

## Achat

Objectif de cours	17,50 €
Cours au 04/04/2024	12,20 €
Potentiel	43%

## Données valeur

ALHUN.PA / ALHUN.FP	
Euronext Growth	
Capitalisation (M€)	47,3
Nb de titres (en millions)	3,87
Volume moyen 12 mois (titres)	1 109
Extrêmes 12 mois	11,95 € 15,90 €

## Performances boursières

Performances (%)	Ytd	1m	3m	12m
Perf. Absolue	-12,9%	-6,9%	-13,2%	-3,6%
Perf CAC Small	2,2%	4,1%	3,1%	-2,7%

## Données financières (en M€)

au 31/08	2023	2024e	2025e	2026e
CA	112,4	141,1	151,5	158,5
var %	15,9%	25,6%	7,4%	4,6%
EBE	6,3	8,5	11,1	11,6
% CA	5,6%	6,0%	7,3%	7,3%
ROC	5,4	7,3	9,9	10,3
% CA	4,8%	5,2%	6,5%	6,5%
RN	4,0	4,8	7,2	7,5
% CA	3,5%	3,4%	4,8%	4,7%
Bnpa (€)	1,02	1,23	1,86	1,94
ROCE (%)	16,0%	18,1%	24,0%	24,7%
ROE (%)	14,8%	15,1%	18,6%	16,2%
Gearing (%)	19,8%	30,6%	7,7%	-9,0%
Dettes nette*	5,3	9,7	3,0	-4,2
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)	0,5	0,4	0,3	0,3
VE/EBE (x)	8,3	6,7	4,5	3,7
VE/ROC (x)	9,7	7,8	5,1	4,2
P/E (x)	11,9	9,9	6,5	6,3

## Actionariat



## Premier semestre conforme

## Publication du CA S1 2023/2024

Après un T1 plutôt dynamique, Hunyvers publie un chiffre d'affaires S1 2023/24 en progression et en ligne avec nos attentes. La top line ressort en croissance de +13,4% en données publiées pour s'établir à 51,3M€ (dont -1,2% en organique). L'activité du groupe continue de bénéficier de l'intégration des acquisitions réalisées l'année dernière, tant dans les VDL que dans le nautisme. Comme prévu, le stock de véhicules neufs accélère sa normalisation, une tendance qui devrait continuer au S2.

## Bonne contribution des intégrations et surperformance d'un marché qui recule

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 semestre, la division VDL enregistre une hausse de +6,2% en publié, à 47,1 M€, portée par l'intégration de Cassegrain. La croissance organique du groupe légèrement négative (-1,2%) par rapport au S1 2022/2023, mais toujours en surperformance du marché. Par ailleurs, la tendance de mix observée l'année dernière (progression supérieure des VDL d'occasions par rapport aux neufs) s'est inversée à la faveur des véhicules neufs (+33,1% sur le Q2). Toujours impactés par la fermeture temporaire de certains points de vente à Lyon, les services VDL sont une nouvelle fois en retrait de -28,6% sur la période (5,4 M€). Hors services, le segment VDL a progressé de +10,8% à 41,7 M€ en données publiées.

Le segment Nautisme continue de très fortement progresser, tiré par le début de l'intégration de Marine Plaisance et Groupe LBC Nautic. Sur le semestre, la division enregistre un chiffre d'affaires de 4,1 M€, soit un montant multiplié par presque cinq (vs S1 2022/2023). La croissance organique du segment s'établit à +1,5% sur la période. De plus, conformément à la stratégie du groupe, une nouvelle acquisition a été annoncée avec le rachat de Pneumarine Service (1 M€ de CA en 2023). Cette opération s'inscrit parfait dans l'objectif du management sur le segment Nautisme (au moins 15% du mix groupe 2023/2024).

## Perspectives et estimations

Du fait 1/ du rééquilibrage des ventes en faveur des véhicules neufs (moins margés que l'occasion), et 2/ du ralentissement temporaire de l'activité services (dont la marge brute est élevée), la marge brute d'Hunyvers au S1 devrait afficher un repli. Toutefois cet impact pourrait s'atténuer dès la fin de l'exercice, notamment grâce à un potentiel retour à la normale sur le niveau de véhicules neufs. 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 nos hypothèse de modélisation. Nous maintenons notre prévision 2023/2024 de chiffre d'affaires (141,1 M€, soit une croissance publiée de +25,6%) et ajustons légèrement notre attente de ROC à 7,3 M€ (vs 7,7 M€ précédemment). Notre nouvelle estimation implique désormais l'atteinte d'une MOC de 5,2% (+37 bps vs 2022/2023).

## Recommandation

Nous restons à Achat et réaffirmons notre objectif de cours sur la valeur de 17,50 €.

Le Zapping  
des  
smalls

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



Renan Kerourio  
Analyste

01 44 70 20 96

rkerourio@elcorp.com

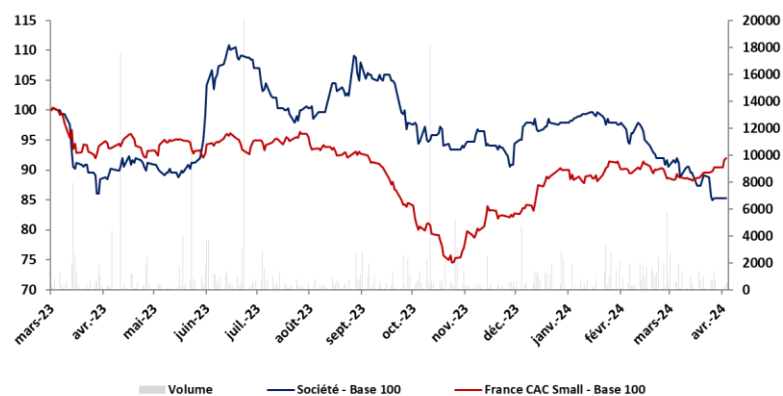


## Présentation de la société

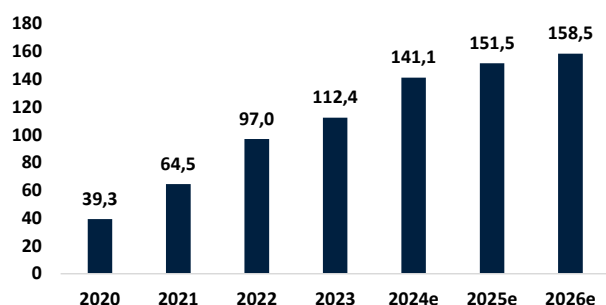
Créé en 2006, Hunyvers est aujourd'hui le deuxième acteur français de la distribution de véhicules de loisirs (VDL) neufs et d'occasion. S'appuyant sur 12 concessions de camping-cars et 3 concessions de bateaux et fort de plus de 45 marques de véhicules de loisirs distribuées, le Groupe a vendu plus 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)



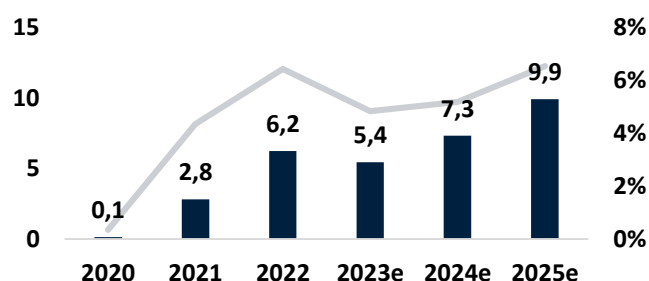
## Evolution du chiffre d'affaires, 2020-2025e (M€)



## 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 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	1 074,1	0,4x	0,4x	0,4x	9,3x	7,3x	5,8x	10,2x	7,3x	5,9x	16,8x	10,1x	6,3x
Knaus Tabbert AG	435,3	0,5x	0,4x	0,4x	5,4x	5,0x	4,1x	7,0x	6,6x	5,2x	7,2x	6,6x	5,2x
Lazydays Holdings, Inc.	50,3	0,1x	0,0x	0,0x	2,6x	1,4x	0,9x	ns	1,3x	1,0x	ns	ns	6,1x
LCI Industries	2 678,2	1,0x	0,9x	0,9x	14,1x	10,2x	8,8x	29,6x	16,0x	13,1x	44,7x	20,6x	15,8x
Thor Industries, Inc.	5 450,2	0,6x	0,7x	0,6x	7,3x	9,2x	7,4x	11,3x	15,3x	11,0x	15,4x	21,0x	14,2x
Trigano SA	3 043,5	0,8x	0,7x	0,7x	5,9x	5,3x	5,5x	6,7x	6,0x	6,3x	9,9x	8,5x	8,8x
Winnebago Industries, Inc.	1 871,7	0,6x	0,6x	0,6x	5,5x	8,0x	6,0x	6,6x	10,1x	7,2x	9,1x	17,2x	10,1x
<b>Moyenne</b>	<b>2 086,2</b>	<b>0,6x</b>	<b>0,6x</b>	<b>0,5x</b>	<b>7,2x</b>	<b>6,6x</b>	<b>5,5x</b>	<b>11,9x</b>	<b>8,9x</b>	<b>7,1x</b>	<b>17,2x</b>	<b>14,0x</b>	<b>9,5x</b>
<b>Médiane</b>	<b>1 871,7</b>	<b>0,6x</b>	<b>0,6x</b>	<b>0,6x</b>	<b>5,9x</b>	<b>7,3x</b>	<b>5,8x</b>	<b>8,6x</b>	<b>7,3x</b>	<b>6,3x</b>	<b>12,6x</b>	<b>13,6x</b>	<b>8,8x</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	141,1	151,5	158,5
Excédent brut d'exploitation	3,2	6,7	6,3	8,5	11,1	11,6
<b>Résultat opérationnel courant</b>	<b>2,8</b>	<b>6,2</b>	<b>5,4</b>	<b>7,3</b>	<b>9,9</b>	<b>10,3</b>
Résultat opérationnel	2,8	6,2	5,4	7,3	9,9	10,3
Résultat financier	-0,1	-0,2	-0,3	-1,0	-0,3	-0,3
Impôts	-0,3	-1,6	-1,2	-1,6	-2,4	-2,5
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>4,8</b>	<b>7,2</b>	<b>7,5</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	25,3	25,1	24,7
<b>Disponibilités + VMP</b>	<b>9,2</b>	<b>19,2</b>	<b>14,1</b>	<b>9,7</b>	<b>16,4</b>	<b>23,5</b>
Capitaux propres	4,0	22,8	26,8	31,5	38,8	46,3
Emprunts et dettes financières (inc avances permanentes)	18,5	22,1	21,0	21,0	21,0	21,0
<b>Total Bilan</b>	<b>40,0</b>	<b>67,2</b>	<b>86,4</b>	<b>86,8</b>	<b>94,7</b>	<b>103,8</b>
Tableau de flux (M€)	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Marge Brute d'autofinancement	2,6	5,0	4,8	5,9	8,4	8,8
Variation de BFR	2,2	-3,8	-3,5	-4,4	0,2	0,4
<b>Flux net de trésorerie généré par l'activité</b>	<b>4,8</b>	<b>1,2</b>	<b>1,3</b>	<b>1,5</b>	<b>8,6</b>	<b>9,2</b>
CAPEX nets	-0,3	-1,3	-1,4	-1,8	-2,0	-2,1
<b>FCF</b>	<b>4,5</b>	<b>-0,1</b>	<b>-0,1</b>	<b>-0,3</b>	<b>6,7</b>	<b>7,2</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>-2,1</b>
Augmentation de capital	0,0	14,5	0,0	0,0	0,0	0,0
Variation emprunts	-1,8	0,5	-5,9	0,0	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>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>
Variation de trésorerie	1,5	9,7	-5,1	-4,3	6,7	7,2
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>25,6%</b>	<b>7,4%</b>	<b>4,6%</b>
Marge EBE	5,0%	6,9%	5,6%	6,0%	7,3%	7,3%
<b>Marge opérationnelle courante</b>	<b>4,3%</b>	<b>6,4%</b>	<b>4,8%</b>	<b>5,2%</b>	<b>6,5%</b>	<b>6,5%</b>
Marge opérationnelle	4,3%	6,4%	4,8%	5,2%	6,5%	6,5%
Marge nette	3,6%	4,6%	3,5%	3,4%	4,8%	4,7%
CAPEX (% CA)	0,4%	1,4%	1,2%	1,3%	1,3%	1,3%
BFR (% CA)	12,6%	15,4%	18,6%	18,0%	16,6%	15,6%
ROCE	15,3%	17,8%	11,8%	12,6%	16,8%	17,4%
ROCE hors GW	19,7%	25,6%	16,0%	18,1%	24,0%	24,7%
ROE	58,0%	19,4%	14,8%	15,1%	18,6%	16,2%
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>30,6%</b>	<b>7,7%</b>	<b>-9,0%</b>
Dettes nette/EBE	2,9	0,0	0,8	1,1	0,3	-0,4
EBE/charges financières	22,8	38,8	24,5	8,8	37,1	38,6
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	13,1	12,2	12,2	12,2
(1) Capitalisation boursière moyenne	ns	46,3	50,6	47,3	47,3	47,3
(2) Dette nette (+)/trésorerie nette (-)	ns	-0,3	5,3	9,7	3,0	-4,2
(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	56,7	57,8	51,1	44,0
VE/CA	ns	0,5	0,5	0,4	0,3	0,3
VE/EBE	ns	6,9	8,3	6,7	4,5	3,7
<b>VE/ROC</b>	<b>ns</b>	<b>7,4</b>	<b>9,7</b>	<b>7,8</b>	<b>5,1</b>	<b>4,2</b>
P/E	ns	10,5	11,9	9,9	6,5	6,3
P/B	ns	2,0	1,8	1,5	1,2	1,0
P/CF	ns	38,2	39,4	31,8	5,5	5,1
FCF yield (%)	ns	-0,3%	-0,2%	-0,6%	13,1%	16,3%
Données par action (€)	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e
<b>Bnpa</b>	<b>ns</b>	<b>1,14</b>	<b>1,02</b>	<b>1,23</b>	<b>1,86</b>	<b>1,94</b>
Book value/action	ns	5,9	6,9	8,1	10,0	11,9
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