



hunyvers®

Achat

Capitalisation	25,3	Ticker	ALHUN-FR	Distribution
Objectif de cours	11,5€ (vs 9,9€)	Nb de titres (en millions)	3,87	Flash valeur
Cours au 12/12/2025	6,5 €	Volume moyen 12m (titres)	506	
Potentiel	76,4%	Extrêmes 12m (€)	5,94€/10,85€	15/12/2025

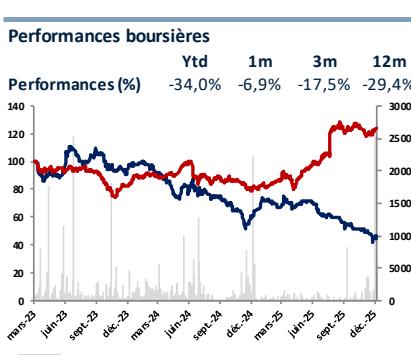
Cap sur 2025/26

A retenir

- CA annuel de 122,7 M€ (-5,9% en données publiées et -10,8% en org.)
- CFO de 5,3 M€ (dont 4,6 M€ sur le S2)
- Croissance rentable attendue en 2025/26

Données financières (en M€)				
au 31/08	2024	2025e	2026e	2027e
CA	130,3	122,7	137,0	146,9
var %	16,0%	-5,9%	11,7%	7,2%
EBE	4,3	2,4	8,1	10,4
% CA	3,3%	1,9%	5,9%	7,1%
ROC	3,2	1,5	6,9	9,2
% CA	2,5%	1,2%	5,1%	6,3%
RN	1,8	-0,8	4,4	6,3
% CA	1,4%	-0,6%	3,2%	4,3%
Bnpa (€)	0,47	-0,04	1,13	1,63
ROCE (%)	5,2%	2,6%	12,5%	14,9%
ROE (%)	6,4%	-2,7%	13,6%	16,4%
Gearing (%)	56,4%	47,3%	22,2%	14,4%
Dette nette	16,1	13,2	7,2	5,6
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	21,0	5,4	4,0
VE/ROC (x)	16,0	33,4	6,3	4,6
P/E (x)	19,9	ns	8,6	5,9



Publication des résultats annuel 2024/25

Après avoir publié un chiffre d'affaires annuel de 122,7 M€, en repli de -5,9% en données publiées (-10,8% en organique), Hunyvers présente des résultats en nette baisse et inférieurs à nos attentes. Le REX ressort à 0,9 M€ (vs 3,2 M€ en 2023/24), soit une marge de 0,7%, tandis que le résultat net bascule en territoire négatif à -0,8 M€ (vs 1,8 M€).

L'exercice reflète pleinement l'impact de la politique volontaire de normalisation du stock de VDL neufs, engagée depuis le début d'année et qui a pesé sur l'ensemble des indicateurs. Le second semestre s'est néanmoins montré plus solide, avec un REX de 2,6 M€ (3,5% de marge). Le management anticipe désormais un retour à une croissance rentable, attendue principalement à partir du S2 2025/26.

Une marge brute résiliente malgré la baisse du CA

Sur l'exercice, le taux de marge brute a progressé de +100 bps à 21,0% pour atteindre 25,8 M€ (vs 26,0 M€). Cette résistance traduit un mix plus orienté vers les VDL d'occasions ainsi que la contribution de prestations à forte valeur ajoutée dans le nautisme. La hausse des OPEX liée aux acquisitions (AACE +12,2% et charges de personnel +5,4%) a compressé la rentabilité, menant à un REX de 0,9 M€. Après une progression notable des frais financiers (+25,4% à 1,6 M€), le résultat net est ressorti pour la première fois depuis l'IPO en territoire négatif à -0,8 M€.

Un bilan renforcé grâce à une forte amélioration du BFR

La génération de cash constitue le point positif de l'exercice. Grâce à une amélioration très significative du BFR (+4,7 M€) directement liée à la normalisation des stocks, le CFO atteint 5,3 M€, dont 4,6 M€ généré sur le seul second semestre. Après seulement 0,3 M€ de CAPEX, le FCF ressort à 5,0 M€, contre -5,2 M€ l'an dernier. Cette performance a permis une réduction de la dette nette hors avances sur stocks, désormais à 14,8 M€ (vs 16,1 M€).



Perspectives et estimations

Pour l'exercice 2025/26, Hunyvers anticipe un retour à une trajectoire de croissance rentable, soutenue par l'achèvement des chantiers opérationnels engagés à l'été 2024. Le début d'exercice bénéficie également d'un environnement de marché plus favorable, porté par de solides prises de commandes dans les VDL avec le succès des nouvelles gammes 2026, ainsi que par un carnet de commandes du Nautisme en nette hausse à fin novembre 2025.

Cette dynamique devrait toutefois se matérialiser principalement au second semestre, qui profitera d'un ensemble de leviers identifiés (nouvelles livraisons de VDL, réduction des délais de préparation et livraisons, effet de base favorable dans le nautisme). Les livraisons des nouvelles collections de VDL, non réalisées en 2024/25 suite à la normalisation des stocks, devraient contribuer significativement à la croissance de l'activité.

Pour l'exercice 2025/26, nous rehaussons nos estimations et anticipons un exercice de meilleure tenue, soutenu par une reprise significative de l'activité nautisme et une dynamique favorable sur les ventes de VDL. Nous prévoyons un chiffre d'affaires en croissance de +11,7% à 137,0 M€. La rentabilité opérationnelle devrait bénéficier de l'amélioration prévue du segment nautisme, historiquement mieux margé. En ce sens, nous attendons le résultat d'exploitation du groupe à 6,9 M€, correspondant à une marge de 5,1%. Le résultat net devrait s'établir à 4,4 M€, soit une marge nette de 3,2%.

Par ailleurs, la combinaison de la croissance attendue, l'amélioration de la rentabilité du groupe et la poursuite de l'amélioration du BFR devraient soutenir une génération de FCF robuste, que nous estimons à 6,0 M€, (permettant à la dette nette hors avances sur stocks de se replier à 7,1 M€ et laissant au groupe une capacité suffisante pour saisir de nouvelles opportunités d'acquisition).

Recommandation

Suite à cette publication et à la revue de nos estimations, nous réitérons notre recommandation à Achat et rehaussons notre objectif de cours de 11,5€ (vs 9,9€ précédemment) sur le titre.



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 recharge, ...) 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, Hunyvers 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 génératrice 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.

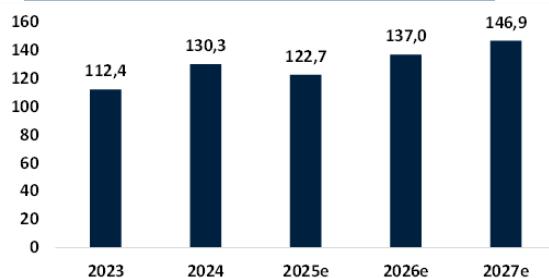
Un développement de services innovants, un relais de croissance. Fort d’une plateforme digitale unique, Caramaps, le Groupe dispose d’un asset technologique qui devrait devenir dans un avenir proche un véritable relai de croissance. Monétisée depuis peu, la montée en puissance de Caramaps et de ses fonctionnalités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

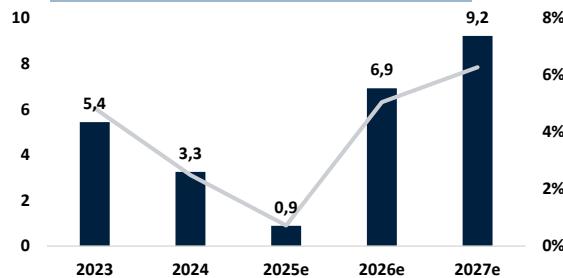
Multiples de valorisation des comparables

Société	Capitalisation	VE / CA			VE / EBITDA			VE / EBIT			P/E		
		2025e	2026e	2027e	2025e	2026e	2027e	2025e	2026e	2027e	2025e	2026e	2027e
Camping World Holdings, Inc.	560,6	0,3x	0,3x	0,3x	7,5x	6,1x	5,0x	8,8x	7,1x	5,6x	18,0x	9,5x	5,0x
Knaus Tabbert AG	140,1	0,4x	0,4x	0,4x	11,6x	7,4x	6,3x	ns	19,6x	12,8x	ns	35,3x	11,1x
Thor Industries, Inc.	4 679,6	0,6x	0,6x	0,6x	9,2x	9,2x	8,0x	19,5x	17,7x	13,6x	21,3x	24,5x	18,4x
Trigano SA	3 310,4	0,8x	0,8x	0,7x	7,3x	6,1x	5,8x	8,9x	7,3x	6,8x	13,8x	10,9x	10,1x
Winnebago Industries, Inc.	960,3	0,4x	0,4x	0,4x	9,1x	7,4x	6,3x	19,5x	11,8x	9,4x	43,4x	21,1x	15,6x
Moyenne	1 930,2	0,5x	0,5x	0,5x	8,9x	7,2x	6,3x	14,2x	12,7x	9,7x	24,1x	20,3x	12,0x
Mediane	960,3	0,4x	0,4x	0,4x	9,1x	7,4x	6,3x	14,2x	11,8x	9,4x	19,6x	21,1x	11,1x

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	122,7	137,0	146,9
Excédent brut d'exploitation	3,2	6,7	6,3	4,3	2,4	8,1	10,4
Résultat opérationnel courant	2,8	6,2	5,4	3,2	1,5	6,9	9,2
Résultat opérationnel	2,8	6,2	5,4	3,3	0,9	6,9	9,2
Résultat financier	-0,1	-0,2	-0,3	-1,2	-1,5	-1,1	-0,8
Impôts	-0,3	-1,6	-1,2	-0,1	-0,1	-1,5	-2,1
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	2,3	4,4	4,0	1,8	-0,8	4,4	6,3
Bilan (M€)	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Actifs non courants	5,6	11,3	13,6	17,0	17,8	17,5	17,2
dont goodwill	3,1	7,9	9,2	11,7	11,1	11,1	11,1
BFR	8,1	15,0	20,9	29,9	25,5	24,1	29,1
Disponibilités + VMP	9,2	19,2	14,5	8,4	6,9	13,0	14,6
Capitaux propres	4,0	22,8	26,8	28,6	27,8	32,2	38,5
Emprunts et dettes financières (inc avances permanentes)	18,5	22,1	21,4	26,2	21,8	21,8	21,8
Total Bilan	40,0	67,2	86,8	96,2	86,6	94,7	100,6
Tableau de flux (M€)	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Marge Brute d'autofinancement	2,6	5,0	4,8	2,5	0,7	5,5	7,5
Variation de BFR	2,2	-3,8	-3,5	-6,9	4,4	1,3	-5,0
Flux net de trésorerie généré par l'activité	4,8	1,2	1,3	-4,4	5,2	6,8	2,5
CAPEX nets	-0,3	-1,3	-1,4	-0,7	-0,3	-0,8	-0,9
FCF	4,5	-0,1	-0,1	-5,1	4,9	6,0	1,6
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	-2,8	-0,8	-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	-4,4	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	-4,4	0,0	0,0
Variation de trésorerie	1,5	9,7	-5,1	-6,5	-2,0	6,0	1,6
Ratios (%)	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Variation chiffre d'affaires	64,2%	50,4%	15,9%	16,0%	-5,9%	11,7%	7,2%
Marge EBE	5,0%	6,9%	5,6%	3,3%	1,9%	5,9%	7,1%
Marge opérationnelle courante	4,3%	6,4%	4,8%	2,5%	1,2%	5,1%	6,3%
Marge opérationnelle	4,3%	6,4%	4,8%	2,5%	0,7%	5,1%	6,3%
Marge nette	3,6%	4,6%	3,5%	1,4%	-0,6%	3,2%	4,3%
CAPEX (% CA)	0,4%	1,4%	1,2%	0,6%	0,3%	0,6%	0,6%
BFR (% CA)	12,6%	15,4%	18,6%	22,9%	20,7%	17,6%	19,8%
ROCE	15,3%	17,8%	11,8%	5,2%	2,6%	12,5%	14,9%
ROCE hors GW	19,7%	25,6%	16,0%	6,9%	3,5%	17,0%	19,6%
ROE	58,0%	19,4%	14,8%	6,4%	-2,7%	13,6%	16,4%
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%	47,3%	22,2%	14,4%
Dette nette/EBE	2,9	0,0	0,8	3,7	5,6	0,9	0,5
EBE/charges financières	22,8	38,8	24,5	3,6	1,6	7,3	13,0
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	13,2	7,2	5,6
(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	49,2	43,2	41,6
VE/CA	ns	0,5	0,5	0,4	0,4	0,3	0,3
VE/EBE	ns	6,9	8,8	12,0	21,0	5,4	4,0
VE/ROC	ns	7,4	10,3	16,0	33,4	6,3	4,6
P/E	ns	10,5	12,8	19,9	ns	8,6	5,9
P/B	ns	2,0	1,9	1,3	1,3	1,2	1,0
P/CF	ns	38,2	29,2	-8,6	7,2	5,5	15,0
FCF yield (%)	ns	-0,3%	-0,3%	-9,8%	9,9%	13,9%	3,9%
Données par action (€)	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Bnpa	ns	1,14	1,02	0,47	-0,04	1,13	1,63
Book value/action	ns	5,9	6,9	7,4	7,2	8,3	9,9
Dividende/action	ns	0,00	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	Détenzione 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



