



# hunyvers®

Achat

Capitalisation	28,3	Ticker	ALHUN-FR	Distribution
Objectif de cours	11,5 €	Nb de titres (en millions)	3,87	Flash valeur
Cours au 29/01/2026	7,3 €	Volume moyen 12m (titres)	611	
Potentiel	57,5%	Extrêmes 12m (€)	5,94€/10,85€	30/01/2026

## Bonne reprise du nautisme, S2 en ligne de mire

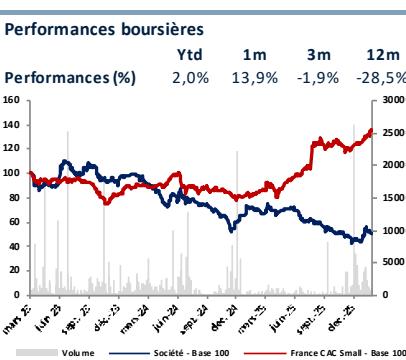
### A retenir

- CA T1 2025/26 de 25,2 M€, -3,3% en données publiées et -7,9% en org.
- Forte reprise du Nautisme (+31,2% en organique)
- Guidance de croissance rentable maintenue sur 2025/26

Données financières (en M€)					
au 31/08	2025	2026e	2027e	2028e	
CA	122,7	137,0	146,9	157,0	
var %	-5,8%	11,7%	7,2%	6,9%	
EBE	2,2	8,0	10,4	12,6	
% CA	1,8%	5,9%	7,1%	8,1%	
ROC	0,9	6,9	9,2	11,4	
% CA	0,7%	5,1%	6,3%	7,3%	
RN	-0,8	4,4	6,3	8,0	
% CA	-0,6%	3,2%	4,3%	5,1%	
Bnpa (€)	-0,20	1,13	1,63	2,06	
ROCE (%)	1,5%	11,2%	13,9%	16,7%	
ROE (%)	-2,7%	13,6%	16,4%	17,2%	
Gearing (%)	50,3%	36,9%	23,6%	5,4%	
Dette nette	14,0	11,8	9,1	2,5	
Dividende n (€)	0,0	0,0	0,0	0,0	
Yield (%)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	

Multiples de valorisation				
	2025	2026e	2027e	2028e
VE/CA (x)	0,3	0,3	0,2	0,2
VE/EBE (x)	18,5	4,9	3,5	2,4
VE/ROC (x)	47,6	5,7	4,0	2,6
P/E (x)	ns	6,5	4,5	3,5

Actionnariat	
Fondateurs & management	52,7%



### Publication du CA T1 2025/26

Hunyvers a annoncé dans la semaine un chiffre d'affaires de 25,2 M€ au titre du T1 2025/26, en repli de -3,3% en données publiées et de -7,9% en organique, principalement en raison d'une activité VDL encore pénalisée par le calendrier des livraisons de véhicules neufs. La contribution des acquisitions s'élève à 1,2 M€, liée notamment à l'intégration des Chantiers Navals du Bassin d'Arcachon en décembre 2024.

Le management confirme ses perspectives annuelles, visant une progression de l'activité et de la rentabilité sur l'ensemble de l'exercice, portée par l'intensification attendue des livraisons au second semestre et la bonne dynamique du nautisme.

### De bons signaux de reprise du Nautisme au T1

Sur le trimestre, l'activité VDL a généré 21,8 M€ de chiffre d'affaires, en baisse de -10,6% organique. Cette évolution est principalement impactée par le recul des ventes de véhicules neufs (-15%), tandis que les ventes d'occasion diminuent de -6,9% et les services associés de -4,8%.

A l'inverse, le pôle nautisme affiche une très bonne performance avec un CA de 3,4 M€, en hausse de +101,8% en données publiées et +31,2% en organique. Ce résultat traduit à la fois un effet de base favorable et l'intégration réussie des 5 acquisitions réalisées au cours des 18 derniers mois. Pour mémoire, le T1 représente historiquement moins de 10% des ventes annuelles du groupe sur cette activité, ce qui relativise la portée saisonnière de cette contribution.



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



## Perspectives et estimations

Pour l'exercice 2025/26, Hunyvers confirme viser un redressement simultané de son activité et de sa rentabilité opérationnelle, soutenu par trois leviers principaux à savoir 1) la montée en puissance des livraisons de véhicules neufs au S2, 2) la poursuite des chantiers d'intégration opérationnelle et 3) les perspectives favorables du nautisme. Avec une dette nette contenue à 14,0 M€ à fin 2024/25, le groupe indique demeurer attentif à d'éventuelles opportunités de croissance externe.

Nous estimons que la trajectoire annuelle demeure essentiellement conditionnée au rebond attendu des VDL au S2, tandis que la poursuite de la dynamique dans le nautisme renforcerait le profil de croissance du groupe. Nous maintenons une lecture prudente sur le S1, mais considérons que la combinaison d'un carnet de commandes mieux orienté et de l'effet plein des intégrations devrait permettre une amélioration progressive des marges opérationnelles en fin d'exercice, conformément aux indications du management.

Pour l'exercice 2025/26, nous réitérons nos estimations à savoir un CA de 137,0 M€, soit une croissance de +11,7% ainsi qu'une marge d'EBE de 8,0 M€ (5,9% de marge). Cette estimation implique une reprise progressive du segment des véhicules de loisirs de +8%, un rebond de l'activité nautique de +30%, ainsi qu'une croissance des services associés estimée à +12% sur l'ensemble de l'exercice.

## Recommandation

Suite à cette publication et à la revue de nos estimations, nous réitérons notre recommandation à Achat et notre objectif de cours de 11,5 € 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 122,7 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 2024/2025, Hunyvers a réalisé 122,7 M€ de chiffre d’affaires (-5,8%).

## 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 2024/25, le chiffre d’affaires consolidé s’établit à 122,7 M€, dont 103,1 M€ pour les VDL (soit environ 84%) et 19,6 M€ pour le nautisme (environ 16%). L’amélioration du taux de marge brute à 21% contre 20% un an plus tôt reflète, le poids accru des VDL d’occasion ainsi que des prestations à forte valeur ajoutée dans le nautisme, confirmant la pertinence économique de ce modèle intégré.

**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.

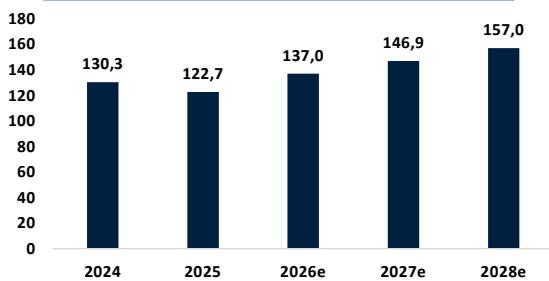
**Un développement de services innovants, un relais de croissance.** Fort d’une plateforme digitale unique, Caramaps, le Groupe dispose d’un asset technologique qui devrait devenir dans un avenir proche un véritable relai de croissance. Monétisée depuis peu, la montée en puissance de Caramaps et de ses 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/ le développement de nouveaux services et la progression de ceux-ci dans le mix-produit, et 3/ l’ouverture à l’international.

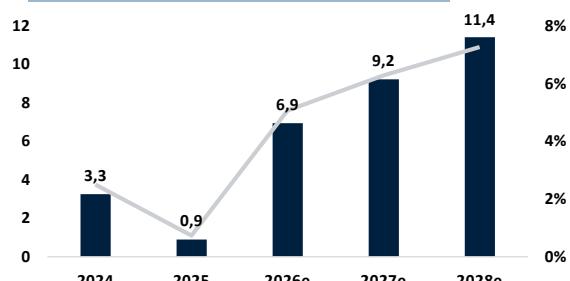
## Multiples de valorisation des comparables

Société	Capitalisation	VE / CA			VE / EBITDA			VE / EBIT			P/E		
		2026e	2027e	2028e	2026e	2027e	2028e	2026e	2027e	2028e	2026e	2027e	2028e
Camping World Holdings, Inc	699,8	0,3x	0,3x	6,8x	5,6x	7,9x	6,4x	11,7x	6,5x				
Knaus Tabbert AG	133,2	0,4x	0,4x	7,1x	6,1x	19,0x	12,5x	36,0x	11,4x				
LCI Industries	2 982,2	1,0x	0,9x	9,4x	8,1x	13,2x	11,2x	17,2x	13,8x				
Thor Industries, Inc.	4 986,0	0,7x	0,6x	0,6x	9,7x	8,5x	7,7x	18,9x	14,4x	12,3x	26,3x	19,4x	16,4x
Trigano SA	3 279,4	0,7x	0,7x	0,6x	5,6x	5,2x	5,0x	6,6x	6,2x	5,9x	10,8x	10,0x	9,5x
Winnebago Industries, Inc.	1 098,4	0,6x	0,5x	0,5x	10,8x	9,3x	8,8x	17,0x	13,9x	10,6x	23,3x	17,7x	19,5x
<b>Moyenne</b>	<b>2 416,1</b>	<b>0,6x</b>	<b>0,6x</b>	<b>0,6x</b>	<b>7,7x</b>	<b>6,7x</b>	<b>6,4x</b>	<b>13,1x</b>	<b>10,1x</b>	<b>9,1x</b>	<b>20,4x</b>	<b>12,2x</b>	<b>13,0x</b>
<b>Mediane</b>	<b>2 982,2</b>	<b>0,7x</b>	<b>0,6x</b>	<b>0,6x</b>	<b>7,1x</b>	<b>6,1x</b>	<b>6,4x</b>	<b>13,2x</b>	<b>11,2x</b>	<b>9,1x</b>	<b>17,2x</b>	<b>11,4x</b>	<b>13,0x</b>

## Evolution du chiffre d’affaires, 2024-2028e (M€)



## Evolution REX et MOP, 2024-2028e (M€, %)



Compte de résultat (M€)	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e
Chiffre d'affaires	97,0	112,4	130,3	122,7	137,0	146,9	157,0
Excédent brut d'exploitation	6,7	6,3	4,3	2,2	8,0	10,4	12,6
<b>Résultat opérationnel courant</b>	<b>6,2</b>	<b>5,4</b>	<b>3,2</b>	<b>0,9</b>	<b>6,9</b>	<b>9,2</b>	<b>11,4</b>
Résultat opérationnel	6,2	5,4	3,3	0,9	6,9	9,2	11,4
Résultat financier	-0,2	-0,3	-1,2	-1,5	-1,1	-0,8	-0,8
Impôts	-1,6	-1,2	-0,1	0,2	-1,5	-2,1	-2,7
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
<b>Résultat net part du groupe</b>	<b>4,4</b>	<b>4,0</b>	<b>1,8</b>	<b>-0,8</b>	<b>4,4</b>	<b>6,3</b>	<b>8,0</b>
<b>Bilan (M€)</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025</b>	<b>2026e</b>	<b>2027e</b>	<b>2028e</b>
Actifs non courants	11,3	13,6	17,0	18,9	18,6	18,4	18,1
dont <i>goodwill</i>	7,9	9,2	11,7	13,4	13,4	13,4	13,4
BFR	15,0	20,9	29,9	25,9	27,6	31,4	33,1
<b>Disponibilités + VMP</b>	<b>19,2</b>	<b>14,5</b>	<b>8,4</b>	<b>6,9</b>	<b>9,0</b>	<b>11,8</b>	<b>18,4</b>
Capitaux propres	22,8	26,8	28,6	27,8	32,1	38,4	46,4
Emprunts et dettes financières (inc avances permanentes)	22,1	21,4	26,2	22,5	22,5	22,5	22,5
<b>Total Bilan</b>	<b>67,2</b>	<b>86,8</b>	<b>96,2</b>	<b>88,5</b>	<b>95,6</b>	<b>101,5</b>	<b>112,0</b>
<b>Tableau de flux (M€)</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025</b>	<b>2026e</b>	<b>2027e</b>	<b>2028e</b>
Marge Brute d'autofinancement	5,0	4,8	2,5	0,7	5,5	7,5	9,2
Variation de BFR	-3,8	-3,5	-6,9	4,7	-1,7	-3,8	-1,7
<b>Flux net de trésorerie généré par l'activité</b>	<b>1,2</b>	<b>1,3</b>	<b>-4,4</b>	<b>5,3</b>	<b>3,8</b>	<b>3,7</b>	<b>7,5</b>
CAPEX nets	-1,3	-1,4	-0,7	-0,3	-0,8	-0,9	-1,0
<b>FCF</b>	<b>-0,1</b>	<b>-0,1</b>	<b>-5,1</b>	<b>5,0</b>	<b>3,0</b>	<b>2,8</b>	<b>6,6</b>
Investissements financiers nets	-5,2	-3,4	-4,1	-2,5	0,0	0,0	0,0
<b>Flux nets de trésorerie liés aux investissements</b>	<b>-6,5</b>	<b>-4,8</b>	<b>-4,9</b>	<b>-2,8</b>	<b>-0,8</b>	<b>-0,9</b>	<b>-1,0</b>
Augmentation de capital	14,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Variation emprunts	0,5	-1,6	2,7	-4,4	0,0	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	-0,1	0,0	0,0	0,0
<b>Flux nets de trésorerie liés au financement</b>	<b>15,0</b>	<b>-1,6</b>	<b>2,7</b>	<b>-4,4</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>
Variation de trésorerie	9,7	-5,1	-6,5	-1,9	3,0	2,8	6,6
<b>Ratios (%)</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025</b>	<b>2026e</b>	<b>2027e</b>	<b>2028e</b>
<b>Variation chiffre d'affaires</b>	<b>50,4%</b>	<b>15,9%</b>	<b>16,0%</b>	<b>-5,8%</b>	<b>11,7%</b>	<b>7,2%</b>	<b>6,9%</b>
Marge EBE	6,9%	5,6%	3,3%	1,8%	5,9%	7,1%	8,1%
<b>Marge opérationnelle courante</b>	<b>6,4%</b>	<b>4,8%</b>	<b>2,5%</b>	<b>0,7%</b>	<b>5,1%</b>	<b>6,3%</b>	<b>7,3%</b>
Marge opérationnelle	6,4%	4,8%	2,5%	0,7%	5,1%	6,3%	7,3%
Marge nette	4,6%	3,5%	1,4%	-0,6%	3,2%	4,3%	5,1%
CAPEX (% CA)	1,4%	1,2%	0,6%	0,3%	0,6%	0,6%	0,6%
BFR (% CA)	15,4%	18,6%	22,9%	21,1%	20,1%	21,4%	21,1%
ROCE	17,8%	11,8%	5,2%	1,5%	11,2%	13,9%	16,7%
ROCE hors GW	25,6%	16,0%	6,9%	2,1%	15,8%	19,0%	22,6%
ROE	19,4%	14,8%	6,4%	-2,7%	13,6%	16,4%	17,2%
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%
<b>Ratios d'endettement</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025</b>	<b>2026e</b>	<b>2027e</b>	<b>2028e</b>
<b>Gearing (%)</b>	<b>-1,4%</b>	<b>19,8%</b>	<b>56,4%</b>	<b>50,3%</b>	<b>36,9%</b>	<b>23,6%</b>	<b>5,4%</b>
Dette nette/EBE	0,0	0,8	3,7	6,2	1,5	0,9	0,2
EBE/charges financières	38,8	24,5	3,6	1,5	7,3	13,0	16,9
<b>Valorisation</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025</b>	<b>2026e</b>	<b>2027e</b>	<b>2028e</b>
Nombre d'actions (en millions)	3,9	3,9	3,9	3,9	3,9	3,9	3,9
Nombre d'actions moyen (en millions)	3,9	3,9	3,9	3,9	3,9	3,9	3,9
Cours (moyenne annuelle en euros)	12,0	13,1	12,7	7,3	7,3	7,3	7,3
(1) Capitalisation boursière moyenne	46,3	50,6	49,1	28,1	28,3	28,3	28,3
(2) Dette nette (+)/ trésorerie nette (-)	-0,3	5,3	16,1	14,0	11,8	9,1	2,5
(3) Valeur des minoritaires	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
(4) Valeur des actifs financiers	0,6	0,8	1,5	1,3	1,3	1,3	1,3
Valeur d'entreprise = (1)+(2)+(3)-(4)	45,4	55,1	63,7	40,8	38,8	36,1	29,5
VE/CA	0,5	0,5	0,5	0,3	0,3	0,2	0,2
VE/EBE	6,9	8,8	14,9	18,5	4,9	3,5	2,4
<b>VE/ROC</b>	<b>7,4</b>	<b>10,3</b>	<b>19,9</b>	<b>47,6</b>	<b>5,7</b>	<b>4,0</b>	<b>2,6</b>
P/E	10,5	12,8	26,7	ns	6,5	4,5	3,5
P/B	2,0	1,9	1,7	1,0	0,9	0,7	0,6
P/CF	38,2	39,4	-11,2	5,3	7,5	7,7	3,7
FCF yield (%)	-0,3%	-0,2%	-8,0%	12,3%	7,6%	7,7%	22,3%
<b>Données par action (€)</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025</b>	<b>2026</b>	<b>2027</b>	<b>2028</b>
<b>Bnpa</b>	<b>1,14</b>	<b>1,02</b>	<b>0,47</b>	<b>-0,20</b>	<b>1,13</b>	<b>1,63</b>	<b>2,06</b>
Book value/action	5,9	6,9	7,4	7,2	8,3	9,9	12,0
Dividende/action	0,00	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	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



