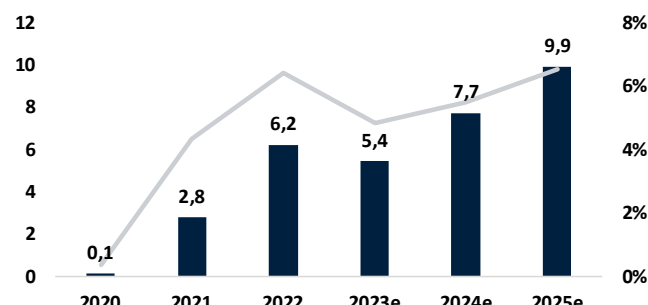
Argumentaire d'investissement

- **Une offre complémentaire génératrice de marge.** Alliant la vente de VDL à celle de services à forte valeur ajoutée, Hunyvers a développé un modèle vertueux et générateur de marge. En effet, la vente de véhicules (81,8% du CA 2021/22 et 63,1% de la marge brute) permet de générer du trafic au profit de la vente de services (18,2% du CA et 36,9% de la marge brute).
- **Un pilotage exemplaire.** Sur un marché de la distribution complexe, Hunyvers a réussi à repenser son business model pour le rendre pérenne. Piloté par un tandem de dirigeants complémentaires, le Groupe a aussi développé une véritable capacité à 1/ intégrer et faire grandir ses concessions, 2/ optimiser les fonctions supports, et 3/ piloter finement la gestion des stocks, leur sourcing et leur financement au niveau du Groupe dans son ensemble.
- **Un développement de services innovants, un relais de croissance.** Fort d'une plateforme digitale unique, Caramaps, le Groupe dispose d'un asset technologique qui devrait devenir dans un avenir proche un véritable relai de croissance. Monétisée depuis peu, la montée en puissance de Caramaps et de ses fonctionnalités premium devrait offrir un vrai vivier de croissance pour les prochaines années. Nos estimations ne prennent pas en compte la monétisation de Caramaps.
- **Des catalyseurs pour un changement de dimension.** Afin de réaliser les objectifs fixés lors de l'IPO, plusieurs catalyseurs devraient permettre ce changement de dimension : 1/ le recours à la croissance externe (30- 35 M€) afin d'intégrer de nouveaux concessionnaires, 2/ la poursuite de la montée en puissance du digital, 3/ le développement de nouveaux services et la progression de ceux-ci dans le mix-produit, et 4/ l'ouverture à l'international.

Evolution du chiffre d'affaires, 2020-2025e (M€)



Evolution REX et MOP, 2020-2025e (M€, %)



Multiples de valorisation des comparables

Société	Capitalisation	EV/sales			EV/EBITDA			EV/EBIT			P/E		
		2023e	2024e	2025e	2023e	2024e	2025e	2023e	2024e	2025e	2023e	2024e	2025e
Camping World Holdings, Inc. Class A	990,6	0,4x	0,4x	0,4x	8,9x	6,8x	5,6x	8,9x	6,7x	5,5x	21,4x	9,8x	5,6x
Knaus Tabbert AG	429,6	0,5x	0,4x	0,4x	5,3x	4,6x	3,7x	6,9x	6,0x	4,7x	7,0x	6,1x	4,7x
Lazydays Holdings, Inc.	97,6	0,1x	0,1x	0,1x	4,2x	2,5x	1,7x	5,8x	3,2x	2,3x	ns	ns	20,0x
LCI Industries	2 677,5	0,8x	0,7x	0,7x	10,3x	7,3x	6,4x	19,9x	10,3x	9,3x	37,5x	16,0x	14,2x
Thor Industries, Inc.	5 334,1	0,6x	0,6x	0,6x	7,2x	7,6x	6,6x	11,1x	11,6x	9,7x	15,1x	16,0x	12,4x
Trigano SA	2 639,4	0,7x	0,6x	0,6x	5,1x	4,7x	4,8x	5,8x	5,4x	5,5x	8,6x	7,7x	7,8x
Winnebago Industries, Inc.	1 900,3	0,6x	0,6x	0,5x	5,6x	6,2x	5,3x	6,5x	7,2x	6,0x	9,3x	10,2x	8,5x
Moyenne	2 009,9	0,5x	0,5x	0,5x	6,6x	5,7x	4,9x	9,3x	7,2x	6,1x	16,5x	11,0x	10,5x
Médiane	1 900,3	0,6x	0,6x	0,5x	5,6x	6,2x	5,3x	6,9x	6,7x	5,5x	12,2x	10,0x	8,5x

Pierre LAURENT

Analyste

01 44 70 20 78

pl Laurent@elcorp.com



Compte de résultat (M€)	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Chiffre d'affaires	39,3	64,5	97,0	112,4	141,1	151,5
Excédent brut d'exploitation	0,5	3,2	6,7	6,3	8,9	11,1
Résultat opérationnel courant	0,1	2,8	6,2	5,4	7,7	9,9
Résultat opérationnel	0,1	2,8	6,2	5,4	7,7	9,9
Résultat financier	-0,2	-0,1	-0,2	-0,3	-1,0	-0,3
Impôts	0,1	-0,3	-1,6	-1,2	-1,7	-2,4
Mise en équivalence	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Part des minoritaires	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Résultat net part du groupe	0,0	2,3	4,4	4,0	5,1	7,2
Bilan (M€)	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Actifs non courants	2,2	5,6	11,3	13,6	18,3	19,0
<i>dont goodwill</i>	<i>0,8</i>	<i>3,1</i>	<i>7,9</i>	<i>9,2</i>	<i>13,2</i>	<i>13,2</i>
BFR	7,6	8,1	15,0	20,9	25,4	25,1
Disponibilités + VMP	7,7	9,2	19,2	14,1	9,9	16,7
Capitaux propres	1,7	4,0	22,8	26,8	31,9	39,1
Emprunts et dettes financières (inc avances permanentes)	15,5	18,5	22,1	21,0	21,0	21,0
Total Bilan	24,9	40,0	67,2	86,4	87,0	95,1
Tableau de flux (M€)	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Marge Brute d'autofinancement	0,3	2,6	5,0	4,8	6,2	8,4
Variation de BFR	0,2	2,2	-3,8	-3,5	-4,5	0,3
Flux net de trésorerie généré par l'activité	0,5	4,8	1,2	1,3	1,7	8,7
CAPEX nets	-0,2	-0,3	-1,3	-1,4	-1,8	-2,0
FCF	0,4	4,5	-0,1	-0,1	-0,1	6,8
Investissements financiers nets	0,0	-1,2	-5,2	-3,4	-4,0	0,0
Flux nets de trésorerie liés aux investissements	-0,1	-1,5	-6,5	-4,8	-5,8	-2,0
Augmentation de capital	0,0	0,0	14,5	0,0	0,0	0,0
Variation emprunts	8,3	-1,8	0,5	-5,9	0,0	0,0
Dividendes versés	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Autres	0,0	0,0	0,0	4,2	0,0	0,0
Flux nets de trésorerie liés au financement	8,3	-1,8	15,0	-1,6	0,0	0,0
Variation de trésorerie	8,7	1,5	9,7	-5,1	-4,1	6,8
Ratios (%)	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Variation chiffre d'affaires	nc	64,2%	50,4%	15,9%	25,6%	7,4%
Marge EBE	1,2%	5,0%	6,9%	5,6%	6,3%	7,3%
Marge opérationnelle courante	0,3%	4,3%	6,4%	4,8%	5,5%	6,5%
Marge opérationnelle	0,3%	4,3%	6,4%	4,8%	5,5%	6,5%
Marge nette	0,0%	3,6%	4,6%	3,5%	3,6%	4,8%
CAPEX (% CA)	0,4%	0,4%	1,4%	1,2%	1,3%	1,3%
BFR (% CA)	19,2%	12,6%	15,4%	18,6%	18,0%	16,6%
ROCE	1,0%	15,3%	17,8%	11,8%	13,3%	16,8%
ROCE hors GW	1,1%	19,7%	25,6%	16,0%	19,0%	24,0%
ROE	0,5%	58,0%	19,4%	14,8%	16,0%	18,5%
Payout	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%
Ratios d'endettement	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Gearing (%)	469%	233%	-1,4%	19,8%	29,6%	6,8%
Dettes nette/EBE	17,4	2,9	0,0	0,8	1,1	0,2
EBE/charges financières	2,1	22,8	38,8	24,5	9,3	37,1
Valorisation	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Nombre d'actions (en millions)	ns	ns	3,9	3,9	3,9	3,9
Nombre d'actions moyen (en millions)	ns	ns	3,9	3,9	3,9	3,9
Cours (moyenne annuelle en euros)	ns	ns	12,0	14,0	14,0	14,0
(1) Capitalisation boursière moyenne	ns	ns	46,3	54,2	54,2	54,2
(2) Dette nette (+)/ trésorerie nette (-)	ns	ns	-0,3	5,3	9,4	2,7
(3) Valeur des minoritaires	ns	ns	0,0	0,0	0,0	0,0
(4) Valeur des actifs financiers	ns	ns	-0,6	-0,8	-0,8	-0,8
Valeur d'entreprise = (1)+(2)+(3)-(4)	ns	ns	46,6	60,4	64,5	57,8
VE/CA	ns	ns	0,5	0,5	0,5	0,4
VE/EBE	ns	ns	6,9	9,4	7,2	5,1
VE/ROC	ns	ns	7,4	11,0	8,2	5,7
P/E	ns	ns	10,5	13,7	10,7	7,5
P/B	ns	ns	2,0	2,0	1,7	1,4
P/CF	ns	ns	38,2	42,3	31,5	6,2
FCF yield (%)	ns	ns	-0,3%	-0,2%	-0,2%	11,7%
Données par action (€)	2020	2021	2022	2023e	2024	2025
Bnpa	ns	ns	1,14	1,02	1,31	1,86
Book value/action	ns	ns	5,9	6,9	8,2	10,1
Dividende/action	ns	ns	0,00	0,00	0,00	0,00

Pierre LAURENT

Analyste

01 44 70 20 78

pl Laurent@elcorp.com



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 depuis 12 mois:

Achat: Depuis le 08/07/2022

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 Hunyvers (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