EuroLand Corporate

hunyvers®

Achat

Capitalisation	35,0	Ticker	ALHUN-FR	Distribution	
Objectif de cours	10,7€ (vs 13,3€)	Nb de titres (en millions)	3,87	Flash valeur	
Cours au 18/06/2025	9,0 €	Volume moyen 12m (titres)	604	19/06/2025	
Potentiel	*18,4%*	Extrêmes 12m (€)	7,26€/11,75€		

Guidance CA 2024/25 revue à la baisse

A retenir

- REX de -1,9 M€ (vs -0,9 M€ au S1 2023/24)
- FCF S1 de 0,3 M€
- Guidance CA 2024/25 de 130 M€ (vs 150 M€ précédemment)

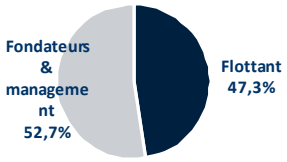
Données financières (en M€)

au 31/08	2024	2025e	2026e	2027e
CA	130,3	130,4	139,1	145,3
var %	*16,0%*	*0,0%*	*6,7%*	*4,4%*
EBE	4,3	4,8	5,8	6,6
% CA	*3,3%*	*3,7%*	*4,2%*	*4,5%*
ROC	3,2	3,7	4,7	5,4
% CA	*2,5%*	*2,8%*	*3,3%*	*3,7%*
RN	1,8	1,9	2,9	3,5
% CA	*1,4%*	*1,4%*	*2,1%*	*2,4%*
Bnpa (€)	0,47	0,48	0,75	0,89
ROCE (%)	5,2%	6,1%	7,9%	9,6%
ROE (%)	6,4%	6,1%	8,7%	9,4%
Gearing (%)	56,4%	40,8%	25,2%	8,3%
Dette nette	16,1	12,4	8,4	3,1
Dividende n (€)	0,0	0,0	0,0	0,0
Yield (%)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Multiples de valorisation

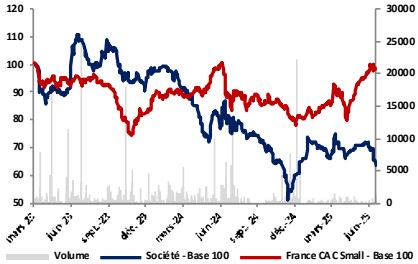
	2024	2025e	2026e	2027e
VE/CA (x)	0,4	0,4	0,3	0,3
VE/EBE (x)	12,0	10,3	7,8	6,0
VE/ROC (x)	16,0	13,3	9,7	7,3
P/E (x)	19,9	20,2	13,0	10,9

Actionnariat



Performances boursières

	Ytd	1m	3m	12m
Performances (%)	-4,9%	-7,8%	-9,2%	-19,3%



Publication des résultats S1 2024/25

Hunyvers a publié hier ses résultats semestriels pour l'exercice 2024/25. Après avoir déjà annoncé un chiffre d'affaires de 48,7 M€, en repli de -5,1% y/y (et -8,5% en organique), le groupe a dévoilé des résultats affectés par un environnement conjoncturel toujours difficile et la saisonnalité du nautisme. Le résultat d'exploitation s'inscrit en baisse à -1,9 M€, contre -0,9 M€ un an plus tôt, tandis que le résultat net ressort à -2,8 M€, contre -1,3 M€ au S1 2023/24. Hunyvers poursuit sa stratégie de déstockage de VDL neufs, au détriment de l'activité véhicules d'occasion, et confirme son objectif de normalisation des stocks d'ici la fin de l'exercice.

Le groupe ajuste ses perspectives annuelles et vise désormais un chiffre d'affaires d'au moins 130 M€, soit un niveau stable par rapport à 2023/24 (vs 150 M€ précédemment, soit +15,1%). Hunyvers continue néanmoins d'anticiper une amélioration de sa marge d'exploitation, tout en réaffirmant ses ambitions en matière de désendettement et de retour à une génération de trésorerie positive sur l'exercice.

Des frais financiers qui pèsent sur le bas de P&L

Malgré une progression du taux de marge brute à 21,0% (vs 19,5% au S1 2023/24), la rentabilité reste sous pression, affectée par une hausse significative des OPEX. Les autres achats et charges externes ont progressé de +12,5% à 5,0 M€, tandis que les frais de personnel représentent désormais 13,5% du chiffre d'affaires (vs 12,3% précédemment). Ces hausses sont principalement liées à l'intégration des récentes acquisitions, notamment celle des Chantiers Navals du Bassin d'Arcachon (acquisition finalisée le 18 décembre 2024). Le REX reste négatif à -1,9 M€, contre déjà -0,9 M€ au premier semestre de l'exercice précédent.

Par ailleurs, les frais financiers continuent de peser sur le bas du compte de résultat, atteignant 0,9 M€ (vs 0,4 M€ en 2023/24), sous l'effet conjugué de la hausse des taux directeurs et des coûts de financement du stock. Le résultat net s'établit ainsi à -2,8 M€, contre -1,3 M€ un an auparavant.

Renan Kerourio - Analyste - 01 44 70 20 96 - rkerourio@elcorp.com

Une génération de cash de nouveau positive

À l'issue du premier semestre, les capitaux propres du groupe s'élèvent à 25,8 M€, pour une dette nette de 19,2 M€ hors avances sur stocks (1,6 M€). Le BFR a été amélioré de +2,7 M€, permettant au CFO de ressortir positif à 0,5 M€ (vs 1,0 M€). Le FCF s'établit également en territoire positif à 0,3 M€, contre -2,2 M€ un an plus tôt, grâce à une meilleure gestion du BFR.

Perspectives et estimations

Initialement confiant sur une reprise S2, le management de Hunyvers a révisé sa guidance en anticipant désormais un chiffre d'affaires annuel stable à 130 M€. Le groupe maintient toutefois son objectif d'amélioration de la marge opérationnelle sur le second semestre, qui reposera en partie sur un rebond du marché du nautisme. Dans ce contexte, les acquisitions récentes dans ce segment devraient contribuer positivement à la rentabilité.

Nous avons révisé nos hypothèses pour tenir compte de ce discours plus prudent. Pour l'exercice 2024/25, nous anticipons désormais un chiffre d'affaires de 130,4 M€, en ligne avec la guidance (vs 150 M€ précédemment). Cette révision intègre pour le S2, une baisse de -3,6% de l'activité VDL à 63,8 M€, et une hausse de +39,2% du pôle nautisme à 17,8 M€, incluant les services associés.

Sur le plan de la rentabilité, Hunyvers devrait continuer de faire face à un environnement de marché qui s'améliore graduellement mais qui se caractérise toujours par i/ le rallongement des délais de livraison, ii/ une situation de stock neuf toujours élevé et iii/ des taux de financement plus élevés. Suite à ce sales warning, nous anticipons désormais un EBITDA de 4,8 M€ (vs 6,7 M€ précédemment), soit une marge de 3,7%, et un résultat net de 2,0 M€ (vs 3,2 M€), correspondant à une marge nette de 1,5%.

Enfin, grâce à l'amélioration du BFR, le FCF devrait rester positif sur l'exercice. Hors avances sur stocks, nous estimons la dette nette à 12,4 M€ à fin 2024/25.

Recommandation

Suite à cette publication et afin de refléter nos estimations, nous réitérons notre recommandation à Achat et abaissons notre objectif de cours de 10,7€ sur le titre (vs 13,3€ précédemment).

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 15 concessions de camping-cars et 12 concessions de bateaux et fort de plus de 45 marques de véhicules de loisirs distribuées, le Groupe a vendu plus de 1900 VDL et sur son exercice 2023/2024 (clos au 31/08) pour un chiffre d'affaires pro forma de 130,3 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 1 million de membres et offrant un véritable vivier de croissance. En 2023/2024, Hunvyers a réalisé 130,3 M€ de chiffre d'affaires (+15,9%).

Argumentaire d'investissement

Une offre complémentaire génératrice de marge. Alliant la vente de VDL, la vente de bateaux et des services associés à forte valeur ajoutée, Hunyvers a développé un modèle vertueux et générateur de marge. En effet, sur l'exercice 2023/24, la vente de véhicules (77% du CA et 12% de la marge brute) permet de générer du trafic au profit de la vente de bateaux (13% du CA et 32% de la marge brute) et surtout de la vente de services associés (10% du CA et 65% 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.

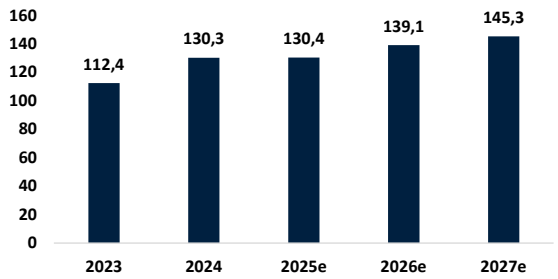
Un développement de services innovants, un relais de croissance. Fort d'une plateforme digitale unique, Caramaps, le Groupe dispose d'un asset technologique qui devrait devenir dans un avenir proche un véritable relai de croissance. Monétisée depuis peu, la montée en puissance de Caramaps et de ses fonctionnalités premiums 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 continue son développement, plusieurs catalyseurs devraient permettre au groupe de changer 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.

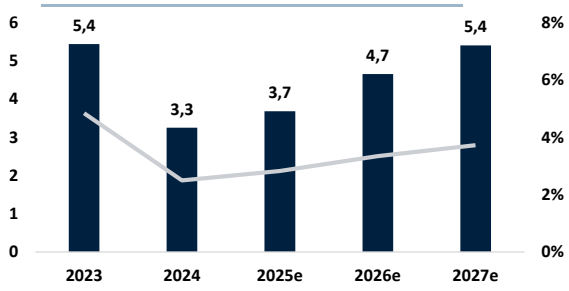
Multiples de valorisation des comparables

		VE / CA			VE / EBITDA			VE / EBIT			P/E		
Société	Capitalisation	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
Moyenne		***0,6x***	***0,6x***	***0,5x***	***10,2x***	***7,8x***	***6,5x***	***14,2x***	***12,6x***	***9,2x***	***45,6x***	***17,8x***	***11,5x***
Mediane		***0,6x***	***0,6x***	***0,5x***	***9,7x***	***8,2x***	***6,4x***	***16,2x***	***12,6x***	***9,5x***	***22,1x***	***18,2x***	***11,2x***

Evolution du chiffre d'affaires, 2023-2027e (M€)



Evolution REX et MOP, 2023-2027e (M€, %)



Compte de résultat (M€)	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Chiffre d'affaires	64,5	97,0	112,4	130,3	130,4	139,1	145,3
Excédent brut d'exploitation	3,2	6,7	6,3	4,3	4,8	5,8	6,6
Résultat opérationnel courant	**2,8**	**6,2**	**5,4**	**3,2**	**3,7**	**4,7**	**5,4**
Résultat opérationnel	2,8	6,2	5,4	3,3	3,7	4,7	5,4
Résultat financier	-0,1	-0,2	-0,3	-1,2	-1,2	-0,8	-0,8
Impôts	-0,3	-1,6	-1,2	-0,1	-0,6	-1,0	-1,2
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	**2,3**	**4,4**	**4,0**	**1,8**	**1,9**	**2,9**	**3,5**
Bilan (M€)	**2021**	**2022**	**2023**	**2024**	**2025e**	**2026e**	**2027e**
Actifs non courants	5,6	11,3	13,6	17,0	19,2	18,9	18,6
dont goodwill	*3,1*	*7,9*	*9,2*	*11,7*	*11,7*	*11,7*	*11,7*
BFR	8,1	15,0	20,9	29,9	25,8	25,0	23,4
Disponibilités + VMP	**9,2**	**19,2**	**14,5**	**8,4**	**7,9**	**11,9**	**17,3**
Capitaux propres	4,0	22,8	26,8	28,6	30,4	33,3	36,8
Emprunts et dettes financières (inc avances permanentes)	18,5	22,1	21,4	26,2	22,0	22,0	22,0
Total Bilan	**40,0**	**67,2**	**86,8**	**96,2**	**92,8**	**95,4**	**97,5**
Tableau de flux (M€)	**2021**	**2022**	**2023**	**2024**	**2025e**	**2026e**	**2027e**
Marge Brute d'autofinancement	2,6	5,0	4,8	2,5	2,9	4,0	4,7
Variation de BFR	2,2	-3,8	-3,5	-6,9	4,1	0,8	1,6
Flux net de trésorerie généré par l'activité	**4,8**	**1,2**	**1,3**	**-4,4**	**7,0**	**4,9**	**6,2**
CAPEX nets	-0,3	-1,3	-1,4	-0,7	-0,8	-0,9	-0,9
FCF	**4,5**	**-0,1**	**-0,1**	**-5,1**	**6,2**	**4,0**	**5,3**
Investissements financiers nets	-1,2	-5,2	-3,4	-4,1	-2,5	0,0	0,0
Flux nets de trésorerie liés aux investissements	**-1,5**	**-6,5**	**-4,8**	**-4,9**	**-3,3**	**-0,9**	**-0,9**
Augmentation de capital	0,0	14,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Variation emprunts	-1,8	0,5	-1,6	2,7	-4,2	0,0	0,0
Dividendes versés	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Autres	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Flux nets de trésorerie liés au financement	**-1,8**	**15,0**	**-1,6**	**2,7**	**-4,2**	**0,0**	**0,0**
Variation de trésorerie	1,5	9,7	-5,1	-6,5	-0,5	4,0	5,3
Ratios (%)	**2021**	**2022**	**2023**	**2024**	**2025e**	**2026e**	**2027e**
Variation chiffre d'affaires	**64,2%**	**50,4%**	**15,9%**	**16,0%**	**0,0%**	**6,7%**	**4,4%**
Marge EBE	5,0%	6,9%	5,6%	3,3%	3,7%	4,2%	4,5%
Marge opérationnelle courante	**4,3%**	**6,4%**	**4,8%**	**2,5%**	**2,8%**	**3,3%**	**3,7%**
Marge opérationnelle	4,3%	6,4%	4,8%	2,5%	2,8%	3,3%	3,7%
Marge nette	3,6%	4,6%	3,5%	1,4%	1,4%	2,1%	2,4%
CAPEX (% CA)	0,4%	1,4%	1,2%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%
BFR (% CA)	12,6%	15,4%	18,6%	22,9%	19,8%	18,0%	16,1%
ROCE	15,3%	17,8%	11,8%	5,2%	6,1%	7,9%	9,6%
ROCE hors GW	19,7%	25,6%	16,0%	6,9%	8,3%	10,8%	13,3%
ROE	58,0%	19,4%	14,8%	6,4%	6,1%	8,7%	9,4%
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	**2021**	**2022**	**2023**	**2024**	**2025e**	**2026e**	**2027e**
Gearing (%)	**233%**	**-1,4%**	**19,8%**	**56,4%**	**40,8%**	**25,2%**	**8,3%**
Dette nette/EBE	2,9	0,0	0,8	3,7	2,6	1,4	0,5
EBE/charges financières	22,8	38,8	24,5	3,6	4,0	7,3	8,3
Valorisation	**2021**	**2022**	**2023**	**2024**	**2025e**	**2026e**	**2027e**
Nombre d'actions (en millions)	ns	3,9	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	3,9
Cours (moyenne annuelle en euros)	ns	12,0	9,7	9,7	9,7	9,7	9,7
(1) Capitalisation boursière moyenne	ns	46,3	37,5	37,5	37,5	37,5	37,5
(2) Dette nette (+)/ trésorerie nette (-)	ns	-0,3	5,3	16,1	12,4	8,4	3,1
(3) Valeur des minoritaires	ns	0,0	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	1,5
Valeur d'entreprise = (1)+(2)+(3)-(4)	ns	45,4	42,0	52,1	48,4	44,4	39,1
VE/CA	ns	0,5	0,5	0,4	0,4	0,3	0,3
VE/EBE	ns	6,9	8,8	12,0	10,3	7,8	6,0
VE/ROC	**ns**	**7,4**	**10,3**	**16,0**	**13,3**	**9,7**	**7,3**
P/E	ns	10,5	12,8	19,9	20,2	13,0	10,9
P/B	ns	2,0	1,9	1,3	1,2	1,1	1,0
P/CF	ns	38,2	29,2	-8,6	5,4	7,7	6,0
FCF yield (%)	ns	-0,3%	-0,3%	-9,8%	12,8%	9,0%	13,7%
Données par action (€)	**2021**	**2022**	**2023**	**2024**	**2025**	**2026**	**2027**
Bnpa	**ns**	**1,14**	**1,02**	**0,47**	**0,48**	**0,75**	**0,89**
Book value/action	ns	5,9	6,9	7,4	7,9	8,6	9,5
Dividende/action	ns	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00

Renan Kerourio - Analyste - 01 44 70 20 96 - rkerourio@elcorp.com

Système de recommandations :

Les recommandations d'EuroLand Corporate portent sur les douze prochains mois et sont définies comme suit :

Achat : Potentiel de hausse du titre supérieur à 15% en absolu par rapport au cours actuel, assorti d'une qualité des fondamentaux.
Accumuler : Potentiel de hausse du titre compris entre 0% et 15% en absolu par rapport au cours actuel.
Neutre : Potentiel du titre compris entre -5% et +5% en absolu par rapport au cours actuel.
Alléger : Potentiel de baisse du titre compris entre 0% et 15% en absolu par rapport au cours actuel.
Vente : Potentiel de baisse du titre supérieur à 15% en absolu par rapport au cours actuel, valorisation excessive.
Sous revue : La recommandation est sous revue en raison d'une opération capitalistique (OPA / OPE / Augmentation de capital…), d'un changement d'analyste ou d'une situation de conflit d'intérêt temporaire entre Euroland Corporate et l'émetteur.

Historique de recommandations :
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 évènements 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 règlementation 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 règlementaires 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