

Hydrogen Refueling Solutions


Achat

Capitalisation (M€)	75,5	Ticker	ALHRS-FR	Energie
Objectif de cours	8,00€ (vs 10,00€)	Nb de titres (en millions)	15,3	Flash valeur
Cours au 10/10/2024	4,92 €	Volume moyen 12m (titres)	15 488	11/10/2024
Potentiel	62,6%	Extrêmes 12m (€)	4,67€/19,50€	

Résultats en ligne et rebond attendu

A retenir

- HRS publie des résultats 2023/2024 en ligne avec les attentes (EBITDA -8,8 M€, RN -10,4 M€)
- Cash burn temporairement élevé, qui reflète en partie les difficultés de paiement de certains clients
- La phase de structuration est terminée, un rebond des résultats est désormais attendu et nécessaire dès 2024/2025

Données financières (en M€)

au 31/06	23/24	24/25e	25/26e	26/27e
CA	24,8	34,9	49,5	66,2
var %	-17,6%	40,9%	41,8%	33,8%
EBE ajusté	-8,8	-2,2	2,6	7,9
% CA	-35,4%	-6,3%	5,2%	11,9%
ROC	-13,5	-6,8	-3,2	0,9
% CA	-54,3%	-19,6%	-6,4%	1,3%
RN	-10,4	-5,7	-2,9	0,5
% CA	-42,0%	-16,3%	-5,9%	0,8%
Bnpa (€)	-0,68	-0,37	-0,19	0,03
ROCE (%)	-14,2%	-7,6%	-3,5%	1,0%
ROE (%)	-20,5%	-12,6%	-7,0%	1,2%
Gearing (%)	40,5%	49,8%	61,6%	56,1%
Dette nette	20,6	22,5	26,1	24,0
Dividende n (€)	0,0	0,0	0,0	0,0
Yield (%)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Multiples de valorisation

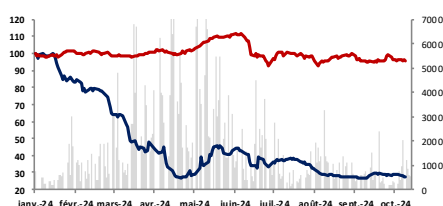
	23/24	24/25e	25/26e	26/27e
VE/CA (x)	9,2	2,6	1,9	1,4
VE/EBE (x)	ns	ns	36,6	11,7
VE/ROC (x)	ns	ns	ns	ns
P/E (x)	ns	ns	ns	ns

Actionnariat



Performances boursières

	Ytd	1m	3m	12m
Performances (%)	-71,7%	2,5%	-26,3%	-66,1%



Publication des résultats annuels 2023/2024

Après avoir publié il y a quelques semaines un chiffre d'affaires de 24,8 M€ (-17,6% YoY), HRS communique des résultats globalement en ligne au titre de son exercice 2023/2024. L'EBITDA ajusté du groupe ressort à -8,8 M€ (estimation Euroland -8,5 M€) pour un RN de -10,4 M€ (vs -4,9 M€ en 2022/2023). La société a consommé un niveau élevé de cash, qui reflète la fois un important cycle d'investissements, désormais arrivé à son terme, mais aussi les difficultés temporaires (et déjà connues) de certaines contreparties. Les objectifs (CA en croissance d'au moins +20%, MOC positive dès 2026) sont maintenus.

Des résultats en recul logique

Avec une montée en puissance du marché plus lente que prévu et une phase d'investissements commerciaux et industriels, HRS présente des résultats annuels en retrait mais sans grandes surprises. L'EBITDA ajusté du groupe ressort à -8,8 M€ contre -2,0 M€ l'exercice précédent (soit un S2 globalement égal au S1). Il reflète :

- Un chiffre d'affaires en décroissance, impacté principalement par deux effets adverses avec 1/ le ralentissement de la production des stations pour un client en difficulté et 2/ l'annulation de deux commandes pHYnix
- Une marge brute de 19,7% (vs 27,9% en 2022/2023) qui traduit l'effet tête de séries des premières HRS40 produites
- Une poursuite de la croissance des OPEX, notamment de personnel, afin d'accompagner la structuration de l'activité et les efforts nécessaires en R&D
- Des one-offs, estimés à hauteur du million d'euros par le management (déménagement, double-bail temporaire, etc.).

Un cash burn important, mais non normatif

Sur l'exercice, le groupe a consommé 23,8 M€ de cash (dont 27,9 M€ avant financement). Cette variation traduit à la fois la rentabilité négative, d'importants investissements dans l'outil



industriel, notamment dans l'usine du groupe et dans la zone d'essais, désormais finie, ainsi que de gros efforts en matière de R&D (7,7 M€ pour des CAPEX totaux de 11,8 M€). Par ailleurs, la génération de cash du groupe a été largement impactée par des éléments indépendants de sa volonté, en particulier les difficultés de paiement de deux contreparties, comme indiqué dans nos précédents flashs. La société dispose d'une créance clients totale de plus de 50 M€ (+14,2 M€ vs 2022/2023), dont 25 M€ sur ces deux acteurs. A la clôture de l'exercice, la trésorerie brute du groupe s'élève ainsi à 6,7 M€ (vs 30,5 M€ en 2022/2023) pour des dettes financières >20 M€ et des capitaux propres de 50,9 M€.

Perspectives et estimations

L'exercice écoulé indique, selon nous, à la fois une montée en puissance du marché plus lente qu'espéré (et incarnée par les difficultés, espérans passagères, des clients du groupe) mais aussi la nécessité de poursuivre les investissements afin de structurer et dimensionner le groupe. A la conclusion de ce cycle, nous pensons qu'HRS a maintenu sa longueur d'avance technologique et industrielle sur ses concurrents.

Avec un statut de leader européen, 27 stations installées en 2024 (dont 3 HRS40 d'ici décembre), 29 stations à venir (12 HRS40 et 17 HRS14), une offre de maintenance, une zone de tests unique en Europe et un développement commercial qui s'intensifie, notamment à l'international (Moyen-Orient, Europe hors France, USA), le groupe dispose de beaux atouts pour désormais traduire de manière concrète, c'est-à-dire dans les chiffres, ses avancées opérationnelles. La guidance du groupe (CA 2024/2025 dans une fourchette de 30-40 M€, EBIT positif en 2026, CA >85 M€ à un horizon indéterminé) est ainsi maintenue. HRS dispose notamment d'un carnet de commandes de 47 M€ à date et d'un pipeline, uniquement en Europe, d'environ 340 M€ (soit c170 stations).

De notre côté, nous avons affiné nos hypothèses et tablons désormais sur un CA 2024/2025e de 34,9 M€ (vs 37,0 M€ précédemment), induisant une croissance supérieure à +40%, pour un EBITDA de -2,2 M€ (vs -1,1 M€ précédemment). La perte du groupe devrait logiquement se réduire avec la croissance du chiffre d'affaires, une marge brute de meilleure tenue (effet premières stations estompé) et des OPEX qui ont atteint un point haut en 2023/2024.

Sur le cash, le management a confirmé que ses besoins sur l'exercice à venir devraient être couverts par 1/ la rentrée dans un cycle d'exploitation plus normatif, 2/ la réduction d'une partie de la créance clients (c15 M€ devraient être collectés à ce stade sur 2024/2025 à l'issue des différentes négociations menées) et 3/ des CAPEX en nette baisse maintenant que le cycle d'investissements dans la croissance est terminé. Nous notons d'ailleurs que le groupe a décidé, pour le moment, de ne pas déprécier la créance du client le plus à risque, et que les stations que doivent lui être livrées ne le seront qu'une fois leur paiement réglé.

A moyen terme, l'atteinte d'un breakeven à un niveau de chiffre d'affaires autour de 40 M€ nous semble toujours cohérente, bien qu'elle dépende en grande partie de la marge brute générée par le groupe, et donc du mix de stations vendues. Nous considérons qu'HRS devrait devenir FCF positif normativement (même si l'évolution du poste clients reste une inconnue importante) à partir de l'exercice 2026/2027.

Recommandation

Nous abaissons notre OC à 8,00€ (vs 10,00€ précédemment) et maintenons notre recommandation à Achat. Notre vision du dossier est inchangée : si un ou des gagnants doivent durablement émerger de l'industrie de l'hydrogène à terme, HRS sera le premier nom coché sur la liste.



Présentation de la société

Société créée en 2004 par son actuel PDG et actionnaire majoritaire, HRS est un acteur industriel français spécialisé dans la conception, la fabrication, la commercialisation et la maintenance de stations de ravitaillement en hydrogène. Fort d'un solide track record sur le métier de la tuyauterie industrielle, puis sur l'intégration de stations pour compte de tiers, HRS a opéré à la fin des années 2010 un virage stratégique pour se positionner en tant que concepteur et fabricant d'unités en propre.

Avec un carnet de commandes de plusieurs dizaines de millions d'euros, des capacités de production importantes (180 stations/an), une solide santé financière et un effort de structuration presque mené à son terme, nous pensons que HRS devrait à présent basculer dans la phase industrielle de son histoire, synonyme de forte croissance et de rentabilité.

Argumentaire d'investissement

Un expert des stations de ravitaillement hydrogène. Fort d'un track record autour de la tuyauterie industrielle et de l'intégration de stations pour compte de tiers, HRS a développé une expertise unique autour de l'ingénierie, la construction et l'installation de stations de ravitaillement. Le groupe maîtrise l'ensemble de la chaîne de valeur de la filière, de la R&D à la livraison du produit, lui conférant une polyvalence sans égale sur le marché européen. Le groupe dispose d'ailleurs du plus grand parc de stations installées sur le continent.

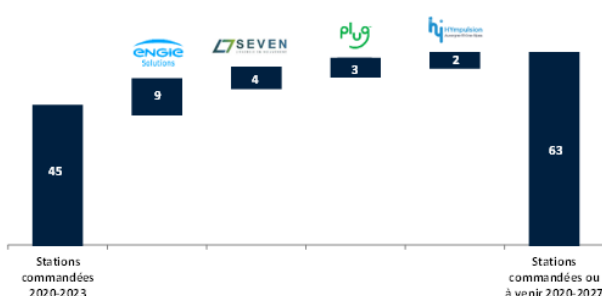
Une offre à forte valeur ajoutée. D'une grande technicité, les stations de ravitaillement développées par HRS disposent de nombreux atouts. Elles sont à la fois agnostiques à la technologie utilisée, adaptées à tous les types de clients, modulables en fonction des besoins ou encore entièrement certifiées. La gamme HRS est par ailleurs composée de deux produits (HRS14 et HRS40) bi-pression qui sont entièrement en phase avec les évolutions des attentes du marché vers des stations de plus grande capacité.

Un marché en plein effervescence. Les marchés de l'hydrogène et des stations de ravitaillement sont attendus en croissance exponentielle durant les prochaines années de leur rôle indispensable dans la transition énergétique à mener. L'hydrogène devrait notamment très fortement contribuer à la décarbonation d'une partie des émissions du secteur des transports et de la mobilité, créant de facto une opportunité immense pour un groupe comme HRS. Pour illustrer, différentes sources d'informations et études tablent sur un TCAM de marché compris entre +25% et +30% sur les dix prochaines années, porté par les investissements publics et les très nombreux plans mis en place dans le monde pour atteindre la neutralité carbone.

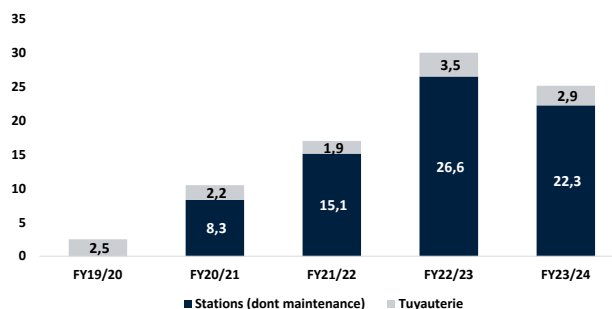
Multiples de valorisation des comparables

Société	Capitalisation	EV/sales		
		2024e	2025e	2026e
AFC Energy plc	122,2	17,9x	7,3x	2,4x
Ballard Power Systems Inc.	482,6	ns	ns	ns
Ceres Power Holdings plc	654,2	7,7x	6,9x	5,8x
FuelCell Energy, Inc.	189,3	0,8x	0,4x	0,4x
Haffner Energy SAS	28,6	2,6x	0,7x	0,4x
ITM Power PLC	375,5	5,8x	2,6x	1,6x
Lhyfe SA	173,1	30,4x	6,6x	1,9x
McPhy Energy SA	61,5	1,8x	0,7x	0,3x
NEL ASA	709,5	3,8x	2,9x	2,0x
Plug Power Inc.	1 781,3	2,7x	1,8x	1,3x
PowerCell Sweden AB	214,3	7,3x	5,7x	4,3x
Moyenne	435,6	8,1x	3,6x	2,1x
Médiane	214,3	4,8x	2,7x	1,8x

Carnet de commandes HRS



Mix chiffre d'affaires HRS (2020-2023)



Compte de résultat (M€)	FY20/21	FY21/22	FY22/23	FY23/24	FY24/25e	FY25/26e	FY26/27e
Chiffre d'affaires	10,5	17,0	30,1	24,8	34,9	49,5	66,2
EBITDA ajusté	0,5	0,7	-2,0	-8,8	-2,2	2,6	7,9
EBITDA	0,5	0,4	-3,7	-10,8	-4,2	0,5	5,9
Résultat opérationnel courant ajusté	-0,2	-0,1	-4,6	-11,4	-4,8	-1,2	2,9
Résultat opérationnel courant	-0,2	-0,4	-6,2	-13,5	-6,8	-3,2	0,9
Résultat opérationnel	-0,2	-0,4	-6,2	-13,5	-6,8	-3,2	0,9
Résultat financier	0,1	0,1	0,0	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3
Impôts	0,0	0,1	1,3	3,3	1,4	0,5	-0,1
Mise en équivalence	0,0	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	0,0
Résultat net part du groupe	-0,2	-0,2	-4,9	-10,4	-5,7	-2,9	0,5
Bilan (M€)	FY20/21	FY21/22	FY22/23	FY23/24	FY24/25e	FY25/26e	FY26/27e
Actifs non courants	5,5	22,4	43,3	53,4	56,0	57,2	56,8
dont goodwill	0,0	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
BFR	7,5	20,1	10,1	18,2	11,8	11,2	10,1
Disponibilités + VMP	58,4	34,7	30,5	6,7	4,8	1,3	3,3
Capitaux propres	67,9	66,4	59,9	50,9	45,2	42,3	42,8
Emprunts et dettes financières	3,5	9,3	22,5	27,3	27,3	27,3	27,3
Total Bilan	76,8	85,4	116,5	118,0	108,7	107,0	109,3
Tableau de flux (M€)	FY20/21	FY21/22	FY22/23	FY23/24	FY24/25e	FY25/26e	FY26/27e
Marge brute d'autofinancement	0,4	-1,3	-7,4	-11,9	-3,1	0,8	5,5
Variation de BFR	-6,7	-11,0	6,7	-4,2	6,4	0,6	1,2
Flux nets de trésorerie généré par l'activité	-6,2	-12,3	-0,7	-16,1	3,4	1,4	6,7
CAPEX nets	-0,8	-16,2	-16,2	-11,8	-5,2	-5,0	-4,6
FCF	-7,0	-28,5	-16,9	-28,0	-1,9	-3,5	2,1
Augmentation de capital	66,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Variation emprunts	-0,6	5,0	12,8	4,1	0,0	0,0	0,0
Dividendes versés	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Flux nets de trésorerie liés au financement	65,6	5,0	12,8	4,1	0,0	0,0	0,0
Variation de trésorerie	58,5	-23,8	-4,1	-23,8	-1,9	-3,5	2,1
Ratios (%)	FY20/21	FY21/22	FY22/23	FY23/24	FY24/25e	FY25/26e	FY26/27e
Variation chiffre d'affaires		62,4%	76,6%	-17,6%	40,9%	41,8%	33,8%
Marge EBE	4,4%	3,8%	-6,6%	-35,4%	-6,3%	5,2%	11,9%
Marge opérationnelle courante	-1,9%	-2,4%	-20,7%	-54,3%	-19,6%	-6,4%	1,3%
Marge opérationnelle	-2,0%	-2,3%	-20,6%	-54,3%	-19,6%	-6,4%	1,3%
Marge nette	-1,6%	-1,4%	-16,2%	-42,0%	-16,3%	-5,9%	0,8%
CAPEX (% CA)	7,3%	95,2%	53,9%	47,8%	15,0%	10,0%	7,0%
BFR (% CA)	71,9%	117,8%	33,5%	73,6%	33,9%	22,7%	15,2%
ROCE	-1,0%	-0,7%	-8,7%	-14,1%	-7,6%	-3,5%	1,0%
ROCE hors GW	-1,0%	-0,7%	-8,8%	-14,2%	-7,6%	-3,5%	1,0%
ROE	-0,2%	-0,4%	-8,1%	-20,5%	-12,6%	-7,0%	1,2%
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	FY20/21	FY21/22	FY22/23	FY23/24	FY24/25e	FY25/26e	FY26/27e
Gearing (%)	-80,9%	-38,2%	-13,4%	40,5%	49,8%	61,6%	56,1%
Dettes nettes/EBE	-119,4	-67,8	2,2	-1,9	-5,4	47,7	4,1
EBE/charges financières	8,1	5,8	521,6	42,3	15,6	2,0	21,8
Valorisation	FY20/21	FY21/22	FY22/23	FY23/24	FY24/25e	FY25/26e	FY26/27e
Nombre d'actions (en millions)	10,0	10,0	10,0	15,3	15,3	15,3	15,3
Nombre d'actions moyen (en millions)	10,0	10,0	10,0	15,3	15,3	15,3	15,3
Cours (moyenne annuelle en euros)	25,0	25,0	25,0	14,1	4,9	4,9	4,9
(1) Capitalisation boursière moyenne	250,0	250,0	250,0	216,0	75,5	75,5	75,5
(2) Dette nette (+)/ trésorerie nette (-)	-57	-27,2	-9,6	19,2	21,1	24,6	22,6
(3) Valeur des minoritaires	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
(4) Valeur des actifs financiers	0,1	6,1	6,2	6,2	6,2	6,2	6,2
Valeur d'entreprise = (1)+(2)+(3)-(4)	193,1	216,7	234,3	229,0	90,3	93,9	91,8
VE/CA	18,4	12,7	7,8	9,2	2,6	1,9	1,4
VE/EBE	ns	ns	ns	ns	ns	36,6	11,7
VE/ROC	ns	ns	ns	ns	ns	ns	ns
P/E	ns	ns	ns	ns	ns	ns	ns
P/B	3,7	3,8	4,2	4,2	1,7	1,8	1,8
P/CF	ns	ns	ns	ns	ns	ns	11,3
FCF yield (%)	ns	ns	ns	ns	ns	ns	2,2%
Données par action (€)	FY20/21	FY21/22	FY22/23	FY23/24	FY24/25e	FY25/26e	FY26/27e
Bnpa	0,0	0,0	-0,5	-0,7	-0,4	-0,2	0,0
Book value/action	6,8	6,6	6,0	3,3	2,9	2,8	2,8
Dividende /action	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0



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 : 30/04/2024

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 HRS (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

