

Capitalisation	35,3	Ticker	ALHUN-FR	Distribution
Objectif de cours	13,2 €	Nb de titres (en millions)	3,87	Flash valeur
Cours au 11/12/2024	9,1 €	Volume moyen 12m (titres)	1 026	12/12/2024
Potentiel	44,8%	Extrêmes 12m (€)	7,26€/14,35€	

## Repli des marges, objectifs 2025 réitérés

### A retenir

- Un contexte de marché toujours difficile
- La rentabilité opérationnelle en repli, impactée par un mix défavorable
- Guidance de CA >150M€ et d'amélioration de la rentabilité réitérée

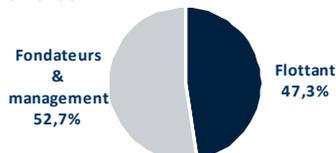
#### Données financières (en M€)

au 31/08	2023	2024e	2025e	2026e
CA	112,4	130,3	149,3	156,2
var %	15,9%	15,9%	14,6%	4,6%
EBE	6,3	3,7	7,1	8,1
% CA	5,6%	2,9%	4,7%	5,2%
ROC	5,4	2,5	5,6	6,6
% CA	4,8%	1,9%	3,8%	4,2%
RN	4,0	1,8	3,5	4,3
% CA	3,5%	1,4%	2,3%	2,8%
Bnpa (€)	1,02	0,27	0,90	1,12
ROE (%)	11,8%	4,0%	8,7%	10,5%
ROCE (%)	14,8%	6,3%	10,8%	11,9%
Gearing (%)	19,8%	56,4%	44,1%	23,4%
Dette nette	5,3	16,1	14,1	8,5
Dividende n (€)	0,0	0,0	0,0	0,0
Yield (%)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

#### Multiples de valorisation

	2023	2024e	2025e	2026e
VE/CA (x)	0,6	0,4	0,3	0,3
VE/EBE (x)	10,0	13,1	6,7	5,1
VE/ROC (x)	11,7	19,8	8,4	6,3
P/E (x)	14,7	18,9	9,8	7,8

#### Actionnariat



#### Performances boursières



#### Publication des résultats annuels 2023/2024

Après avoir publié un chiffre d'affaires annuel de 130,3 M€, en croissance à deux chiffres (+15,9%, dont -0,3% en organique), porté par l'intégration des différentes acquisitions, Hunyvvers présente des résultats en baisse et en dessous de nos attentes. Le REX du groupe s'établit à 3,2 M€, soit une marge de 2,5% (-230bps y/y) et le RN à 1,8 M€ (vs 4,0 M€).

Pour 2024-2025, Hunyvvers maintient ses ambitions de croissance de chiffre d'affaires d'au moins 15% (soit l'atteinte de 150 M€) et anticipe une amélioration de sa marge d'exploitation à partir du second semestre. Pour rappel, ces objectifs ont été révisés à la baisse par rapport aux prévisions initiales lors de l'IPO (qui visaient un chiffre d'affaires supérieur à 170 M€ et une marge d'exploitation de 6,5%).

#### Une marge brute en repli

Sur l'exercice, la marge brute a progressé de +9,2% à 26 M€ faisant ressortir un taux de marge légèrement en repli y/y (20,0% vs 21,2%). Cette dynamique reflète le repli des activités plus contributives (VDL d'occasion et services associés) à la faveur des ventes de VDL neufs. Ces derniers ont fait l'objet de politiques promotionnelles plus intensives en raison du contexte de surstockage persistant chez les distributeurs.

#### Une rentabilité opérationnelle impactée par le mix produit

Le résultat d'exploitation d'Hunyvvers s'établit à 3,2 M€ (vs 5,4 M€) pour une marge opérationnelle de 2,5 % (vs 4,8%). Ce recul s'explique en partie par l'augmentation des charges externes qui ont représenté 6,8% du CA contre 5,7% l'année précédente. Cette augmentation résulte principalement de l'indexation des loyers, la hausse des coûts d'assurance ainsi que l'augmentation des prix de l'énergie. Malgré ces pressions, le management reste toutefois confiant sur sa capacité à améliorer la rentabilité du groupe.



Au niveau du bas de compte de résultat, le groupe affiche un résultat net de 1,8 M€, en baisse de -53,6% par rapport à 4,0 M€ l'année précédente. Cette diminution s'explique notamment par une forte hausse des charges d'intérêts du fait du niveau de ses stocks de VDL neufs toujours élevé, entraînant un résultat financier négatif de -1,2 M€, contre -0,3 M€ un an plus tôt.

#### **Bilan et forte augmentation du BFR**

Au terme de l'exercice, les capitaux propres du groupe s'élèvent à 28,6 M€ pour une dette nette de 16,2 M€ hors avances sur stocks de 1,6 M€ (contre 5,3 M€ l'année précédente). Cette évolution est liée à la forte augmentation du BFR du groupe, très consommateur de trésorerie, représentant 84 jours de CA (vs 68 sur l'exercice précédent). Les stocks ont progressé de +18% à 57,3 M€ (vs 48,6 M€). Hunyvers affiche un FCF de -5,1 M€ sur l'exercice auquel il faut rajouter les dépenses liées au M&A de -4,1M€ et le financement pour 2,7M€.

#### **Perspectives et estimations**

À l'issue de cet exercice de normalisation, le groupe se dit confiant dans sa capacité à atteindre une croissance à deux chiffres de ses revenus ainsi qu'une amélioration de sa marge d'exploitation dès le second semestre pour l'exercice 2024/2025. Ces perspectives de croissance seront soutenues par la finalisation des intégrations dans les segments VDL et nautisme. Dans un contexte de marché mieux orienté, les récentes acquisitions dans le nautisme devraient également contribuer à une amélioration de la rentabilité opérationnelle.

Suite à ce communiqué, nous ajustons nos prévisions de rentabilité. Nous estimons que la normalisation du mix des ventes pourrait prendre davantage de temps qu'initialement prévu. Sur l'exercice 2024/25, nous attendons désormais un ROC de 5,6 M€e (vs 8,7 M€ précédemment). Notre estimation implique l'atteinte d'une MOC annuelle de 3,8% (+187 bps vs 2023/2024). Nous ajustons également nos attentes de résultat net à la baisse. La hausse des frais financiers liée au financement des stocks de VDL neufs devrait continuer à peser sur le premier semestre. Nous prévoyons désormais un résultat net de 3,5 M€e (contre 6,3 M€ précédemment), correspondant à une marge nette de 2,3% (+170bps)

Concernant la génération de FCF, cette dernière devrait bénéficier d'un BFR favorable malgré une rentabilité sous pression. Nous prévoyons un FCF de 1,8 M€e sur l'exercice 2024/25 (vs 3,9 M€e précédemment). En conséquence, la dette nette devrait diminuer, et nous l'estimons à 14,3 M€e.

#### **Recommandation**

Suite à cette publication, nous réitérons notre recommandation à Achat et abaissons notre objectif de cours de 13,2€ sur le titre (contre 13,8€ précédemment), afin de refléter nos ajustements. Ce nouvel objectif fait ressortir un potentiel de hausse de +44,8%.



## 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%).

## 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.

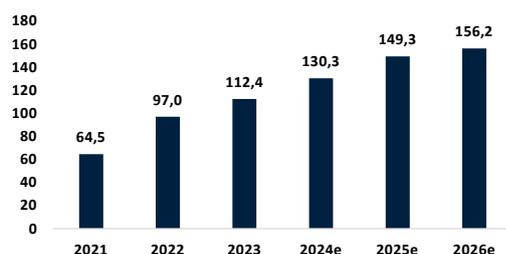
**Un développement de services innovants, un relais de croissance.** Fort d'une plateforme digitale unique, Caramaps, le Groupe dispose d'un asset technologique qui devrait devenir dans un avenir proche un véritable relai de croissance. Monétisée depuis peu, la montée en puissance de Caramaps et de ses 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.

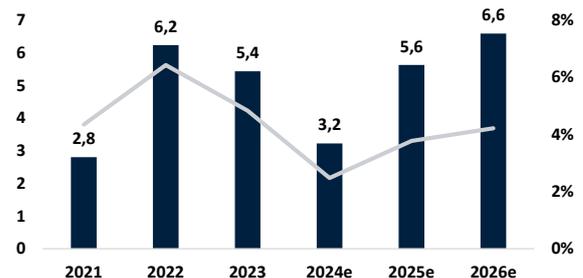
## Multiples de valorisation des comparables

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	1 424,1	0,5x	0,4x	0,4x	15,4x	8,1x	6,3x	17,1x	8,2x	6,2x	ns	17,6x	9,6x
Knaus Tabbert AG	140,9	0,3x	0,3x	0,3x	13,4x	7,8x	5,5x	ns	19,6x	10,5x	ns	21,7x	7,3x
Lazydays Holdings, Inc.													
LCI Industries	2 874,6	0,9x	0,9x	0,9x	10,1x	9,1x	8,3x	16,2x	13,7x	12,1x	21,5x	17,4x	15,1x
Thor Industries, Inc.	5 398,2	0,7x	0,7x	0,6x	9,2x	9,2x	7,7x	15,7x	17,5x	12,6x	22,7x	24,2x	16,8x
Trigano SA	2 405,4	0,6x	0,6x	0,6x	4,1x	4,5x	4,4x	4,7x	5,3x	5,2x	6,4x	7,3x	7,1x
Winnebago Industries, Inc.	1 591,2	0,6x	0,6x	0,5x	8,9x	8,3x	6,6x	17,1x	11,5x	8,4x	131,9x	18,8x	12,9x
<b>Moyenne</b>		<b>0,6x</b>	<b>0,6x</b>	<b>0,5x</b>	<b>10,2x</b>	<b>7,8x</b>	<b>6,5x</b>	<b>14,2x</b>	<b>12,6x</b>	<b>9,2x</b>	<b>45,6x</b>	<b>17,8x</b>	<b>11,5x</b>
<b>Mediane</b>		<b>0,6x</b>	<b>0,6x</b>	<b>0,5x</b>	<b>9,7x</b>	<b>8,2x</b>	<b>6,4x</b>	<b>16,2x</b>	<b>12,6x</b>	<b>9,5x</b>	<b>22,1x</b>	<b>18,2x</b>	<b>11,2x</b>

## Evolution du chiffre d'affaires, 2021-2026e (M€)



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



Compte de résultat (M€)	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Chiffre d'affaires	64,5	97,0	112,4	130,3	149,3	156,2
Excédent brut d'exploitation	3,2	6,7	6,3	3,7	7,1	8,1
<b>Résultat opérationnel courant</b>	<b>2,8</b>	<b>6,2</b>	<b>5,4</b>	<b>2,5</b>	<b>5,6</b>	<b>6,6</b>
Résultat opérationnel	2,8	6,2	5,4	3,2	5,6	6,6
Résultat financier	-0,1	-0,2	-0,3	-1,2	-1,0	-0,8
Impôts	-0,3	-1,6	-1,2	-0,5	-1,2	-1,4
Mise en équivalence	0,0	0,0	0,0	0,3	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>1,8</b>	<b>3,5</b>	<b>4,3</b>
Bilan (M€)	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Actifs non courants	5,6	11,3	13,6	17,0	16,4	15,8
<i>dont goodwill</i>	<i>3,1</i>	<i>7,9</i>	<i>9,2</i>	<i>11,7</i>	<i>11,7</i>	<i>11,7</i>
BFR	8,1	15,0	20,9	29,9	32,0	31,4
<b>Disponibilités + VMP</b>	<b>9,2</b>	<b>19,2</b>	<b>14,1</b>	<b>8,4</b>	<b>8,4</b>	<b>14,0</b>
Capitaux propres	4,0	22,8	26,8	28,6	32,0	36,4
Emprunts et dettes financières (inc avances permanentes)	18,5	22,1	21,0	26,2	24,2	24,2
<b>Total Bilan</b>	<b>40,0</b>	<b>67,2</b>	<b>86,4</b>	<b>96,2</b>	<b>97,8</b>	<b>102,2</b>
Tableau de flux (M€)	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Marge Brute d'autofinancement	2,6	5,0	4,8	2,5	4,9	5,9
Variation de BFR	2,2	-3,8	-3,5	-6,9	-2,1	0,6
<b>Flux net de trésorerie généré par l'activité</b>	<b>4,8</b>	<b>1,2</b>	<b>1,3</b>	<b>-4,4</b>	<b>2,8</b>	<b>6,5</b>
CAPEX nets	-0,3	-1,3	-1,4	-0,7	-0,8	-0,9
<b>FCF</b>	<b>4,5</b>	<b>-0,1</b>	<b>-0,1</b>	<b>-5,1</b>	<b>2,0</b>	<b>5,6</b>
Investissements financiers nets	-1,2	-5,2	-3,4	-4,1	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>-4,9</b>	<b>-0,8</b>	<b>-0,9</b>
Augmentation de capital	0,0	14,5	0,0	0,0	0,0	0,0
Variation emprunts	-1,8	0,5	-5,9	-5,0	-2,0	0,0
Dividendes versés	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Autres	0,0	0,0	4,2	7,8	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>2,7</b>	<b>-2,0</b>	<b>0,0</b>
Variation de trésorerie	1,5	9,7	-5,1	-5,7	0,0	5,6
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>15,9%</b>	<b>14,6%</b>	<b>4,6%</b>
Marge EBE	5,0%	6,9%	5,6%	2,9%	4,7%	5,2%
<b>Marge opérationnelle courante</b>	<b>4,3%</b>	<b>6,4%</b>	<b>4,8%</b>	<b>1,9%</b>	<b>3,8%</b>	<b>4,2%</b>
Marge opérationnelle	4,3%	6,4%	4,8%	2,5%	3,8%	4,2%
Marge nette	3,6%	4,6%	3,5%	1,4%	2,3%	2,8%
CAPEX (% CA)	0,4%	1,4%	1,2%	0,6%	0,6%	0,6%
BFR (% CA)	12,6%	15,4%	18,6%	22,9%	21,4%	20,1%
ROCE	15,3%	17,8%	11,8%	4,0%	8,7%	10,5%
ROCE hors GW	19,7%	25,6%	16,0%	5,3%	11,5%	14,0%
ROE	58,0%	19,4%	14,8%	6,3%	10,8%	11,9%
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>56,4%</b>	<b>44,1%</b>	<b>23,4%</b>
Dettes nettes/EBE	2,9	0,0	0,8	4,3	2,0	1,0
EBE/charges financières	22,8	38,8	24,5	3,1	7,1	10,1
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	8,8	8,8	8,8	8,8
(1) Capitalisation boursière moyenne	ns	46,3	33,9	33,9	33,9	33,9
(2) Dettes nettes (+)/ trésorerie nette (-)	ns	-0,3	5,3	16,1	14,1	8,5
(3) Valeur des minoritaires	ns	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
(4) Valeur des actifs financiers	ns	0,6	0,8	1,5	1,5	1,5
Valeur d'entreprise = (1)+(2)+(3)-(4)	ns	45,4	38,5	48,6	46,6	41,0
VE/CA	ns	0,5	0,6	0,4	0,3	0,3
VE/EBE	ns	6,6	10,0	13,1	6,7	5,1
<b>VE/ROC</b>	<b>ns</b>	<b>7,1</b>	<b>11,7</b>	<b>19,8</b>	<b>8,4</b>	<b>6,3</b>
P/E	ns	10,1	14,7	18,9	9,8	7,8
P/B	ns	2,0	2,2	1,2	1,1	0,9
P/CF	ns	38,2	26,5	-7,7	12,0	5,2
FCF yield (%)	ns	-0,3%	-0,3%	-10,5%	4,3%	13,7%
Données par action (€)	2021	2022	2023	2024	2025	2026
<b>Bnpa</b>	<b>ns</b>	<b>1,14</b>	<b>1,02</b>	<b>0,27</b>	<b>0,90</b>	<b>1,12</b>
Book value/action	ns	5,9	6,9	7,4	8,3	9,4
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 :

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 <sup>®</sup>
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



