

**Accélération des ventes de VDL neufs et une nouvelle acquisition****Publication du chiffre d'affaires T3 2023/2024**

Après la publication de son CA S1 en croissance de +13,9% et -0,9% en organique, Hunyvers communique son chiffre d'affaires du troisième trimestre. L'activité sur neuf mois du groupe ressort en croissance de +16,8% (+0,9% en organique) à 91,2 M€, soit un CA T3 de 39,9 M€ (+21,5%). Sur le trimestre, Hunyvers continue de bénéficier de l'intégration comptable des acquisitions réalisées l'an passé dans les VDL et le nautisme. La bonne dynamique enregistrée par les ventes de VDL neufs (+23,1% sur le Q3) témoigne de l'accélération de la normalisation du stock de véhicules entamée par le groupe. De bon augure pour le S2.

**Croissance dans le VDL, défis saisonniers pour le Nautisme**

Pour rappel, depuis le Q1 de cette année, le reporting d'Hunyvers a changé, faisant désormais ressortir une branche « VDL » ainsi qu'une branche « Nautisme ». Les services associés sont désormais intégrés dans le chiffre d'affaires de chaque activité respective.

Sur le trimestre, la division VDL ressort en hausse de +21,5% à 34,6 M€. Dans la continuité de la stratégie de déstockage du groupe, les ventes de véhicules demeurent très fortes à 18,5 M€ soit +23,1% y/y, au détriment de ventes de véhicules d'occasion plus discrètes à 12 M€ soit -11,7% y/y. Par ailleurs, les services qui avaient reculé suite à la fermeture d'un magasin à Lyon pour intégration au réseau Narbonne Accessoires au S1 affichent désormais une augmentation de +15,7% (soit 3,9 M€).

Côté Nautisme, le segment pâtit de conditions météorologiques défavorables. Le groupe enregistre un chiffre d'affaires 9 mois de 9,5 M€, une variation de -14,5% par rapport à l'année précédente. On note néanmoins que l'activité est soumise à une forte saisonnalité et que, par conséquent, 60% du CA se réalise sur le Q4 de l'année de juin à août.

**Renforcement dans le bassin d'Arcachon**

Hunyvers a aussi annoncé l'acquisition du groupe Les chantiers navals du bassin d'Arcachon dans son communiqué. Cette dernière a réalisé un chiffre d'affaires de 10,5M€ sur l'exercice passé et dispose d'une trentaine d'employés. Elle est composée de trois entités, ABX, Ander Nautic et Arcachon Nautic venant renforcer la présence d'Hunyvers au sein du bassin d'Arcachon tout en apportant des complémentarités au niveau des marques référencées. Par ailleurs, le management nous informe d'un niveau de marge opérationnelle proche des standards d'Hunyvers.

**Perspectives et estimations**

Le groupe est toujours confiant pour le S2 et réitère son optimisme, tant sur la croissance de son CA que sur sa rentabilité opérationnelle sur l'exercice en cours. Côté M&A, Hunyvers continue de rester attentif afin de profiter d'éventuelles opportunités dans un marché dégradé. A plus long terme, le management confirme à nouveau ses objectifs financiers pour l'exercice 2024/25, comprenant un CA supérieur à 170 M€ ainsi qu'une marge d'exploitation de 6,5%.

Suite à la publication, nous avons revu légèrement nos chiffres. Nous ajustons notre prévision 2023/2024 de chiffre d'affaires (135,6 M€e soit une croissance publiée de +20,7%) et abaissons notre attente de ROC à 4,4 M€e (vs 5,4 M€ précédemment). Notre nouvelle estimation implique désormais l'atteinte d'une MOC annuelle de 3,3% (-154 bps vs 2022/2023). Nous sommes prudents quant à la réalisation des objectifs du groupe et attendons une MOC 2024/2025 et 2025/2026 de respectivement 6,0% et 6,3% (hors M&A).

**Recommandation**

**Nous restons à Achat et abaissons néanmoins notre objectif de cours sur la valeur à 13,80€ (vs 15,4€). Sur nos estimations et à cet OC, le titre se traite 6x l'EV/EBIT 2025e.**

**Achat**

**Objectif de cours** 13,8€ (vs 15,4€)  
Cours au 10/07/2024 11,0 €  
**Potentiel** 26%

**Données valeur**

ALHUN.PA / ALHUN.FP  
Euronext Growth  
Capitalisation (M€) 42,4  
Nb de titres (en millions) 3,87  
Volume moyen 12 mois (titres) 1 046  
Extrêmes 12 mois 10,25 € 15,60 €

**Performances boursières**

Performances (%)	Ytd	1m	3m	12m
Perf. Absolue	-21,8%	-9,5%	-6,8%	-26,8%
Perf CAC Small	-1,4%	-11,6%	-2,8%	-5,7%

**Données financières (en M€)**

au 31/08	2023	2024e	2025e	2026e
CA	112,4	135,6	151,2	158,3
var %	15,9%	20,7%	11,5%	4,7%
EBE	6,3	5,5	10,3	11,2
% CA	5,6%	4,1%	6,8%	7,1%
ROC	5,4	4,4	9,1	10,0
% CA	4,8%	3,3%	6,0%	6,3%
RN	4,0	2,6	6,6	7,3
% CA	3,5%	1,9%	4,4%	4,6%
Bnpa (€)	1,02	0,67	1,71	1,87
ROCE (%)	16,0%	11,4%	22,1%	23,8%
ROE (%)	14,8%	8,9%	18,4%	16,8%
Gearing (%)	19,8%	36,2%	16,0%	-2,4%
Dettes nette*	5,3	10,6	5,8	-1,0
Dividende n (€)	0,00	0,00	0,00	0,00
Yield (%)	0,0%	0,0%	0,0%	100,0%

\*hors avances permanentes

**Multiples de valorisation**

	2023	2024e	2025e	2026e
VE/CA (x)	0,4	0,4	0,3	0,3
VE/EBE (x)	7,5	9,6	4,7	3,7
VE/ROC (x)	8,8	12,0	5,3	4,1
P/E (x)	10,7	16,3	6,4	5,8

**Actionnariat**

**Renan Kerourio**  
Analyste

01 44 70 20 96

rkerourio@elcorp.com



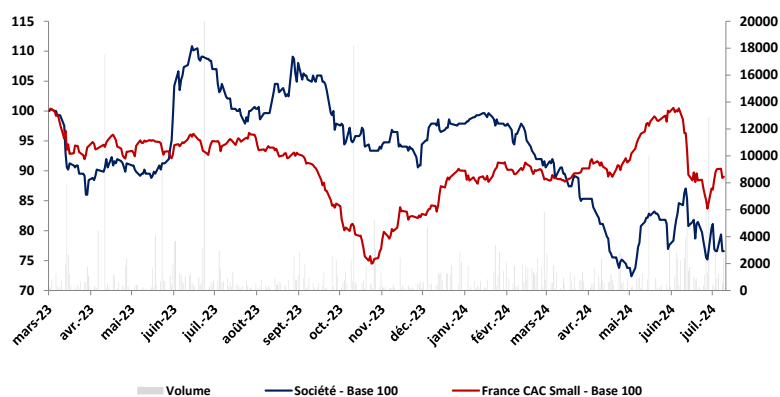
Retrouvez l'actualité boursière des small caps chaque jour dans votre boîte mail, gratuitement. [Inscription ici.](#)

## Présentation de la société

Créé en 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%).

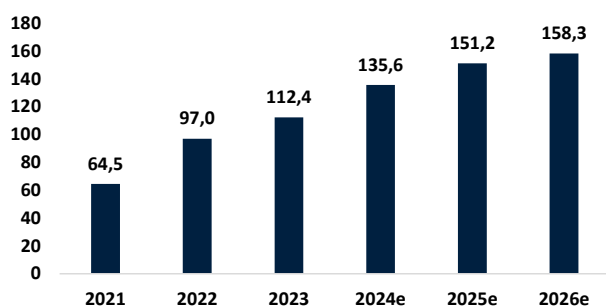
## Evolution du cours (base 100)



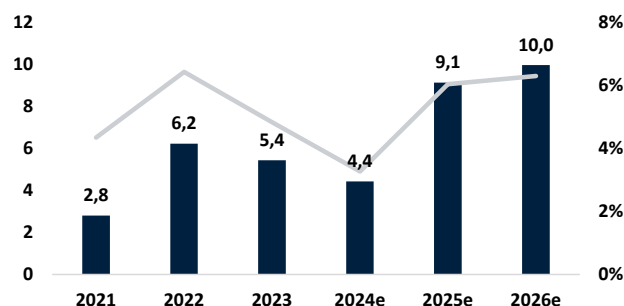
## Argumentaire d'investissement

- **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, 2021-2026e (M€)



## Evolution REX et MOP, 2021-2026e (M€, %)



## Multiples de valorisation des comparables

Société	Capitalisation	VE / CA			VE / EBITDA			VE / EBIT			P/E		
		2024e	2025e	2026e	2024e	2025e	2026e	2024e	2025e	2026e	2024e	2025e	2026e
Camping World Holdings, Inc	782,4	0,4x	0,3x		6,6x	5,0x		6,4x	5,0x		9,1x	5,4x	
Knaus Tabbert AG	396,9	0,4x	0,4x	0,4x	4,8x	4,1x	3,7x	6,3x	5,3x	4,7x	6,4x	5,3x	4,7x
Lazydays Holdings, Inc.													
LCI Industries	2 348,9										16,5x	13,5x	
Thor Industries, Inc.	4 569,8	0,6x	0,5x	0,5x	8,2x	6,8x	6,0x	14,3x	10,5x	8,9x	19,7x	13,5x	10,7x
Trigano SA	2 167,6	0,5x	0,5x	0,5x	3,3x	3,7x	3,7x	3,7x	4,2x	4,3x	5,9x	6,7x	6,7x
Winnebago Industries, Inc.	1 368,3	0,5x	0,4x	0,4x	6,8x	5,3x	4,2x	9,6x	6,6x	5,0x	22,1x	9,3x	7,3x
<b>Moyenne</b>		<b>0,5x</b>	<b>0,4x</b>	<b>0,4x</b>	<b>5,9x</b>	<b>5,0x</b>	<b>4,4x</b>	<b>8,1x</b>	<b>6,3x</b>	<b>5,7x</b>	<b>13,3x</b>	<b>8,9x</b>	<b>7,3x</b>
<b>Médiane</b>		<b>0,5x</b>	<b>0,4x</b>	<b>0,4x</b>	<b>6,6x</b>	<b>5,0x</b>	<b>3,9x</b>	<b>6,4x</b>	<b>5,3x</b>	<b>4,9x</b>	<b>12,8x</b>	<b>8,0x</b>	<b>7,0x</b>

Renan Kerourio

Analyste

01 44 70 20 96

rkerourio@elcorp.com



Compte de résultat (M€)	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Chiffre d'affaires	64,5	97,0	112,4	135,6	151,2	158,3
Excédent brut d'exploitation	3,2	6,7	6,3	5,5	10,3	11,2
<b>Résultat opérationnel courant</b>	<b>2,8</b>	<b>6,2</b>	<b>5,4</b>	<b>4,4</b>	<b>9,1</b>	<b>10,0</b>
Résultat opérationnel	2,8	6,2	5,4	4,4	9,1	10,0
Résultat financier	-0,1	-0,2	-0,3	-1,0	-0,3	-0,3
Impôts	-0,3	-1,6	-1,2	-0,9	-2,2	-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
<b>Résultat net part du groupe</b>	<b>2,3</b>	<b>4,4</b>	<b>4,0</b>	<b>2,6</b>	<b>6,6</b>	<b>7,3</b>
Bilan (M€)	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Actifs non courants	5,6	11,3	13,6	18,3	19,0	19,8
<i>dont goodwill</i>	3,1	7,9	9,2	13,2	13,2	13,2
BFR	8,1	15,0	20,9	24,2	25,2	24,9
<b>Disponibilités + VMP</b>	<b>9,2</b>	<b>19,2</b>	<b>14,1</b>	<b>6,3</b>	<b>11,2</b>	<b>18,0</b>
Capitaux propres	4,0	22,8	26,8	29,4	36,0	43,3
Emprunts et dettes financières (inc avances permanentes)	18,5	22,1	21,0	18,6	18,6	18,6
<b>Total Bilan</b>	<b>40,0</b>	<b>67,2</b>	<b>86,4</b>	<b>81,1</b>	<b>89,4</b>	<b>98,2</b>
Tableau de flux (M€)	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Marge Brute d'autofinancement	2,6	5,0	4,8	3,7	7,8	8,5
Variation de BFR	2,2	-3,8	-3,5	-3,3	-1,0	0,3
<b>Flux net de trésorerie généré par l'activité</b>	<b>4,8</b>	<b>1,2</b>	<b>1,3</b>	<b>0,4</b>	<b>6,8</b>	<b>8,8</b>
CAPEX nets	-0,3	-1,3	-1,4	-1,8	-2,0	-2,0
<b>FCF</b>	<b>4,5</b>	<b>-0,1</b>	<b>-0,1</b>	<b>-1,3</b>	<b>4,9</b>	<b>6,8</b>
Investissements financiers nets	-1,2	-5,2	-3,4	-4,0	0,0	0,0
<b>Flux nets de trésorerie liés aux investissements</b>	<b>-1,5</b>	<b>-6,5</b>	<b>-4,8</b>	<b>-5,8</b>	<b>-2,0</b>	<b>-2,0</b>
Augmentation de capital	0,0	14,5	0,0	0,0	0,0	0,0
Variation emprunts	-1,8	0,5	-5,9	-2,4	0,0	0,0
Dividendes versés	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Autres	0,0	0,0	4,2	0,0	0,0	0,0
<b>Flux nets de trésorerie liés au financement</b>	<b>-1,8</b>	<b>15,0</b>	<b>-1,6</b>	<b>-2,4</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>
Variation de trésorerie	1,5	9,7	-5,1	-7,7	4,9	6,8
Ratios (%)	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
<b>Variation chiffre d'affaires</b>	<b>64,2%</b>	<b>50,4%</b>	<b>15,9%</b>	<b>20,7%</b>	<b>11,5%</b>	<b>4,7%</b>
Marge EBE	5,0%	6,9%	5,6%	4,1%	6,8%	7,1%
<b>Marge opérationnelle courante</b>	<b>4,3%</b>	<b>6,4%</b>	<b>4,8%</b>	<b>3,3%</b>	<b>6,0%</b>	<b>6,3%</b>
Marge opérationnelle	4,3%	6,4%	4,8%	3,3%	6,0%	6,3%
Marge nette	3,6%	4,6%	3,5%	1,9%	4,4%	4,6%
CAPEX (% CA)	0,4%	1,4%	1,2%	1,3%	1,3%	1,3%
BFR (% CA)	12,6%	15,4%	18,6%	17,8%	16,7%	15,7%
ROCE	15,3%	17,8%	11,8%	7,8%	15,5%	16,7%
ROCE hors GW	19,7%	25,6%	16,0%	11,4%	22,1%	23,8%
ROE	58,0%	19,4%	14,8%	8,9%	18,4%	16,8%
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	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
<b>Gearing (%)</b>	<b>233%</b>	<b>-1,4%</b>	<b>19,8%</b>	<b>36,2%</b>	<b>16,0%</b>	<b>-2,4%</b>
Dettes nette/EBE	2,9	0,0	0,8	1,9	0,6	-0,1
EBE/charges financières	22,8	38,8	24,5	5,8	34,5	37,5
Valorisation	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Nombre d'actions (en millions)	ns	3,9	3,9	3,9	3,9	3,9
Nombre d'actions moyen (en millions)	ns	3,9	3,9	3,9	3,9	3,9
Cours (moyenne annuelle en euros)	ns	12,0	11,0	11,0	11,0	11,0
(1) Capitalisation boursière moyenne	ns	46,3	42,4	42,4	42,4	42,4
(2) Dette nette (+)/ trésorerie nette (-)	ns	-0,3	5,3	10,6	5,8	-1,0
(3) Valeur des minoritaires	ns	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1
(4) Valeur des actifs financiers	ns	-0,6	-0,8	-0,8	-0,8	-0,8
Valeur d'entreprise = (1)+(2)+(3)-(4)	ns	46,6	48,6	53,9	49,0	42,3
VE/CA	ns	0,5	0,4	0,4	0,3	0,3
VE/EBE	ns	6,9	7,5	9,6	4,7	3,7
<b>VE/ROC</b>	<b>ns</b>	<b>7,4</b>	<b>8,8</b>	<b>12,0</b>	<b>5,3</b>	<b>4,1</b>
P/E	ns	10,5	10,7	16,3	6,4	5,8
P/B	ns	2,0	1,6	1,4	1,2	1,0
P/CF	ns	38,2	33,1	99,1	6,2	4,8
FCF yield (%)	ns	-0,3%	-0,2%	-2,5%	9,9%	16,1%
Données par action (€)	2021	2022	2023	2024	2025	2026
<b>Bnpa</b>	<b>ns</b>	<b>1,14</b>	<b>1,02</b>	<b>0,67</b>	<b>1,71</b>	<b>1,87</b>
Book value/action	ns	5,9	6,9	7,6	9,3	11,2
Dividende/action	ns	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 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