

## Achat

<b>Objectif de cours</b>	<b>11,50 €</b>
Cours au 29/04/2024	5,56 €
<b>Potentiel</b>	<b>107%</b>

## Données valeur

ALHRS-FR	
Euronext Growth	
Capitalisation (M€)	84,8
Nb de titres (en millions)	15,2
Volume moyen 12 mois (titres)	11711
Extrêmes 12 mois	4,7 € 23,6 €

## Performances boursières

Performances (%)	Ytd	1m	3m	12m
Perf. Absolue	-71,2%	-34,0%	-66,9%	-75,0%
Perf CAC Small	1,1%	1,5%	-0,4%	-1,3%

## Données financières (en M€)

au 31/06	22/23	23/24e	24/25e	25/26e
CA	30,1	35,6	54,4	83,5
var %	76,6%	18,4%	52,8%	53,3%
EBE	-3,7	-5,1	-0,8	11,6
% CA	-12,1%	-14,4%	-1,5%	13,8%
ROC	-6,2	-6,2	-2,2	9,5
% CA	-20,7%	-17,4%	-4,0%	11,3%
RN	-4,9	-6,0	-2,5	7,8
% CA	-16,2%	-16,8%	-4,5%	9,3%
Bnpa (€)	-0,5	-0,4	-0,2	0,5
ROCE (%)	-8,8%	-6,9%	-2,2%	8,5%
ROE (%)	-8,1%	-11,1%	-4,8%	13,1%
Gearing (%)	-13,4%	23,8%	45,0%	39,7%
Dette nette	-8,0	12,8	23,2	23,5
Dividende n (€)	0,0	0,0	0,0	0,0
Yield (%)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

## Multiples de valorisation

	22/23	23/24e	24/25e	25/26e
VE/CA (x)	7,8	2,5	1,8	1,2
VE/EBE (x)	ns	ns	ns	8,7
VE/ROC (x)	ns	ns	ns	10,6
P/E (x)	ns	ns	ns	10,9

## Actionariat



## Une longueur d'avance dans l'hydrogène

Leader européen des stations de ravitaillement hydrogène, HRS est une société à suivre de près. Avec un marché attendu en forte croissance sur les prochaines années, un carnet de commandes (51 M€) solide, une feuille de route crédible (85 M€ de chiffre d'affaires en 2025/2026) et des avantages concurrentiels clairement identifiés (qualité du produit, positionnement unique de pure player, partenariats industriels structurants), le groupe semble bien armé pour aborder une nouvelle phase de son histoire, celle d'un passage rentable à l'échelle. Nous initions le titre avec une recommandation à Achat et un objectif de cours de 11,50 €/action, traduisant un potentiel de hausse de +107%.

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

Le groupe est aujourd'hui positionné sur un marché, celui de l'hydrogène, attendu en croissance exponentielle dans les prochaines années. Dans un monde en transition, ce vecteur énergétique renouvelable a été identifié comme l'un des piliers majeurs de la réduction des émissions. Ses usages et applications tendent à se massifier et s'élargir, notamment dans des secteurs clés, comme certains pans du transport, de la mobilité ou encore de l'industrie. L'infrastructure autour de l'hydrogène se développe naturellement très fortement, avec en premier lieu le cœur de marché de HRS: celui des stations de ravitaillement. Ce dernier devrait croître à un TCAM autour de +25% dans les dix prochaines années, porté par les différents plans étatiques et l'urgence de décarboner.

Doté d'une part de marché déjà substantielle, le groupe est idéalement positionné pour saisir l'opportunité. La société dispose de solides avantages concurrentiels: le parc installé le plus important en Europe, un modèle efficient de pure player, une offre de qualité et adaptable aux évolutions technologiques perpétuelles du marché, de beaux partenariats industriels et commerciaux avec plusieurs acteurs clés de la filière, ou encore une maturité industrielle parmi les plus avancées sur le marché.

Avec un carnet de commandes de plusieurs dizaines de millions d'euros, un outil industriel de pointe, des capacités de production importantes (180 stations/an), une solide santé financière et un effort de structuration presque mené à son terme, nous pensons que HRS devrait à présent basculer dans la phase industrielle de son histoire, synonyme de forte croissance et de rentabilité. Nous attendons un TCAM 2023-2026e de plus de +40%, en ligne avec la guidance du groupe, pour une marge d'EBITDA à deux chiffres.

Après une période d'euphorie boursière autour des valeurs de l'hydrogène, la phase de (sur)normalisation des valorisations du secteur offre un point d'entrée intéressant pour tout investisseur long terme à la recherche des gagnants de demain. S'il doit en exister un dans cette industrie, HRS est, à n'en pas douter, le premier nom à cocher sur la liste.

**Nous initions le titre avec une recommandation à Achat et un objectif de cours à 11,50 €, soit un potentiel de hausse substantiel (+107%).**



**Pierre LAURENT**  
Analyste  
01 44 70 20 78  
plarent@elcorp.com



Acteur français et leader européen des stations de ravitaillement hydrogène, HRS est une des sociétés à suivre de très près durant les prochains mois.

Au cœur de l'enjeu majeur du siècle, la proposition de valeur du groupe est claire: participer, à son échelle et à sa façon, à la décarbonation de nos économies, notamment dans les secteurs essentiels de la mobilité, de l'industrie et de l'énergie. Au cours de son dernier exercice fiscal (2022/2023), HRS a réalisé un peu plus de 30 M€ de CA. Le groupe vise l'atteinte d'un CA de 85 M€ à horizon 2025/2026, accompagné d'une forte rentabilité.

## Pourquoi investir dans HRS ?

### Un potentiel de croissance significatif



TCAM 23-26e  
**>40%**

### Une appréciation de la rentabilité



Marge d'EBITDA  
2026e: **±15%**

### Un leader avec une longueur d'avance



Parts de marché en  
France: **>30%**

### Un bilan solide



Trésorerie brute S1  
2023: **15,8 M€**

### Une société déjà structurée



Une équipe de  
**+150** salariés

### Un potentiel d'upside important



**+107%** de potentiel  
de hausse du titre

# Sommaire

<b>THÈSE D'INVESTISSEMENT</b>	<b>4</b>
<b>SWOT</b>	<b>5</b>
<b>HRS: HISTORIQUE ET ACTIVITÉS</b>	<b>6</b>
UN PURE PLAYER DES STATIONS DE RAVITAILLEMENT EN HYDROGÈNE	6
DES STATIONS À FORTE VALEUR AJOUTÉE	7
UNE GAMME PRODUITS QUI S'ÉLARGIT	9
LE LEADER EUROPÉEN	11
UNE BELLE BASE DE CLIENTS	11
<b>POURQUOI S'INTÉRESSER À LA SOCIÉTÉ ?</b>	<b>12</b>
UNE TRÈS FORTE DYNAMIQUE DE MARCHÉ, PORTÉE PAR LA PUISSANCE PUBLIQUE	12
DES AVANTAGES CONCURRENTIELS IDENTIFIÉS	17
UN ALIGNEMENT D'INTÉRÊTS INDISCUTABLE	21
UNE FEUILLE DE ROUTE CRÉDIBLE	22
NOTRE SCÉNARIO À HORIZON 2026	26
<b>VALORISATION ET OBJECTIF DE COURS</b>	<b>30</b>
PARCOURS DEPUIS L'IPO	30
DCF = 12,40 €/ACTION	31
COMPARABLES = 9,30 €/ACTION	33
HRS = 11,50 €/ACTION (+107%), RECOMMANDATION ACHAT	34
<b>ANNEXES</b>	<b>36</b>
SYNTHÈSE FINANCIÈRE	36

## Thèse d'investissement

### Un expert des stations de ravitaillement hydrogène

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

### Une offre à forte valeur ajoutée

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

### Des avantages concurrentiels identifiés

HRS est le leader européen et le seul player du marché sur les stations de cette capacité, ce qui lui offre une avance concrète sur ses concurrents. En plus de cet élément, nous identifions d'autres avantages clairs: une maturité industrielle parmi les plus avancées du marché, une structuration des équipes presque menée à son terme, un outil de production best in class qui dispose notamment d'une zone de tests unique en Europe, une équipe R&D dédiée et enfin des partenariats industriels et commerciaux de grande qualité avec les acteurs de la filière.

### Un marché en plein effervescence

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

### Et maintenant ?

Avec un carnet de commandes de 51 M€ et un pipeline potentiel encore beaucoup plus important, HRS dispose d'une feuille de route claire et crédibilisée par la qualité de ses partenariats qui devrait lui permettre de définitivement passer à l'échelle industrielle. Nous sommes alignés avec les ambitions du management et pensons que le groupe dispose de toutes les qualités pour emprunter une trajectoire de croissance à la fois rentable et créatrice de valeur.

## SWOT

### Forces

- Un track record sur des métiers clés (tuyauterie industrielle, fabrication de stations)
- Un modèle de pure-player unique sur le marché
- Des stations en phase avec les besoins du marché
- Un bureau R&D dédié (35 personnes)
- Des partenariats industriels qui dé-risquent partiellement le carnet de commandes
- Approvisionnements clés sécurisés (compresseurs)

### Opportunités

- Une filière soutenue par la puissance publique
- Un marché potentiellement énorme avec l'international
- Vers plus de récurrence dans le modèle
- Pas de sujet de financement à court ou moyen terme
- Potentielle cible pour un industriel

### Faiblesses

- Tributaire de la vitesse de développement du marché de l'hydrogène et de la santé financière des donneurs d'ordres
- Taille encore modeste
- Encore peu de récurrence pour le moment

### Menaces

- Dépendance aux hommes clés
- Décalages/reports de gros projets pouvant impacter la top line
- Disponibilité du foncier (empreinte au sol des projets)
- Risque d'exécution dans le passage à l'échelle

## HRS: historique et activités

### Un pure player des stations de ravitaillement en hydrogène

Groupe créé en 2004 par Hassen Rachedi, actuel PDG et actionnaire majoritaire, HRS (Hydrogen Refueling Solutions) est spécialisé dans la conception, la fabrication, la commercialisation et la maintenance de stations de ravitaillement en hydrogène.

Basé à Grenoble, HRS a débuté son activité dans le domaine de l'ingénierie et de la tuyauterie industrielle complexe, dans lesquels il a développé une solide expertise. De 2009 à 2018, le groupe a parallèlement travaillé comme intégrateur de stations pour le compte de grands donneurs d'ordres, notamment Air Liquide. Durant cette période, HRS a fabriqué et livré un total de 34 stations de ravitaillement.

C'est à la fin des années 2010 que la société a opéré un virage stratégique majeur en démarrant le développement d'une gamme propre de stations de recharge, lui permettant de définitivement se positionner sur un marché en croissance exponentielle, celui de l'hydrogène.

### Historique de développement

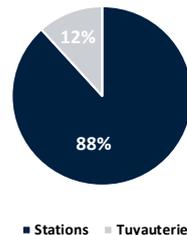
- **2004**
  - Création de la société par Hassen Rachedi
  - Début de l'activité dans le domaine de la tuyauterie industrielle complexe et de l'ingénierie
- **2009**
  - Lancement de l'activité d'intégration de stations hydrogène pour de grands donneurs d'ordres, notamment Air Liquide
- **2018**
  - 34 stations sont fabriquées et livrées en onze ans
- **2019**
  - Virage stratégique vers le développement d'une gamme propre de stations hydrogène de grande puissance
- **2020**
  - Première livraison d'une station propre H14 (100/500kg/jour)
- **2021**
  - Atteinte d'un chiffre d'affaires annuel supérieur à 10 M€ (clôture au 30/06)
  - Introduction en bourse avec une levée de 74 M€
- **2022**
  - Développement d'une gamme encore plus puissance avec la H40 (1t/jour minimum)
- **2023**
  - Chiffre d'affaires annuel supérieur à 30 M€
  - Lancement d'une activité de services (maintenance)
- **2026**
  - Guidance de 80 M€ de revenus annuels pour une marge EBIT c20%

Sources : Société, Euroland Corporate

Aujourd'hui, HRS est donc considéré comme un pure player de la conception/fabrication de stations de recharge, contrairement à d'autres acteurs présents sur le marché, pour qui la conception de stations n'est qu'une activité parmi d'autres (voir plus loin). Le groupe a également conservé son activité historique de tuyauterie industrielle du fait des synergies technologiques potentielles (les stations comportent plusieurs dizaines de mètres de tuyauterie) et de la possibilité de mutualiser les compétences techniques.

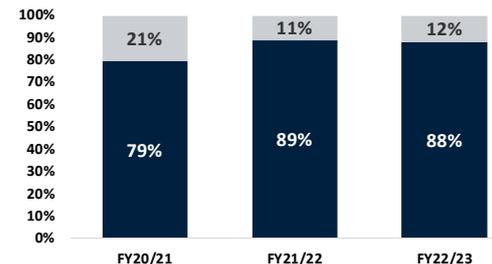
Le chiffre d'affaires d'HRS est largement dominé par les revenus issus des stations. Ces derniers ont représenté plus de 88% du mix du groupe sur le dernier exercice fiscal (2022/2023), sur un total de chiffre d'affaires très légèrement supérieur à 30 M€.

### Mix groupe 2023 (%)



Sources: Société, Euroland

### Mix groupe, 2020-2023 (%)



Sources: Société, Euroland

En tant que pure player de la fabrication de stations, HRS est idéalement placé sur la chaîne de valeur. Le groupe est libéré de la contrainte de la production d'hydrogène en amont de la chaîne pour mieux se concentrer sur son métier, la conception et la fabrication de stations, et fournir en aval le client final. HRS propose une offre 100% clé en main, allant du design de la station à sa maintenance, en passant par la production, l'installation, et la mise en service.

### Le positionnement de HRS sur la chaîne de valeur

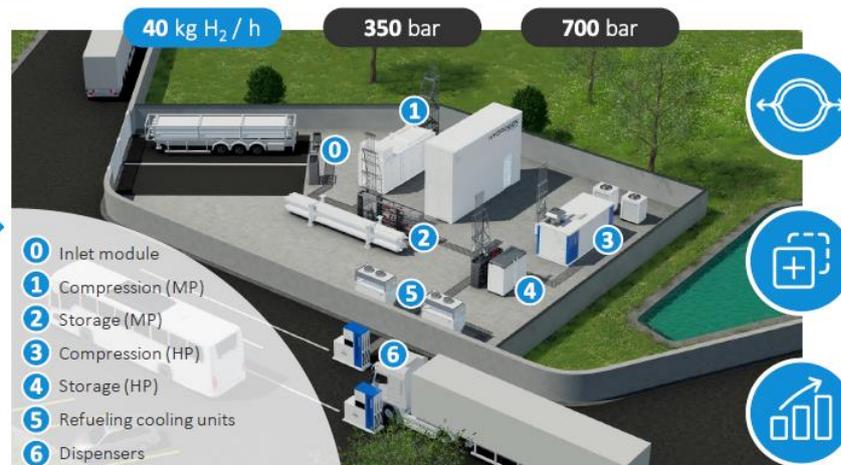


Sources: Société, Euroland

### Des stations à forte valeur ajoutée

Les stations développées par HRS sont d'une grande technicité. Elles requièrent de nombreuses compétences techniques clés: la compression, le froid, la tuyauterie industrielle, l'électronique, entre autres. Une station est en quelque sorte un concentré de technologies à gérer dans un environnement critique (haute/basse pression, gestion des températures, etc.). Par son savoir-faire industriel hérité de plusieurs années d'activité dans la tuyauterie industrielle et l'intégration pour compte de tiers, HRS a la maîtrise parfaite de son offre et contrôle ainsi l'ensemble de la chaîne de production d'une station.

### Modèle 3D de station HRS 40



Sources: Société, Euroland

Les bornes développées par HRS disposent par ailleurs de nombreux atouts compétitifs. Elles sont:

- **Agnostiques** à la technologie utilisée. Les stations développées par HRS peuvent être alimentées soit par une source d'hydrogène gazeuse soit par un électrolyseur qui produit de l'hydrogène sur site
- **Adaptées** à tous les types de clients finaux, principalement B2B (exploitants de stations grand public, industriels qui veulent acquérir une station hydrogène pour le développement d'une flotte captive ou à des fins d'utilisation de l'hydrogène, etc.)
- Construites de manière **modulaire** et peuvent ainsi être adaptées au besoin du client, notamment en matière de capacité de distribution (de 14kg/h à 80kg/h)
- **Bi-pression** (350 ou 700 bars) et permettent un temps de rechargement inférieur aux bornes de recharge électriques, ainsi que simultané
- **Produites rapidement**. Le temps de production d'une station est d'environ 8 semaines du fait de l'excellence organisationnelle de la société et de sa maîtrise de l'ensemble du cycle de production
- **Supervisables** à distance et en temps réel, ce qui permet de réagir rapidement en cas de panne ou de fonctionnement défectueux
- **Certifiées** sur toutes les normes essentielles en matière d'hydrogène dans la mobilité.

### Les certifications HRS



Sources: Société, Euroland

## Une gamme produits qui s'élargit

L'offre actuelle de HRS comporte à la fois des stations délivrant de 100 à 300kg d'hydrogène par jour, ainsi que des stations délivrant une tonne quotidienne, ce qui permet de répondre à l'ensemble des besoins du marché.

### La gamme HRS

HRS14 (14 kg/h) <b>Best-seller</b>	HRS40 (40 kg/h) <b>First orders</b> HRS80 (80 kg/h)	
		
 Dual-pressure 350 and 700 bar	 Simultaneous filling	 12-month guarantee

Sources: Société, Euroland

Chronologiquement, HRS a commencé à la fin des années 2010 par le développement des stations de plus petite puissance, appelées HRS14 (un maximum de 14kg comprimé par heure). Ces dernières permettent de recharger entre 100 et 300 kg quotidiennement. Elles sont principalement à destination des véhicules plutôt légers, comme les véhicules de tourisme ou encore les véhicules professionnels (taxis). En voici un exemple sur un site industriel à Vannes (56) pour le compte de HyGO.

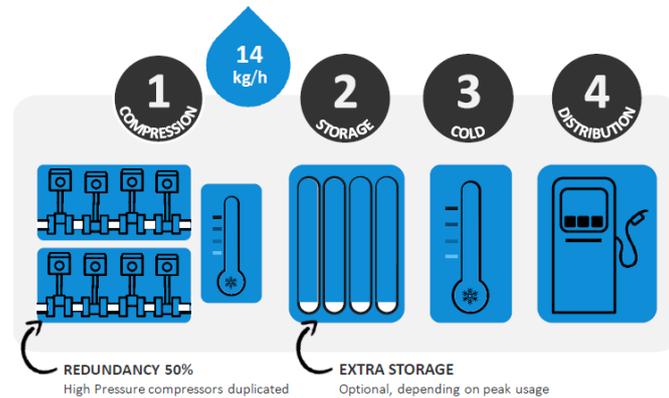
### HRS14 à Vannes



Sources: Société, Euroland

Le principe de fonctionnement d'un HRS14 est assez linéaire. Dans un premier temps, l'hydrogène (nous le rappelons, qui peut être produit sur site ou non) est injecté dans la station, qui va d'abord le compresser fortement. Cet hydrogène compressé va ensuite être stocké, puis refroidi, et enfin distribué par les pompes de ravitaillement raccordé au véhicule final.

### Le schéma de fonctionnement d'un HRS14

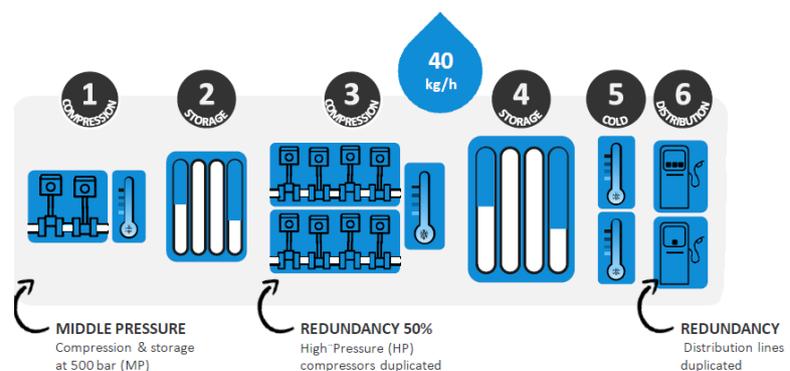


Sources: Société, Euroland

En cohérence avec la demande des clients et l'évolution des besoins du marché, HRS développe, depuis 2022, la production de stations dotées d'une capacité de ravitaillement plus importante, appelées HRS40 (40kg/heure). Ces dernières peuvent absorber une capacité de rechargement allant jusqu'à une tonne par jour, et sont notamment très adaptées au besoin des véhicules lourds. Si le principe de fonctionnement reste globalement le même que sur un HRS14, les stations HRS40 sont légèrement plus complexes, avec deux unités distinctes de compression, dont une à haute pression, et également deux phases distinctes de stockage.

En matière de prix de vente, nous estimons sur la base des informations communiquées par le management que les stations H14 sont facturées autour du million d'euros alors que les H40 oscillent entre 2,5 M€ et 3 M€.

### Le schéma de fonctionnement d'un HRS80



Sources: Société, Euroland

Les ambitions de HRS en matière de développement de la gamme produits ne sont pas encore assouvies. La société est déjà en train de travailler sur la conception de stations d'une capacité deux fois supérieure à la HRS40, qui devrait délivrer 2 tonnes par jour. Le déploiement de ces stations n'est pas prévu avant 2025.

## Le leader européen

HRS dispose de l'un des plus grands parcs de bornes installées en Europe et de la plus forte part de marché. Depuis sa création, la société a fabriqué 34 stations en tant que sous-traitant, sur la période 2014-2020. A ces stations viennent s'ajouter 12 unités dites de nouvelle génération: ces unités sont celles que le groupe a fabriquées et installées pour compte propre. Hormis deux stations aux Etats-Unis pour compte de tiers, toutes les stations HRS sont en Europe, ce qui fait du groupe l'acteur avec la base installée la plus grand sur le vieux continent.

Bien que les chiffres sur le nombre total de stations en Europe diffèrent selon les sources, nous estimons que les parts de marché du groupe (nombre de stations fabriquées/nombre total de stations) dépassent les 30% en France et se rapprochent de 20% en Europe en intégrant les stations pour compte de tiers.

## Les stations HRS en Europe



Sources: Société, Euroland

## Une belle base de clients

L'excellence du groupe et son savoir-faire sont reconnus, au-delà de la qualité de la gamme qu'il propose, par la base de clients adressés. Qu'ils soient de grands donneurs d'ordres (Engie, Total Energies), des sociétés plus petites mais dédiées au développement de l'hydrogène ou encore des collectivités locales/territoriales désireuses d'accélérer en faveur de la transition écologique, HRS dispose d'une superbe base de clients sur laquelle le groupe pourrait de plus en plus capitaliser à l'avenir.

## Les clients HRS



Sources: Société, Euroland

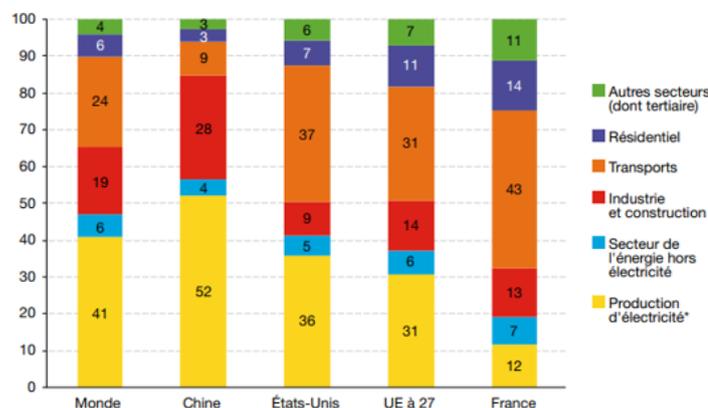
## Pourquoi s'intéresser à la société ?

### Une très forte dynamique de marché, portée par la puissance publique

#### L'hydrogène, au cœur de la transition énergétique

Bien que progressive, la prise de conscience des enjeux climatiques et de la nécessité de contrer le dérèglement est en train de s'accélérer depuis plusieurs années. Cette prise de conscience généralisée s'est traduite par le développement du concept de transition écologique et énergétique, qui sont finalement la réponse, au sens large, au changement climatique. Elles se définissent comme une évolution des modes de production et de consommation modernes vers des usages décarbonés et plus respectueux de l'environnement. L'origine des émissions de GES est d'ailleurs multi-sectorielle.

#### Emissions mondiales de gaz à effet de serre en 2020 (%)



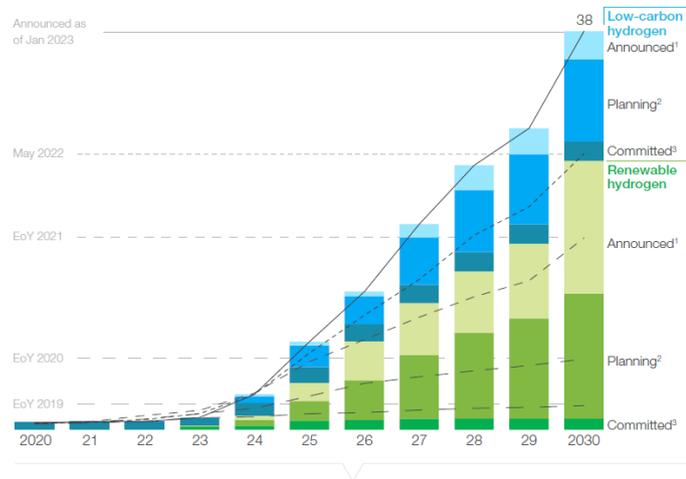
Source: *i4ce.org*

Pour contrer la hausse des émissions, les pouvoirs publics essaient depuis plusieurs années d'organiser une réponse scientifique rationnelle et cohérente à la réduction de ces émissions, que cette réponse soit structurée à l'échelle mondiale, à l'échelle européenne ou bien à l'échelle nationale.

Le développement massif de l'hydrogène, pour ses propriétés physiques que nous ne développerons pas ici, a été largement identifié et maintenant presque unanimement reconnu comme l'un des piliers majeurs dans la réduction des émissions de gaz à effet de serre, dans l'atteinte de la neutralité carbone et dans la décarbonation d'une grande partie des usages finaux.

Bien que la montée en puissance de la production mondiale se fasse finalement à un rythme moins important qu'initialement prévu, de nombreuses analyses s'accordent sur le fait que le marché de l'hydrogène devrait connaître des taux de croissance très importants sur les prochaines années. Selon l'Hydrogen Council (Mc Kinsey & Company), la capacité de production cumulative d'hydrogène décarboné (actuellement, la très grande majorité de l'hydrogène est encore produite avec de l'énergie fossile) devrait atteindre les 38 Mt à horizon 2030, contre moins de 1Mt actuellement. La croissance devrait par ailleurs encore s'accélérer après 2030.

### Estimation des capacités de production d'hydrogène décarboné à horizon 2030



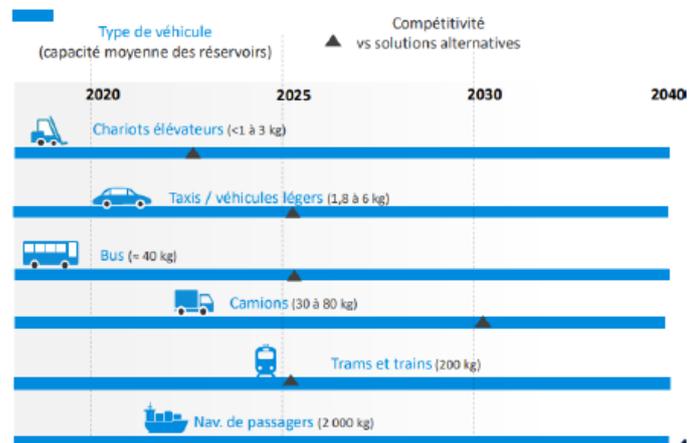
Source: Hydrogen Council

### La mobilité, champ d'application naturel de l'hydrogène

La transition énergétique, la décarbonation et conséquemment le développement de l'hydrogène peuvent être analysés sous plusieurs prismes. Partir de l'aval, à savoir des secteurs d'activité à décarboner en priorité (car ils sont les plus émetteurs), est l'un d'eux. Le développement d'une mobilité propre (le transport compte pour un peu moins du quart des émissions de GES dans le monde) a ainsi été identifié comme l'une des principales priorités dans le combat contre le changement climatique. Si la montée en puissance de l'électricité est souvent plus mise en avant que celle de l'hydrogène, l'avancée de la recherche scientifique et les évolutions technologiques montrent que les deux procédés seront absolument nécessaires et complémentaires dans l'atteinte d'une mobilité décarbonée.

L'hydrogène dispose d'atouts (vitesse de recharge, durée d'autonomie, rendement énergétique) qui lui donnent une place de choix dans la réduction des émissions du secteur, notamment en adressant un sous-segment de la mobilité où l'électrique est moins pertinent. Ce sous-segment est composé des usages liés aux flottes captives (taxis, chariots élévateurs dans les entrepôts, véhicules utilitaires de livraison) et à la mobilité lourde (bus/camions). A terme, l'Hydrogen Council considère que les usages de l'hydrogène pourraient se multiplier et se transposer à d'autres formes de mobilité essentielle, comme le rail (trains, trams) ou encore le transport de navire de passagers.

### Développement commercial potentiel de la mobilité hydrogène

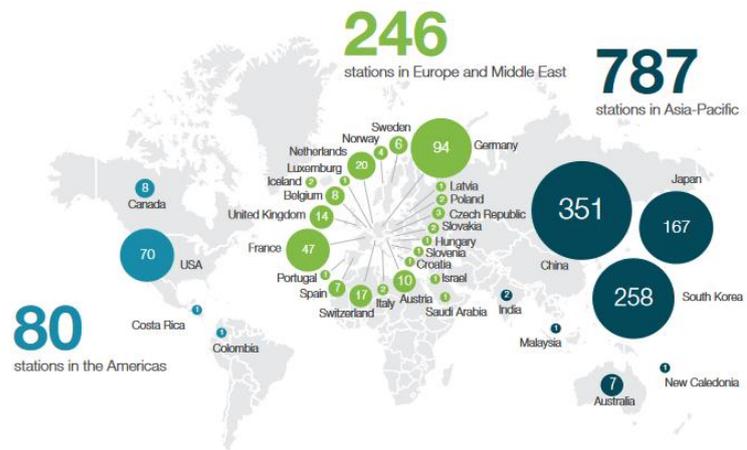


Sources: Hydrogen Council, Société

## Une infrastructure de ravitaillement qui va continuer d'accélérer

La croissance de l'hydrogène dans la mobilité, en amont, induit naturellement de développer le reste de la chaîne de valeur en aval, avec en premier lieu la montée en puissance indispensable des infrastructures de recharge ou de ravitaillement. Ces dernières sont le cœur de marché de HRS. Les dernières données dont nous disposons montrent que la capacité reste encore très embryonnaire en absolu. Selon l'Hydrogen Council, toujours, le nombre de stations de ravitaillement dans le monde s'élevait à 1 113 à fin 2023, dont un peu moins de 300 en Europe et 47 en France.

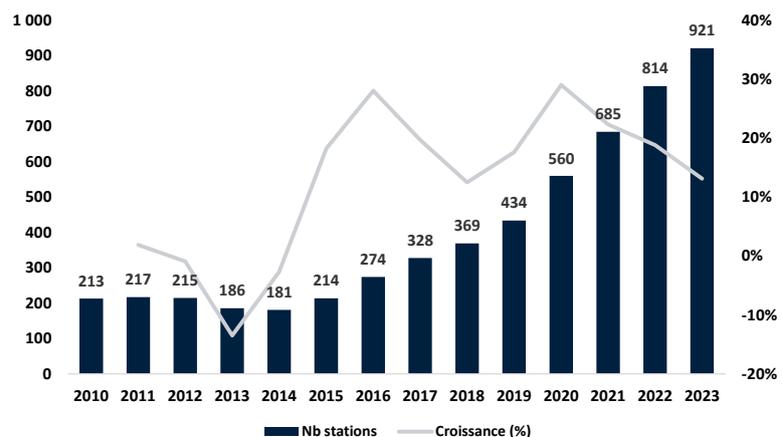
### Nombre de stations de recharge H2 dans le monde, 2023



Source: Hydrogen Council

Toutefois, la croissance semble s'accélérer sur les dernières années. Selon le site [h2stations.org](https://www.h2stations.org), le nombre de bornes dans le monde est passé de 213 à 921 (un ordre de grandeur à peu près similaire aux données de McKinsey) en 2023, soit une croissance annuelle moyenne de +12,6%. Cette croissance s'est notablement accrue depuis 2020, où la capacité du marché a progressé, en moyenne, de plus de +20% annuellement. Le nombre de stations dans le monde a ainsi plus que doublé entre 2019 (434 stations) et 2023 (921 stations).

### Nombre de stations H2 dans le monde, 2010-2023



Source: <https://www.h2stations.org/statistics/>

Cette tendance pourrait continuer de s'amplifier. Si les sources ne s'accordent pas toutes sur les chiffres, il semble en revanche clair et consensuel qu'une très forte croissance du marché des stations de ravitaillement est à attendre dans les dix prochaines années. L'étude la plus récente à laquelle nous avons eu accès suppose par exemple un TCAM 2024-2035 de 35,9% sur le marché des stations H2 dans le monde, avec une taille absolue attendue à plus de 22md\$ à horizon 2035. La croissance moyenne sur la période 2024-2035 devrait même atteindre +38% en Europe, le cœur de marché de HRS.

### De belles perspectives pour le marché des stations de ravitaillement (2024-2035)



Source: Allied Market Research

Selon l'étude *Fuel Cells and hydrogen Joint Undertaking*, publiée en 2020 et régulièrement relayée par la société, le nombre total de stations dans le monde pourrait même atteindre 15 000 à horizon 2040, avec de fortes progressions attendues partout dans le monde, aussi bien en Europe (3700 stations attendues) qu'aux Etats Unis ou encore en Asie (TCAM global d'environ 25% sur la période).

### Un secteur soutenu par les investissements publics et la réglementation

A travers le monde, la transition écologique est devenue une priorité pour de nombreux gouvernements, qui tendent à allouer une partie de plus en plus importante de leurs budgets à la réduction des émissions de gaz à effet de serre, et donc à l'hydrogène. Le cadre législatif et réglementaire évolue aussi très rapidement en faveur du développement des énergies renouvelables, comme l'hydrogène. Nous pouvons notamment citer:

- l'IRA, aux Etats Unis, qui a marqué le début d'une nouvelle ère dans les efforts de décarbonation à travers. Le gouvernement américain a notamment mis en place des subventions très avantageuses à la production d'hydrogène vert, qui devrait considérablement abaisser le coût de production du vecteur, le rendre économiquement viable et ainsi favoriser sa forte expansion. La taille globale des aides allouées au développement des énergies renouvelables dans le cadre du plan est estimée à plus de 350Md\$.

- le « Fit for 55 », en Europe, qui vise à proposer des actions concrètes pour atteindre l'objectif de réduction des émissions de GES dans l'UE de 55% à horizon 2030 (vs 1990). Le développement de la filière hydrogène, à travers le doublement de la part des énergies renouvelables, la fin des ventes de voitures thermiques dès 2035 ou encore le déploiement d'infrastructures de distribution de carburants alternatifs (régulation AFIR), a une place de choix.

- le Plan RePowerEU, toujours en Europe, qui vise à rendre à l'Europe sa souveraineté énergétique dans le contexte géopolitique actuel et à réduire la dépendance de la région aux combustibles fossiles russes. Ce plan comprend notamment l'IPCEI Tech (Important Projects of Common European Interest), initiative à travers laquelle plus de 5Md€ d'aides devraient être versées à des entreprises/projets liés à l'hydrogène.

A l'échelle nationale, des plans d'investissements massifs sont également lancés un peu partout et traduisent la même inflexion en faveur d'une politique de décarbonation plus intense et plus rapide, et donc en faveur d'un passage à l'échelle de la filière de l'hydrogène, entre autres.

### Des plans ambitieux en faveur du développement massif de l'hydrogène



Source: Société

## Des avantages concurrentiels identifiés

### Une maturité industrielle bien avancée

Comme toute société industrielle, HRS vise à « passer à l'échelle », c'est-à-dire à atteindre une maturité industrielle suffisante pour accompagner la croissance du marché et le faire de manière rentable. Pour cela, le groupe a déployé d'importants investissements, notamment de capacité. Courant 2023, un site de production flambant neuf a vu le jour dans l'agglomération de Grenoble.

Doté de près de 15 000 m<sup>2</sup> ultra modernes, le nouveau centre, maintenant opérationnel, est composé de bureaux, d'un centre R&D, d'une zone de fabrication des stations et d'un site de tests composés de deux stations (voir plus loin). Cette usine, unique en Europe, a représenté pour le groupe un investissement de 30 M€ (dont environ 5 M€ sur fonds propres) et a permis de tripler la capacité industrielle de production, de 60 à 180 stations par an. Cette dernière devrait être amplement suffisante pour amortir la forte croissance attendue dans les années à venir et dote HRS d'une certaine avance technologique par rapport à ses concurrents.

### Le site de production de HRS (38)



Source: Société

Comme indiqué précédemment, le nouveau complexe industriel du groupe accueille aussi une zone de tests. Cette zone intègre deux stations de ravitaillement alimentées en hydrogène vert: une HRS14, déjà en opération, et une HRS40 (délivrant une tonne par jour) en cours d'installation, qui entrera en service au cours du premier semestre. HRS a annoncé la sécurisation du financement bancaire de l'infrastructure début avril pour un montant légèrement supérieur à 3 M€.

Nous pensons que ces sites de tests, uniques à notre connaissance en Europe, devraient permettre à la société de maintenir une avance technologique sur ses concurrents. La zone est notamment intégrée à un centre de R&D collaboratif, agile, qui regroupe des partenaires industriels de premier plan. Elle est sans doute l'outil idéal dans la quête d'innovation du groupe. D'un point de vue commercial, nous pensons également que disposer d'une telle zone de test est un argument de poids dans la course aux appels d'offre.

La maturité industrielle du groupe se retrouve enfin dans l'approche produit. La conception modulaire permet de proposer aux clients un lissage du CAPEX pour accompagner la montée en puissance des usages, une adaptation aux contraintes du foncier et une proposition technique adaptée. D'ailleurs, HRS dispose d'une équipe de R&D de 35 personnes, grâce à laquelle la société innove constamment et tente d'accroître son avance technologique.

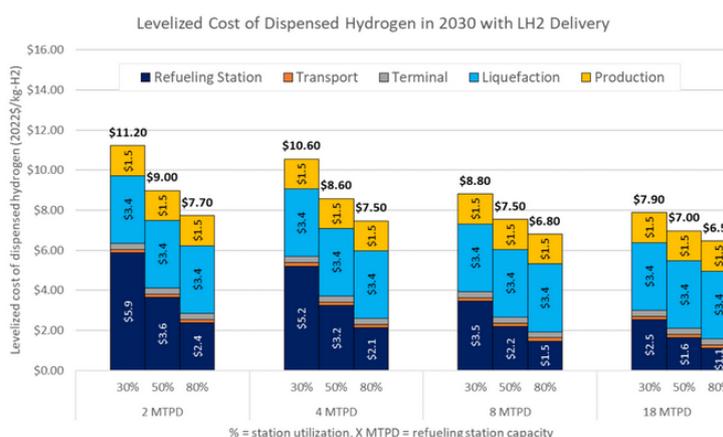
## Une offre adaptée à l'évolution du marché vers des stations de grande taille

Le marché mondial des stations de ravitaillement hydrogène est principalement composé, pour le moment de stations de relativement petite taille (<100kg/jour). Nous pensons que bon nombre de ces stations seront rapidement obsolètes et remplacées par des stations de plus grande capacité, à l'image de celle offerte par HRS, pour deux raisons principales:

1/ l'adoption de la technologie hydrogène par des véhicules plus gros (camions, poids lourds, trains...), et donc ayant des besoins en hydrogène beaucoup plus importants à chaque ravitaillement

2/ Même s'il y a peu d'études sur le sujet, il semble que les coûts de production de l'hydrogène suivent une fonction inverse de la capacité de la station utilisée, ainsi que du taux d'utilisation de ces stations (voir graphique suivant). Ainsi, les stations de plus grande capacité (> une tonne par jour) devraient être, à terme, plus viables économiquement que les stations de petite taille pour l'utilisateur final.

## Coûts de production H2 en fonction de la taille/du taux d'utilisation

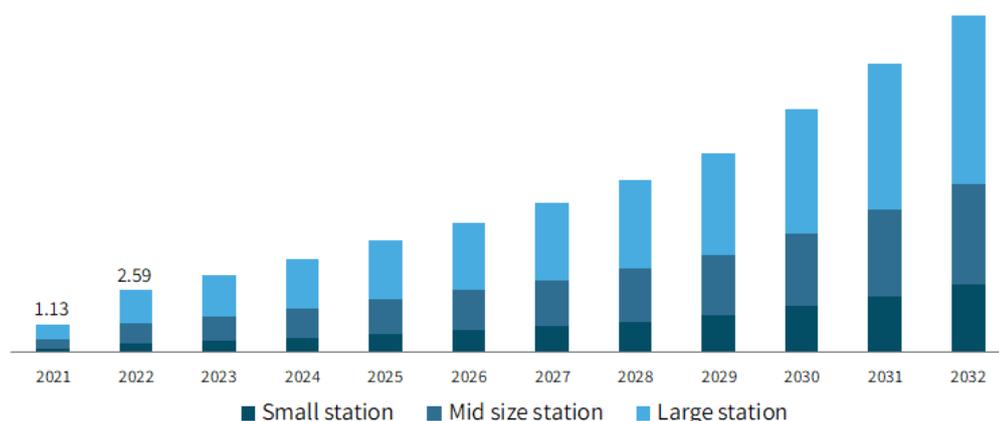


Source: Clean Technica

HRS semble avoir bien anticipé cela puisque le groupe s'est rapidement tourné vers la conception de stations (HRS40) de plus grande capacité. D'ailleurs, le caractère modulaire des solutions HRS permet d'assurer au client que les solutions installées sont compétitives pour plusieurs années: la modularité permet des augmentations de capacité par addition au cours de l'installation, sans modification sur les modules constituant la colonne d'origine de la station. Le groupe évoque d'ailleurs, et déjà, travailler sur des stations qui délivreraient plus de 2 tonnes, voire 4 tonnes à la fin de la décennie, notamment grâce à sa zone expérimentale.

Selon Global Markets Insight, les stations de petite capacité devraient représenter moins de 25% du marché à horizon 2032.

### La croissance du marché des HRS par taille, 2021-2032e



Source: Global Markets Insight

### Le modèle pure player: le grand gagnant ?

Le secteur de l'hydrogène, encore loin de son stade de maturité, est très éclaté et constitué d'un panel de sociétés de toutes tailles. Trois grands types d'acteurs composent le marché des stations de ravitaillement:

1/ Les grands groupes industriels, tels que Linde ou Air Liquide, qui sont avant tout des gaziers. Air Liquide ne fabrique pas de stations lui-même (HRS a été son intégrateur pendant dix ans), mais la société dispose d'une solide expertise dans la conception et l'approche technique.

2/ Les pure players, à l'image de HRS, Résato, Maximator ou encore d'Atawey, société savoyarde spécialisée sur les bornes de ravitaillement de plus petite capacité

3/ Les doubles modèles historiques « stations + électrolyseurs », parmi lesquels nous retrouvons McPhy, Nel ASA, ou encore ITM Power. Toutes ces sociétés sont cotées en bourse.

Au cours des dernières années, le marché est entré dans une phase expérimentale, durant laquelle aucun modèle opérationnel ne semblait s'être réellement imposé comme le plus viable. Depuis 2022, les choses se sont considérablement accélérées. Les trois sociétés avec un double modèle ont toutes annoncé la cession/l'intention de céder leurs activités de stations de recharge afin de se concentrer sur la production d'électrolyseurs:

- ITM Power a effectué un spin-off de son activité station à travers une JV avec la société Vitol en mars 2022

- Nel ASA a reconfirmé, en février 2024, son intention de procéder au spin-off de son activité fueling afin de potentiellement la coter. Le groupe a mentionné l'absence (ou la limite) de synergies entre ses deux activités, tout en restant fondamentalement convaincu du potentiel du business de recharge en standalone

- McPhy a annoncé son intention de céder son activité de stations de recharge fin 2023. Début 2024, le groupe a reçu une offre engageante de la part d'Atawey. Le montant évoqué serait supérieur à 10 M€ hors earn outs. La division a réalisé environ 5,1 M€ de CA en 2023 (27% du CA total du groupe) et disposait d'un portefeuille (projets mis en service, en cours de réalisation ou signés) de 40 stations.

Ces trois évènements d'importance traduisent, selon nous, la prise de conscience grandissante des acteurs du secteur de la nécessité, et de la pertinence, de basculer vers un modèle de pure player, à l'image de celui de HRS. Nous identifions les raisons suivantes à cela:

- Un modèle de type pure player permet d'avoir une courbe d'apprentissage plus forte: les moyens financiers, humains et technologiques ne sont pas dispersés entre plusieurs activités

- Les synergies avec d'autres activités, comme la production d'électrolyseurs, sont par nature limitées car 1/ les procédés techniques à développer, 2/ les enjeux et 3/ les compétences requises sont diamétralement contraires

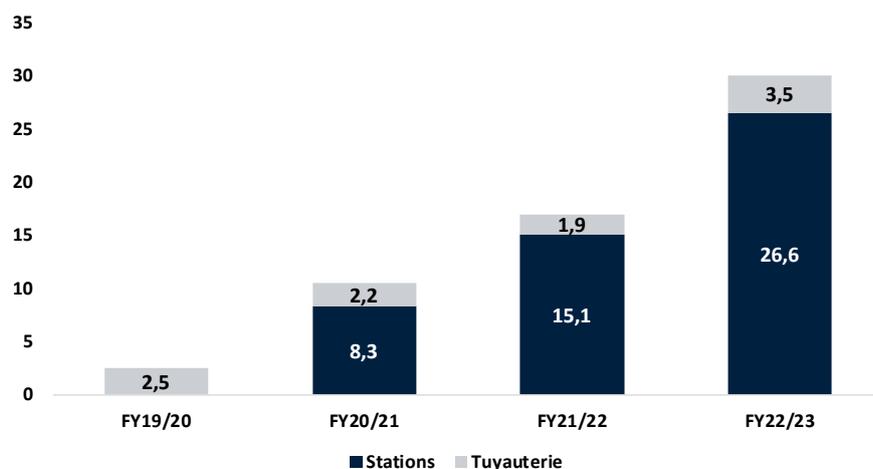
- Le passage à l'échelle et la maturité industrielle sur une activité est par essence plus rapidement atteignable en étant totalement spécialisé sur cette seule et même activité

- A notre connaissance, il n'existe pas d'appels d'offre communs entre électrolyseurs et stations de recharge.

La « prime au pure player » se retrouve d'ailleurs dans les chiffres publiés par les acteurs du marché. HRS a connu une croissance exponentielle au cours des quatre dernières années et a largement capitalisé sur son héritage en tant qu'intégrateur de stations pour compte de tiers.

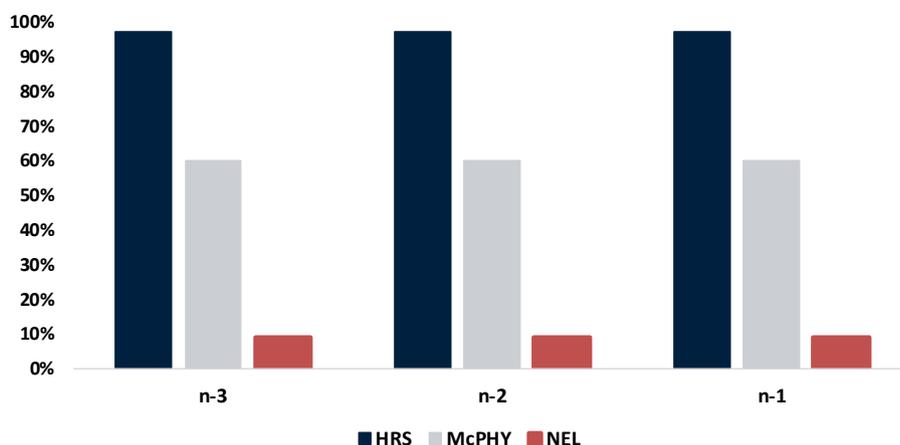
D'un chiffre d'affaires de 2,5 M€, entièrement composé de l'activité de tuyauterie, les revenus du groupe ont explosé et sont passés à plus de 30 M€ en seulement quatre ans, soit un CAGR 2020-2023 de plus de +150%.

#### CA HRS par métier, 2020-2023 (M€)



Sources: Société, Euroland Corporate

Au cours des trois derniers exercices fiscaux (HRS est en clôture décalée, à juin), la croissance annuelle moyenne observée sur le métier stations de HRS a d'ailleurs été largement supérieure à celle des sociétés ayant un double modèle, comme McPhy ou NEL ASA.

**TCAM HRS, McPhy, NEL sur les trois derniers exercices fiscaux (%)**

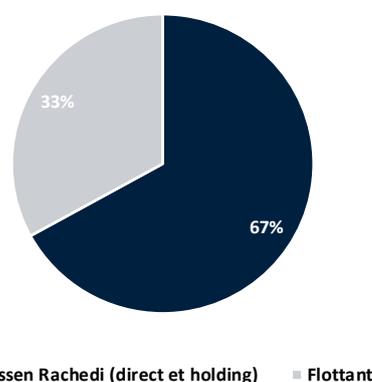
Sources: Société, Euroland Corporate

**Un alignement d'intérêts indiscutable**

Fondateur de la société, Hassen Rachedi contrôle HRS et en est le PDG. Il dispose, en direct et via sa holding personnelle, de 67% du capital social du groupe et d'un peu plus de 80% des droits de vote. A noter, le fondateur de la société a procédé à une cession (5,5% capital) d'actions en janvier 2023 afin d'accroître le flottant de la société.

Nos multiples entretiens avec Mr Rachedi au cours des derniers mois nous ont largement conforté dans notre appréciation positive, et aussi dans le très fort alignement d'intérêts entre le fondateur et les autres parties prenantes de la société, y compris le reste des actionnaires. Le PDG a d'ailleurs mis en place un généreux programme d'actionnariat salarié afin de fidéliser ses collaborateurs et de davantage renforcer les liens au sein de l'entreprise.

Hassen Rachedi peut par ailleurs compter et s'appuyer sur une équipe de direction resserrée, composée principalement d'un Directeur Général Délégué avec plus de 20 ans d'expérience et d'un Directeur Financier avec plus de 15 ans d'expérience, notamment au sein d'énergéticiens de renom (EDF).

**Composition de l'actionnariat de HRS**

Sources: Société, Euroland Corporate

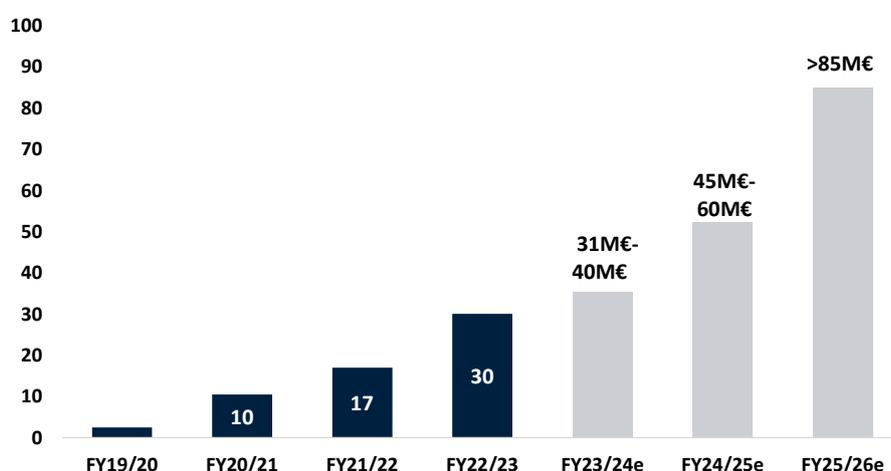
## Une feuille de route crédible

### HRS prévoit un CA >85 M€ à horizon 2026

Depuis son IPO, HRS fournit des guidances de manière régulière au marché, ce qui permet d'avoir quelques repères clairs sur la trajectoire, notamment en matière de croissance, espérée par le groupe.

Pour l'exercice en cours (2023-2024), HRS vise l'atteinte d'un CA dans la fourchette 31 M€-40 M€, puis 45 M€-60 M€ sur 2024-2025. Pour l'exercice 2025-2026, la société table sur l'atteinte d'un CA supérieur à 85 M€, avec une marge d'EBIT aux alentours de 20%. Ces prévisions, prises en milieu de fourchette, impliquent un TCAM 2023-2026 de +45%, et une croissance 2023-2024 de +34%. Au premier semestre, HRS a réalisé 12,8 M€ de chiffre d'affaires, soit une hausse de +20% par rapport au S1 2022-2023.

### Guidance de chiffre d'affaires 2024-2026, M€



Sources: Société, Euroland Corporate

### Un carnet de commandes bien garni, crédibilisé par les partenariats commerciaux

A fin janvier, HRS disposait d'un carnet de commandes actualisé à 2027 de 63 stations. Nous précisons au passage que le groupe reconnaît le chiffre d'affaires à l'avancement, selon la structure suivante (période d'environ 12 mois entre bon de commande et levée de réserve):

- 30% facturé à la réception du bon de commande
- 40% à l'émission des commandes auprès des fournisseurs
- 10% lors du contrôle final de la station
- 15% lors de la réception de la station par le client
- 3% lors de la réception définitive
- 2% lors de la levée de réserve

L'ensemble du carnet de commandes est crédibilisé par l'existence de ces partenariats commerciaux intenses avec certains donneurs d'ordres, parmi lesquels:

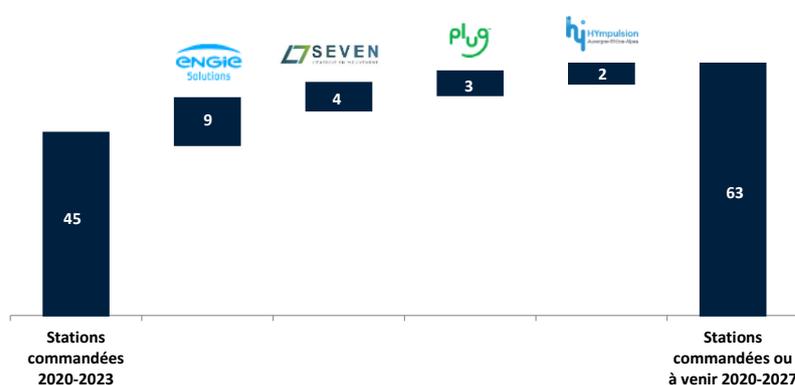
- Engie Solutions, qui a signé fin 2022 un partenariat stratégique avec HRS. Ce partenariat devrait déboucher sur la livraison d'au moins une dizaine de stations d'ici 2027

- Plug Power, entreprise américaine spécialisée dans le développement de piles à combustibles, qui a déjà commandé 5 stations à HRS destinées à approvisionner une flotte de chariots élévateurs. 3 autres stations sont sous LOI

- HYPulsion, société en charge du projet ZEV (Zero Emission Valley) dans la région Auvergne-Rhône-Alpes, projet qui devrait aboutir au déploiement de la plus grande infrastructure de stations de distribution à hydrogène vert en France. Dans le cadre de partenariat, quatre stations (deux commandées, dont une installée, et deux autres en passe de l'être) devraient être fabriquées par HRS.

- Seven, groupe spécialisé dans le domaine des carburants renouvelables et plus spécifiquement le BioGNC (biogaz naturel comprimé) et le bioH2 (hydrogène vert), avec qui HRS a signé un contrat cadre qui positionne le groupe comme fournisseur exclusif pour 5 stations maximum à livrer d'ici 2025 (1 tonne/jour)

### Carnet de commandes HRS à horizon 2027 (nb de stations)



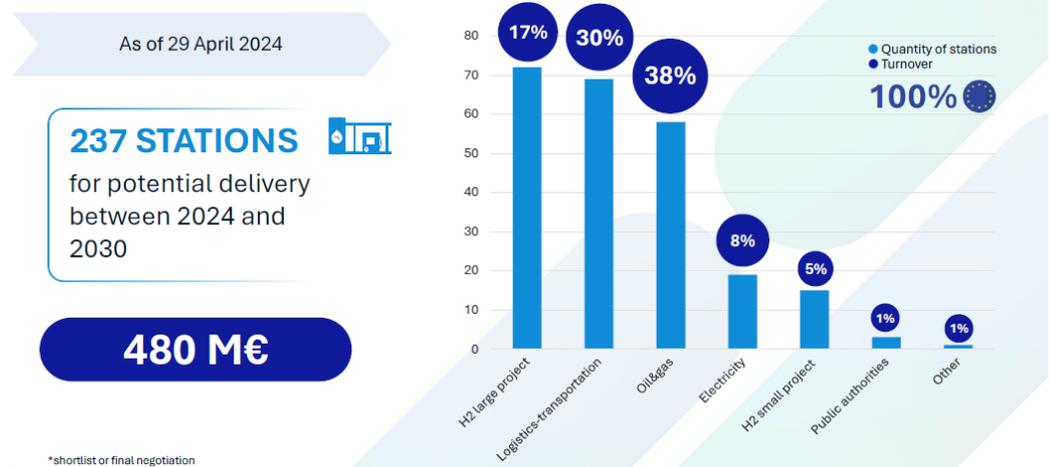
Sources: Société, Euroland Corporate

Ce backlog d'une soixantaine de stations représente un total de 51 M€ de CA potentiel, dont 20 M€ encore à facturer sur les stations déjà en production. HRS estime que le carnet de commandes, dans son ensemble, est constitué pour moitié de stations HRS14 (100-200kg/jour) et pour l'autre moitié de stations HRS40 (500kg-1t/jour).

A noter que le groupe a actualisé son carnet de commandes (87 stations pour 97 M€ à la clôture de 2023) à l'occasion des résultats semestriels hier soir afin d'intégrer le manque de visibilité donné par Hype sur de nouvelles stations à commander. 25 stations qui étaient probabilisés pour ce client sont donc sorties du carnet de commandes.

En plus du backlog de 51 M€, la forte croissance attendue sur le marché des stations de ravitaillement permet au groupe d'identifier un pipeline potentiel et un peu plus hypothétique de près de 480M€ d'ici 2030, composé de 237 stations en shortlist ou en négociation finale pour une livraison entre 2024 et 2030.

**Pipeline HRS à date**



Sources: Société, Euroland Corporate

Ces chiffres sont crédibilisés par la très forte croissance du marché attendue sur les stations de ravitaillement durant les prochaines années, en Europe mais aussi dans le monde. Le CA réalisé par HRS à l'international hors Europe est encore très marginal à l'échelle du groupe. Si les taux de croissance attendus diffèrent selon les sources et qu'il est difficile de trouver des études avec un périmètre géographique et un horizon de temps similaires, l'ensemble des chiffres que nous avons réunis montre tout de même qu'un TCAM du marché aux alentours de 20-25% serait légitimement attendu sur les dix prochaines années.

La hausse devrait provenir à la fois de l'Europe (3 000 stations après 2030) , mais aussi des Etats-Unis (4 300 stations en 2030 vs moins de 150 actuellement), où le groupe envisage de créer une filiale en 2024 avec l'appui de la BPI. Le Moyen Orient recèle également un potentiel non négligeable. HRS estime le marché à un minimum de 200 stations en 2030.

**L'opportunité à l'international**

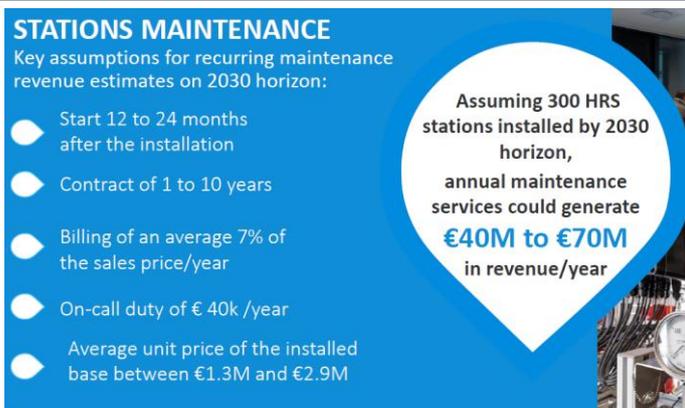


Sources: Société, Euroland Corporate

## Vers plus de récurrence

En plus des contrats cadres signés avec plusieurs partenaires clés de la filière hydrogène, qui devraient aboutir à des renouvellements de commandes (et donc à une forme de récurrence à travers le repeat business), HRS travaille depuis plusieurs mois à l'élaboration d'une offre de maintenance sur les stations installées. Cette offre vise la mise en place de contrats d'une durée de 1 à 10 ans renouvelable, qui commenceraient entre 12 et 24 mois après l'installation. Selon la direction, le montant de la maintenance qui serait facturée à l'exploitant de la station pourrait atteindre 7% du prix de vente de l'équipement (sur une base unitaire moyenne comprise entre 1,3 M€ et 2,9 M€ selon la taille de la station délivrée). Ainsi, sur la base hypothétique de 300 stations installées en 2030, l'offre de maintenance de HRS pourrait à ce terme générer entre 40 M€ et 70 M€ de chiffre d'affaires récurrent, en plus de celui issu de la vente de l'équipement et des revenus issus de l'activité tuyauterie.

## L'offre de maintenance de HRS



Sources: Société, Euroland Corporate

## Des résultats semestriels impactés par la saisonnalité de l'activité

HRS a communiqué ses résultats semestriels hier soir. Alors que le chiffre d'affaires était déjà connu (12,8 M€, +20%), les résultats publiés par la société ont fait ressortir la saisonnalité habituelle du modèle, où les charges sont réparties de manière assez linéaires entre le S1 et le S2 alors que ce premier ne représente qu'environ 1/3 du CA annuel. L'EBITDA courant est ainsi ressorti à -4,0 M€ (vs -2,0 M€ au S1 2022/2023) pour un résultat net de -5,0 M€. Ces chiffres intègrent notamment 1/ un niveau de marge brute non normatif (20,4% vs 26,4% au S1 2022/2023) du fait d'un effet « tête de séries » sur les stations d'1 tonne/jour, 2/ des OPEX toujours en progression logique dans une phase de croissance importante et 3/ l'impact non cash des plans d'AGA mis en place par le groupe à l'occasion de l'IPO.

Côté cash, la marge brute d'autofinancement (-6,2 M€) l'augmentation du BFR (-2,9 M€) et les capex (-7,7 M€) liés au développement du site industriel et de la zone de tests ont eu un impact marqué sur la trésorerie brute du groupe, qui passe de 30,5 M€ à 15,8 M€. Fait important, le niveau de créances clients de HRS (46,6 M€, dont 17,3 M€ de FAE, soit >70% notre estimation de CA annuel) n'est pas normatif et est composé d'un retard de paiements de deux clients principaux avec qui les discussions sont en cours.

Enfin, comme dit précédemment, le carnet de commandes a été revu presque de moitié (51 M€ vs 97 M€ précédemment) pour refléter le manque de visibilité sur les nouvelles commandes de Hype, qui étaient une part importante du pipeline du groupe. Malgré cet impact, HRS a renouvelé sa confiance dans l'évolution du marché, portée par les grands plans nationaux, et a donc confirmé sa feuille de route (85 M€ de CA en 2025-2026 avec EBIT margin c20%).

## Notre scénario à horizon 2026

### Une guidance de chiffre d'affaires atteignable, mais exigeante

Etant donné les éléments factuels dont nous disposons et notre travail de modélisation, nous en arrivons à la conclusion que la guidance de CA fournie par la direction à horizon 2026 est assez exigeante. Elle devrait cependant être atteinte si toutes les planètes s'alignent correctement pour HRS.

Dans le détail, nous tablons sur la réalisation d'un CA 2023/2024e de 35,6 M€, d'un CA 2024/2025e de 54,4 M€ et d'un CA 2025/2026e de 83,5 M€, très légèrement en dessous du chiffre fourni par le groupe (85 M€). Le TCAM 2023-2026e induit par nos prévisions ressort à +40,5%. Ce taux de croissance est supérieur à celui attendu sur le marché des stations de ravitaillement, y compris en Europe. Nous sommes à l'aise avec cet élément car nous estimons que HRS dispose de tous les atouts nécessaires (modèle opérationnel, produit, technologie, etc.) pour renforcer et accélérer son avance sur ses concurrents et logiquement continuer à gagner des parts de marché. Nous modélisons les éléments suivants:

1/ Sur l'activité de stations, nous avons décidé de raisonner « bottom », c'est-à-dire par l'hypothèse d'un taux d'utilisation des capacités de production en fonction du backlog plutôt que par l'évolution de la part de marché. Nous tablons sur une montée en puissance progressive de ce taux d'utilisation, qui devrait se rapprocher des 20% en 2026e, soit une centaine de stations cumulées produites sur la période. Dès 2024/2025e, nous prenons l'hypothèse d'un mix HRS14/HRS40 équilibré, en ligne avec les attentes du management et l'évolution observée sur le marché. Nous n'appliquons aucun effet prix sur les HRS40 (nous prenons le prix moyen évoqué plus tôt) et un léger effet prix sur les HRS14 afin de prendre en compte l'augmentation de la capacité sur ce modèle.

2/ Sur la maintenance, nous sommes en phase avec les éléments évoqués par le management. Etant donné que le CA généré sur ce segment va dépendre du rythme d'installations (en prenant en compte les 12/24 mois de décalage avant le démarrage du contrat), nous estimons que les 7% du mix seront atteints en 2025/2026e (6,1 M€ attendus).

3/ En ce qui concerne l'activité tuyauterie, nous prenons une hypothèse de croissance de +10% (en deça de l'historique). Le métier devrait atteindre 5% du mix en 2025/2026e.

### Estimations Euroland CA HRS, 2021-2026e

Chiffre d'affaires groupe (M€)	FY20/21	FY21/22	FY22/23	FY23/24e	FY24/25e	FY25/26e
Stations	8,3	15,1	26,6	31,2	47,8	72,7
Capacité production	60,0	60,0	60,0	180	180	180
Taux d'utilisation				10,0%	12,5%	19,0%
HRS14				70%	50%	50%
HRS40				30%	50%	50%
Tuyauterie	2,2	1,9	3,5	3,9	4,3	4,7
Maintenance	0,0	0,0	0,0	0,5	2,3	6,1
<b>Chiffre d'affaires groupe (M€)</b>	<b>10,5</b>	<b>17,0</b>	<b>30,1</b>	<b>35,6</b>	<b>54,4</b>	<b>83,5</b>
Stations		81,9%	75,3%	17,6%	53,1%	52,0%
Tuyauterie		-12,7%	86,9%	10,0%	10,0%	10,0%
Maintenance					369,4%	159,4%
<b>Croissance groupe (%)</b>		<b>62,4%</b>	<b>76,6%</b>	<b>18,4%</b>	<b>52,8%</b>	<b>53,3%</b>
Stations	79,4%	88,9%	88,3%	87,7%	87,8%	87,1%
Tuyauterie	20,6%	11,1%	11,7%	10,9%	7,8%	5,6%
Maintenance	0,0%	0,0%	0,0%	1,4%	4,3%	7,3%
<b>Mix groupe (%)</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>

### Un retour à la profitabilité dès 2024/2025e

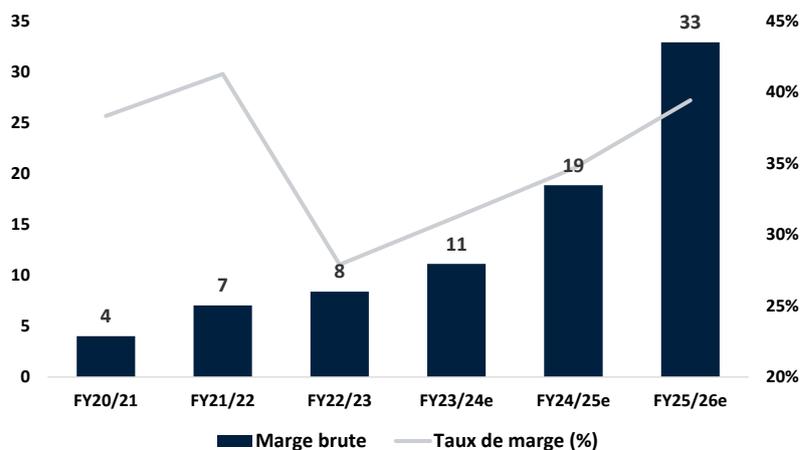
En tant que société industrielle, la marge brute est essentielle dans la compréhension du modèle HRS. Au cours des dernières années, le taux de cette marge a connu de fortes variations en oscillant entre 25% et 40%, alors que la marge brute absolue a doublé sur trois ans pour passer de 4 M€ à un peu plus de 8 M€.

L'évolution du taux de marge est principalement dû, dans un contexte de forte croissance, à 1/ l'accélération des investissements pour faire passer le métier des stations de ravitaillement à l'échelle, 2/ l'inflation sur une partie des composants et 3/ l'effet négatif des têtes de séries des premières stations de grande capacité.

Afin de sécuriser une partie de ses approvisionnements, notamment sur la partie compresseurs, qui est la pierre angulaire de la qualité d'une station, HRS a mis en œuvre un partenariat de grande ampleur avec le spécialiste Buckhardt, ce qui devrait lui permettre de disposer d'un certain pouvoir de négociation à mesure que les ventes continueront de progresser.

Au global, nous modélisons une progression importante du taux de marge brute du groupe sur la période estimée. Il devrait atterrir à 39,4% en 2025/2026e (40% guidance) à la faveur 1/ de gains d'échelle sur une partie des composants, 2/ d'un effet mix vers des stations de plus grande capacité (1 tonne/j), mieux pricedes, et 3/ une optimisation continue du design des produits.

### Marge brute HRS, 2021-2026e, définition société, (M€ et %)



Sources: Société, Euroland Corporate

Le groupe affichait, au moment de l'IPO, une rentabilité positive du fait de l'héritage des activités de tuyauterie industrielle et d'intégration de stations. Depuis, la structure de coûts du groupe s'est alourdie sous le poids de la très forte croissance et d'un modèle moins light. Elle reste tout de même bien maîtrisée par rapport à certains concurrents, qui affichent des points morts très éloignés malgré des niveaux de chiffre d'affaires du même ordre de grandeur.

Le principal poste d'OPEX est celui des charges de personnel (c25% du CA 2022/2023). L'effectif a doublé en deux ans, passant de plus de 70 personnes en juin 2022 à près de 150 actuellement. Le gros de l'effort de structuration du groupe est maintenant achevé. Selon la direction, le nombre de recrutements devrait largement diminuer avec un total de 160 salariés à horizon 2025.

En ce qui nous concerne, nous tablons sur un retour au breakeven au niveau de l'EBITDA (définition société, c'est-à-dire avant prise en compte des plans d'AGA destinés aux salariés) dès 2024/2025e. La marge d'EBITDA devrait ensuite très rapidement progresser du fait du levier opérationnel présent dans le modèle et des éléments précédemment évoqués. Nous calculons 13,8% de marge d'EBITDA consolidée en 2025/2026e, soit 11,3% de marge opérationnelle courante. Le management table de son côté sur une MOC aux alentours de 20% en 2025/2026e. Nous choisissons d'être plus prudents et estimons que ce niveau ne sera pas atteint avant 2026/2027e. Nous résumons nos estimations 2023-2026e dans le tableau suivant.

### P&L condensé HRS, 2021-2026e (M€)

M€	FY20/21	FY21/22	FY22/23	FY23/24e	FY24/25e	FY25/26e
<b>Chiffre d'affaires</b>	<b>10,5</b>	<b>17,0</b>	<b>30,1</b>	<b>35,6</b>	<b>54,4</b>	<b>83,5</b>
<i>Croissance (%)</i>		62,4%	76,6%	18,4%	52,8%	53,3%
<b>Dont stations</b>	<b>8,3</b>	<b>15,1</b>	<b>26,6</b>	<b>31,2</b>	<b>47,8</b>	<b>72,7</b>
<i>Croissance (%)</i>		81,9%	75,3%	17,6%	53,1%	52,0%
<b>Dont tuyauterie</b>	<b>2,2</b>	<b>1,9</b>	<b>3,5</b>	<b>3,9</b>	<b>4,3</b>	<b>4,7</b>
<i>Croissance (%)</i>		-12,7%	86,9%	10,0%	10,0%	10,0%
<b>Dont maintenance</b>				<b>0,5</b>	<b>2,3</b>	<b>6,1</b>
<i>Croissance (%)</i>					369,4%	159,4%
<b>Marge brute</b>	<b>4,0</b>	<b>7,0</b>	<b>8,4</b>	<b>11,1</b>	<b>18,9</b>	<b>32,9</b>
<i>Taux de marge (%)</i>	38,3%	41,3%	27,9%	31,2%	34,7%	39,4%
<b>EBE ajusté</b>	<b>0,5</b>	<b>0,7</b>	<b>-2,0</b>	<b>-3,5</b>	<b>0,8</b>	<b>13,2</b>
<i>Marge (%)</i>	4,4%	3,8%	-6,6%	-9,8%	1,6%	15,8%
<b>EBE</b>	<b>0,5</b>	<b>0,4</b>	<b>-3,7</b>	<b>-5,1</b>	<b>-0,8</b>	<b>11,6</b>
<i>Marge (%)</i>	4,4%	2,2%	-12,1%	-14,4%	-1,5%	13,8%
<b>ROC</b>	<b>-0,2</b>	<b>-0,4</b>	<b>-6,2</b>	<b>-6,2</b>	<b>-2,2</b>	<b>9,5</b>
<i>Marge (%)</i>	-1,9%	-2,4%	-20,7%	-17,4%	-4,0%	11,3%
<b>Résultat net, part du groupe</b>	<b>-0,2</b>	<b>-0,2</b>	<b>-4,9</b>	<b>-6,0</b>	<b>-2,4</b>	<b>7,8</b>
<i>Marge (%)</i>	-1,6%	-1,4%	-16,2%	-16,7%	-4,4%	9,4%
<b>BPA</b>	<b>-0,02</b>	<b>0,0</b>	<b>-0,5</b>	<b>-0,4</b>	<b>-0,2</b>	<b>0,5</b>

Sources: Société, Euroland Corporate

Le consensus de HRS est composé de quatre analystes hors Euroland. A ce stade, nos estimations de rentabilité sont plus conservatrices sur 2024/2025e mais le sont moins sur 2025/2026e. Le consensus prévoit notamment une marge d'EBIT moyenne de 9,5% en 2025/2026e.

### Euroland vs consensus, 2024e-2026e

M€	2023/2024e			2024/2025e			2025/2026e		
	Euroland	Cons.	Var (%)	Euroland	Cons.	Var (%)	Euroland	Cons.	Var (%)
<b>CA</b>	<b>35,6</b>	<b>34,5</b>	3,2%	<b>54,4</b>	<b>49,1</b>	10,8%	<b>83,5</b>	<b>83,5</b>	-0,1%
<i>Croissance (%)</i>									
<b>EBITDA</b>	<b>-5,1</b>	<b>-2,2</b>	ns	<b>-0,8</b>	<b>1,5</b>	ns	<b>11,6</b>	<b>10,4</b>	11,1%
<i>Marge (%)</i>	-14,4%	-6,4%		-1,5%	3,1%		13,8%	12,5%	
<b>EBIT</b>	<b>-6,2</b>	<b>-4,1</b>	ns	<b>-2,2</b>	<b>-0,7</b>	ns	<b>9,5</b>	<b>7,9</b>	19,8%
<i>Marge (%)</i>	-17,4%	-11,9%		-4,0%	-1,4%		11,3%	9,5%	
<b>RNpg</b>	<b>-6,0</b>	<b>-3,7</b>	ns	<b>-2,4</b>	<b>-1,0</b>	ns	<b>7,8</b>	<b>6,0</b>	30,6%

Sources: Factset, Euroland Corporate

### Une structure financière qui devrait couvrir le cash burn du groupe

En ce qui concerne le bilan et la génération de trésorerie, HRS dispose d'une structure financière solide. A la clôture des semestriels, la trésorerie du groupe s'élevait à 15,8 M€, pour une dette brute (ex IFRS 16) estimée à 21,9 M€, soit une position de dette nette de 6,0 M€.

Nous notons les éléments suivants:

- La dette du groupe est principalement composée du financement du site industriel (environ 16 M€ sur les 30 M€ de capex ont été financés par l'emprunt).

- La trésorerie brute comporte des titres de Gaussin et d'Haffner pour une valeur de marché de 0,4 M€ (au 31/12). Dans une volonté de développement de l'écosystème, HRS a souscrit à une augmentation de capital de Gaussin pour un montant de 7 M€ fin 2021 et a participé à l'IPO d'Haffner début 2022 à hauteur de 3 M€.

Pour les trois années à venir, nous estimons que le cash burn du groupe devrait être inférieur à 10 M€/an et qu'il n'aura pas besoin de faire appel au marché grâce à la solidité de sa structure. Si 2023/2024e et 2024/2025e devraient être assez largement impactés par le niveau de rentabilité et par la forte variation de BFR attendue (notamment du fait d'une rapide progression des créances clients et des retards de paiements constatés sur deux clients), la situation devrait se normaliser dès 2025/2026e avec un FCF presque à l'équilibre.

Côté CAPEX, nous modélisons une enveloppe de 5 M€/an en normalisé, soit <10% du CA, principalement composée de l'activation des frais de R&D. L'activité, hors investissement exceptionnel, à l'image de la nouvelle unité de production, est peu capitalistique.

Nous avons par ailleurs intégré dans nos calculs l'emprunt de 3 M€ destiné à financer la zone de tests et considérons par conservatisme, étant donné les situations opérationnelles respectives des deux sociétés, une valeur nulle sur les titres Gaussin et Haffner. Globalement, nous estimons que le bilan de HRS devrait atterrir sur une dette nette (ex IFRS 16) de 22,0 M€ en 2025/2026e. Dès 2026/2027e, la hausse de la rentabilité du groupe devrait mener à une génération de FCF assez largement positive.

### FCF condensé HRS, 2021-2026e (M€)

Calcul FCF simplifié (M€)	FY20/21	FY21/22	FY22/23	FY23/24e	FY24/25e	FY25/26e
Capacité d'autofinancement	0,4	-1,3	-7,4	-4,9	-1,1	9,9
Variation BFR	-6,7	-11,0	6,7	-4,7	-4,2	-5,2
<b>Flux de trésorerie généré par l'activité</b>	<b>-6,2</b>	<b>-12,3</b>	<b>-0,7</b>	<b>-9,7</b>	<b>-5,3</b>	<b>4,6</b>
CAPEX	-0,8	-16,2	-16,2	-9,5	-5,0	-5,0
<b>FCF</b>	<b>-7,0</b>	<b>-28,5</b>	<b>-16,9</b>	<b>-19,2</b>	<b>-10,3</b>	<b>-0,4</b>
Autres	65,6	4,7	12,8	1,3	0,0	0,0
Variation trésorerie	58,6	-23,8	-4,1	-17,9	-10,3	-0,4
<b>Dette/(trésorerie) nette (ex IFRS 16)</b>	<b>-56,8</b>	<b>-27,2</b>	<b>-9,6</b>	<b>11,3</b>	<b>21,6</b>	<b>22,0</b>

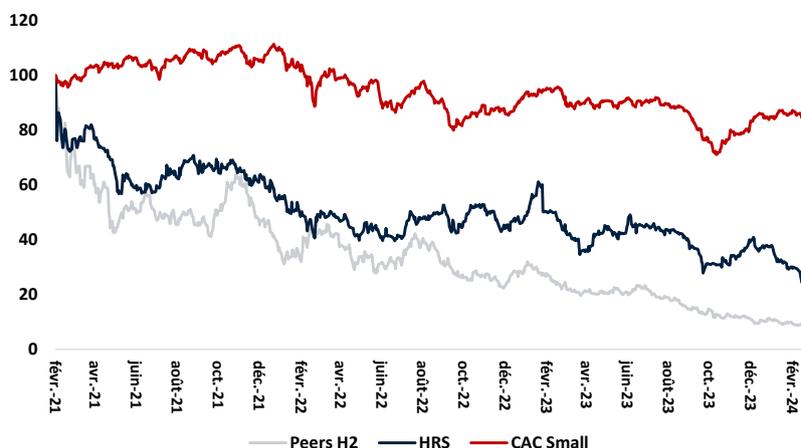
Sources: Société, Euroland Corporate

## Valorisation et objectif de cours

### Contextualisation sectorielle et parcours depuis l'IPO

Société cotée depuis février 2021, HRS affiche un parcours en bourse compliqué jusqu'ici, bien qu'il soit de meilleure tenue que celui de notre échantillon de comparables dans l'hydrogène (voir plus loin pour la composition).

### Cours HRS depuis IPO vs CAC Small vs Peers H2, base 100 février 2021



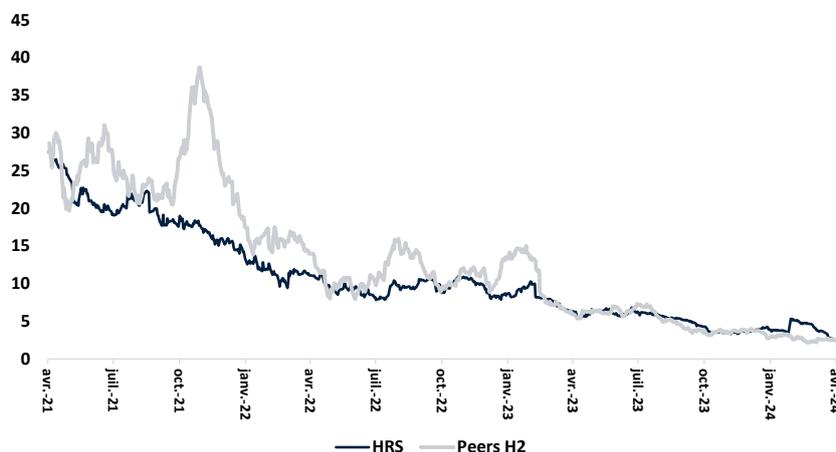
Sources: Factset, Euroland Corporate.

Il est nécessaire de contextualiser ici. L'exercice 2020 et le début de celui de 2021 ont été exceptionnels pour l'ensemble du secteur. HRS s'est introduit en bourse en haut du pic, à une valorisation relative très importante (>25x EV/sales).

Depuis trois ans, le secteur de l'hydrogène connaît une très forte consolidation, consécutive à la sorte de bulle qui s'est formée sur le marché, à des publications d'acteurs pas toujours à la hauteur, à des décalages de guidance entraînant des downgrades, à un environnement de taux peu favorables pour les industries globalement capitalistiques et à une croissance du marché plus lente et volatile qu'espérée.

Ces éléments ont provoqué un recul de l'ensemble du secteur et un derating des valeurs le composant. Les cours ont simplement chuté à une vitesse plus importante que les estimations des analystes et les multiples de valorisation se sont largement dégonflés.

Nous affichons dans le graph suivant la valorisation de l'échantillon de peers sur les trois dernières années ainsi que celle de HRS. Nous observons que les multiples de marché ont été divisés par plus de huit (c25x EV/sales début 2021 vs <3x actuellement) sur la période.

**NTM EV/sales HRS vs Peers H2, 04/2021-actue**

Sources: Factset, Euroland Corporate.

**DCF = valorisation de 12,40 €/action**

Pour évaluer la société, nous avons retenu dans un premier temps l'approche par DCF, modélisée sur 10 ans. Cette dernière permet de bien capter le potentiel de croissance de la société et l'amélioration à attendre de la rentabilité. Nous dérivons une valorisation de 11,1€/action via cette méthode. Les principales hypothèses du DCF sont les suivantes:

- **Chiffre d'affaires:** Nous intégrons dans un premier temps l'hypothèse de notre modèle (83,5 M€ de CA en 2025-2026e), en ligne avec la guidance du management (85 M€). Dans un second temps, nous attendons une décélération de cette croissance (CAGR 2026-2033e c25%), en ligne avec le bas de fourchette de croissance attendue sur le marché des stations de ravitaillement.

- **Marge opérationnelle:** Nous prenons l'hypothèse d'une atteinte de marge opérationnelle normative en 2027e. Cette dernière devrait s'élever à 18%, soit une marge d'EBITDA >20%. HRS vise l'atteinte d'une marge opérationnelle autour de 20% dès l'exercice 2025-2026.

- **CAPEX:** Nous modélisons un niveau de CAPEX stable, à environ 5% du CA, pour prendre en compte l'intensité capitalistique assez faible du business mais aussi le besoin d'investissement afin d'anticiper les évolutions technologiques du marché (augmentation graduelle des capacités de production, etc.). Nous conservons une prévision de CAPEX matérialisant une forte croissance (CAPEX/DAP d'environ 2,0x sur la durée du DCF)

- **Taux d'imposition:** Nous prenons un taux normatif de 25% dès 2028-2029e. HRS dispose d'un déficit reportable qu'il devrait activer d'ici là.

- **Un taux d'actualisation** de 11,0%, basé sur:

- Un taux sans risque de 3,15% (OAT 10 ans au 29/04/2024)
- Une prime de risque de 6%
- Un beta de 1,40
- Un taux de croissance à l'infini de 2,0 %
- Un niveau de dette nette 2024-2025e de 12,8 M€

**DCF de HRS (12,40 €/action)**

En M€	23/24e	24/25e	25/26e	26/27e	27/28e	28/29e	29/30e	30/31e	31/32e	32/33e
<b>Chiffre d'affaires</b>	<b>35,6</b>	<b>54,4</b>	<b>83,5</b>	<b>121,8</b>	<b>169,0</b>	<b>221,9</b>	<b>275,2</b>	<b>321,0</b>	<b>351,0</b>	<b>358,0</b>
Croissance (%)	18,4%	52,8%	53,3%	46,0%	38,7%	31,3%	24,0%	16,7%	9,3%	2,0%
<b>Résultat opérationnel courant</b>	<b>-6,2</b>	<b>-2,2</b>	<b>9,5</b>	<b>21,9</b>	<b>30,4</b>	<b>39,9</b>	<b>49,5</b>	<b>57,8</b>	<b>63,2</b>	<b>64,4</b>
MOC (%)	-17,4%	-4,0%	11,3%	18,0%	18,0%	18,0%	18,0%	18,0%	18,0%	18,0%
- Impôts	0,8	0,3	-1,1	-3,1	-4,9	-10,0	-12,4	-14,4	-15,8	-16,1
Taux d'IS (%)	12,0%	12,0%	12,0%	14,0%	16,2%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%
+ DAP nettes	1,1	1,4	2,1	3,0	4,2	5,5	6,9	8,0	8,8	9,0
en % du CA	3,0%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%
<b>Cash flow opérationnel</b>	<b>-4,3</b>	<b>-0,5</b>	<b>10,5</b>	<b>21,9</b>	<b>29,7</b>	<b>35,5</b>	<b>44,0</b>	<b>51,4</b>	<b>56,2</b>	<b>57,3</b>
BFR	14,8	19,0	24,3	34,8	47,4	61,2	74,5	85,3	91,5	91,6
en % du CA	41,6%	35,0%	29,1%	28,6%	28,1%	27,6%	27,1%	26,6%	26,1%	25,6%
- Variation du BFR	-4,7	-4,2	-5,2	-10,6	-12,6	-13,8	-13,3	-10,8	-6,2	0,0
- Investissements opérationnels	-9,5	-5,0	-5,0	-6,1	-8,4	-11,1	-13,8	-16,1	-17,6	-17,9
en % du CA	26,7%	9,2%	6,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
<b>Free Cash flow</b>	<b>-18,6</b>	<b>-9,7</b>	<b>0,3</b>	<b>5,3</b>	<b>8,6</b>	<b>10,7</b>	<b>17,0</b>	<b>24,5</b>	<b>32,4</b>	<b>39,3</b>
<b>Free Cash flow actualisé</b>	<b>-17,6</b>	<b>-8,3</b>	<b>0,2</b>	<b>3,7</b>	<b>5,4</b>	<b>6,0</b>	<b>8,6</b>	<b>11,2</b>	<b>13,4</b>	<b>14,6</b>
Somme des FCF actualisés	37,1									
Valeur terminale actualisée	165,8									
<b>Valeur d'entreprise</b>	<b>202,9</b>									
Dette nette	12,8									
Provisions	1,6									
<b>Valeur des capitaux propres</b>	<b>188,6</b>									
Nombre d'actions (m)	15									
<b>Valeur par action</b>	<b>12,4</b>									

Source: Euroland Corporate

**Calcul du WACC de HRS (11,0%)**

<b>Calcul du WACC</b>	
Taux sans risque (OAT 10 ans)	3,2%
Prime de risque	6,0%
Beta	1,4
<b>Coût des capitaux propres</b>	<b>12,5%</b>
Coût de la dette	3,0%
Dette (% EV)	14,4%
Equity (% EV)	85,6%
<b>Coût moyen pondéré du capital</b>	<b>11,0%</b>
Taux de croissance à l'infini	2,0%

Source: Euroland Corporate

Sur la base de nos estimations, notre valorisation par DCF ressort à 12,40 €/action. Ci-dessous, la sensibilité de notre valorisation aux hypothèses de taux d'actualisation, de croissance perpétuelle et de marge opérationnelle normative.

**Matrices de sensibilité**

		Taux de croissance à l'infini				
		0,0%	0,5%	2,0%	1,5%	2,0%
WACC	10,0%	12,0	12,6	15,1	14,2	15,1
	10,5%	10,9	11,5	13,6	12,9	13,6
	11,0%	10,0	10,5	12,4	11,7	12,4
	11,5%	9,2	9,6	11,2	10,6	11,2
	12,0%	8,4	8,8	10,2	9,7	10,2
		Marge opérationnelle				
		17,0%	17,5%	18,0%	18,5%	19,0%
WACC	10,1%	13,8	14,3	14,9	15,4	15,9
	10,6%	12,5	13,0	13,4	13,9	14,4
	11,0%	11,5	11,9	12,4	12,8	13,2
	11,6%	10,3	10,7	11,1	11,5	11,9
	12,1%	9,4	9,7	10,1	10,5	10,8

Source: Euroland Corporate

### Approche par comparables: 9,30 €/action

La deuxième méthode que nous avons retenue est celle des comparables boursiers. Même si elle nous paraît légèrement moins pertinente qu'une approche par DCF dans la mesure où aucune des sociétés choisies n'est rentable et l'exploitation de multiples de valorisation est donc limitée, nous la sélectionnons du fait du nombre importants de sociétés cotées dans le secteur de l'hydrogène. Les sociétés présentes dans notre échantillon sont positionnées à des endroits différents de la chaîne de valeur (production, conception d'électrolyseurs, conception de piles à combustibles, conception de stations de ravitaillement, etc.). Les voici:

- **AFC Energy plc**, société britannique qui développe des piles à combustible à hydrogène.
- **Ballard Power Systems**, acteur américain qui conçoit et commercialise des systèmes de piles à combustible de type PEM
- **Ceres Power**, développeur britannique d'électrolyseurs et de piles à combustibles
- **Everfuel A/S**, société danoise (anciennement Everfuel Europe A/S) spécialisée dans la production d'hydrogène décarboné (vert)
- **FuellCell Energy**, groupe américain dédié à la conception et à la fabrication de piles à combustibles
- **Haffner Energy**, entreprise française qui développe une offre intégrée pour la production d'énergies renouvelables à partir de la biomasse (thermolyse)
- **HDF Energy**, société française qui développe et mène des études nécessaires à la création de projets de centrales de production d'hydrogène (montage des SPV, etc)
- **ITM Power**, société britannique dédiée à la conception d'électrolyseurs PEM
- **Lhyfe SA**, groupe français qui conçoit, construit et exploite ses sites de production d'hydrogène vert
- **McPhy Energy**, acteur français spécialisé dans la fabrication d'équipements de production d'hydrogène (électrolyseurs) et de stations de ravitaillement. Le groupe a annoncé il y a quelques mois son intention de vendre son activité de stations à Ataway
- **NEL ASA**, société norvégienne spécialisée dans la fabrication d'électrolyseurs et de stations de ravitaillement. NEL a annoncé il y a quelques mois son intention d'effectuer le potentiel spin off et la cotation séparée de son activité de stations
- **Plug Power**, entreprise américaine spécialisée dans le développement de piles à combustibles
- **PowerCell AB**, société suédoise qui fabrique des systèmes électriques intégrant des piles à combustibles et des reformeurs

Pour valoriser Charwood Energy, nous avons fait le choix de retenir le multiple de VE/CA étant donné que les peers choisis ne sont pas rentables.

### Approche par comparables de HRS (9,30 €/action)

Société	Capitalisation (€M)	EV/sales		
		YTD	1m	6m
AFC Energy plc	166,9	20,7x	10,6x	3,4x
Ballard Power Systems Inc.	768,9	2,6x	1,8x	1,0x
Ceres Power Holdings plc	300,9	3,5x	3,1x	2,6x
Everfuel A/S	74,7	13,2x	10,3x	na
FuelCell Energy, Inc.	425,1	3,5x	2,0x	1,5x
Haffner Energy SAS	19,9	0,8x	0,2x	na
Hydrogene de France	94,9	2,5x	1,1x	na
ITM Power PLC	368,6	4,2x	2,3x	1,3x
Lhyfe SA	197,9	21,6x	5,4x	2,8x
McPhy Energy SA	51,7	1,8x	0,8x	0,3x
NEL ASA	735,9	3,0x	2,3x	1,6x
Plug Power Inc.	1 737,7	2,3x	1,5x	1,1x
PowerCell Sweden AB	123,2	4,0x	3,0x	2,2x
<b>Moyenne</b>	<b>389,7</b>	<b>6,4x</b>	<b>3,4x</b>	<b>1,8x</b>
<b>Médiane</b>	<b>197,9</b>	<b>3,5x</b>	<b>2,3x</b>	<b>1,5x</b>

	CA		
	YTD	1m	6m
Agrégat HRS	35 610	54 427	83 457
VE induite moyenne (M€)	229 656	185 470	148 810
VE induite médiane (M€)	124 321	123 275	128 791
<b>VE moyenne induite (M€) issue des comparables</b>	<b>156 720</b>		
Dette nette	12 813		
Provisions	1 551		
<b>Valeur des capitaux propres</b>	<b>142 357</b>		
Décote	0,0%		
Nombre d'actions	15 247 451		
<b>Valeur par action</b>	<b>9,3</b>		

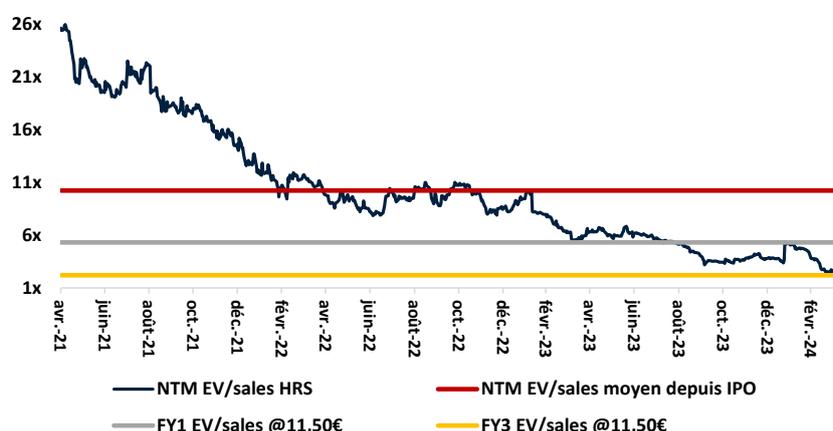
Sources: Factset, Euroland Corporate

Nous n'appliquons aucune décote compte tenu du profil de rentabilité supérieur (plus proche du breakeven) de HRS et d'une croissance moyenne attendue au même niveau que celle de ses peers à horizon trois ans. Nous dérivons une valeur de 9,30 €/action via cette méthode.

### 11,50 €/action (+107%), recommandation Achat

La moyenne pondérée (70% DCF/30% comps) de nos deux approches fait ressortir une valorisation de HRS à 11,50 €/action, soit un potentiel de hausse de +107%. L'EV/sales 2023-2024e induit par notre valorisation ressort à 5,3x et 2,2x en 2025-2026e, dernière année de la guidance du groupe. Depuis l'IPO, le titre se traite en moyenne 10,2x EV/sales forward.

### NTM EV/sales HRS vs multiples implicites à l'objectif de cours



Sources: Factset, Euroland Corporate.

Nous sommes conscients du potentiel de hausse significatif entre le cours du titre actuel et notre objectif. Il faut toutefois contextualiser ces éléments. HRS a perdu plus de 70% depuis le début de l'année, dont plus de 40% depuis un mois. Au 02 janvier, le titre cotait 18€. Les forts volumes sur la valeur indiquent potentiellement la sortie (totale ou partielle) d'un fonds initialement présent au capital.

Le cours n'est pas non plus aidé par le sell-off généralisé sur le secteur que nous évoquons dans les pages précédentes. Depuis le début de l'année, cette tendance s'est accélérée. Le secteur a reculé, en moyenne, de plus de 25% sur les quatre premiers mois de l'année.

### Evolution boursière du secteur de l'hydrogène (YTD, 1m, 6m et 12m)

Société	Capitalisation (€M)	Performances			
		YTD	1m	6m	12m
AFC Energy plc	166,9	-9,3%	-1,1%	33,6%	-1,1%
Ballard Power Systems Inc.	768,9	-27,9%	-2,2%	-22,2%	-39,3%
Ceres Power Holdings plc	300,9	-16,2%	12,2%	-19,3%	-54,0%
Everfuel A/S	74,7	27,4%	22,7%	49,4%	-64,6%
FuelCell Energy, Inc.	425,1	-45,6%	-20,9%	-23,0%	-51,6%
Haffner Energy SAS	19,9	-37,4%	-5,4%	-62,3%	-77,6%
Hydrogene de France	94,9	-47,4%	8,5%	-44,3%	-54,4%
ITM Power PLC	368,6	-14,0%	-2,5%	-20,2%	-30,5%
Lhyfe SA	197,9	-16,3%	6,6%	35,9%	-39,6%
McPhy Energy SA	51,7	-42,4%	6,2%	-45,3%	-83,6%
NEL ASA	735,9	-27,4%	2,5%	-29,6%	-58,3%
Plug Power Inc.	1 737,7	-46,4%	-25,2%	-61,5%	-71,5%
PowerCell Sweden AB	123,2	-42,1%	-8,0%	-42,5%	-67,2%
<b>Moyenne</b>	<b>389,7</b>	<b>-26,5%</b>	<b>-0,5%</b>	<b>-19,3%</b>	<b>-53,3%</b>
<b>Médiane</b>	<b>197,9</b>	<b>-27,9%</b>	<b>-1,1%</b>	<b>-23,0%</b>	<b>-54,4%</b>

Sources: Factset, Euroland Corporate

Nous considérons que cette baisse est excessive, notamment sur HRS, et que l'évolution des valorisations ne reflètent plus vraiment le potentiel de croissance ni l'amélioration du profil financier de ces acteurs, potentiel qui a par ailleurs été indéniablement survalorisé lors de l'euphorie sur le secteur.

En d'autres termes, nous pensons que si le couple bénéfice/risque était encore défavorable il y a quelques mois, nous estimons qu'à l'heure actuelle, il est bien plus équilibré et permet un point d'entrée intéressant sur HRS. Nous ne nions pas le fait que l'industrie de l'hydrogène, dans son ensemble, reste confrontée à des défis (technologiques, techniques, politiques) immenses et que les entreprises dans le secteur n'ont pas totalement leurs destins entre les mains. En revanche, il est très clair pour nous que si des gagnants doivent émerger, HRS sera de la partie grâce à tous les atouts dont le groupe dispose. La récente levée de fonds d'Hysetco (200 M€), acteur bien plus petit que HRS mais lui aussi spécialisé dans la mobilité hydrogène, est d'ailleurs une belle éclaircie dans le paysage actuel.

Compte de résultat (M€)	FY20/21	FY21/22	FY22/23	FY23/24e	FY24/25e	FY25/26e
Chiffre d'affaires	10,5	17,0	30,1	35,6	54,4	83,5
Excédent brut d'exploitation	0,5	0,4	-3,7	-5,1	-0,8	11,6
<b>Résultat opérationnel courant</b>	<b>-0,2</b>	<b>-0,4</b>	<b>-6,2</b>	<b>-6,2</b>	<b>-2,2</b>	<b>9,5</b>
Résultat opérationnel	-0,2	-0,4	-6,2	-6,2	-2,2	9,5
Résultat financier	0,1	0,1	0,0	-0,6	-0,6	-0,6
Impôts	0,0	0,1	1,3	0,8	0,3	-1,1
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>-0,2</b>	<b>-0,2</b>	<b>-4,9</b>	<b>-6,0</b>	<b>-2,5</b>	<b>7,8</b>
Bilan (M€)	FY20/21	FY21/22	FY22/23	FY23/24e	FY24/25e	FY25/26e
Actifs non courants	5,5	22,4	43,3	53,5	57,1	60,0
dont goodwill	0,0	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
BFR	7,5	20,1	10,1	14,8	19,0	24,3
<b>Disponibilités + VMP</b>	<b>58,4</b>	<b>34,7</b>	<b>30,5</b>	<b>12,7</b>	<b>2,4</b>	<b>2,0</b>
Capitaux propres	67,9	66,4	59,9	53,9	51,4	59,2
Emprunts et dettes financières	3,5	9,3	22,5	25,5	25,5	25,5
<b>Total Bilan</b>	<b>76,8</b>	<b>85,4</b>	<b>116,5</b>	<b>113,1</b>	<b>117,3</b>	<b>137,3</b>
Tableau de flux (M€)	FY20/21	FY21/22	FY22/23	FY23/24e	FY24/25e	FY25/26e
Marge brute d'autofinancement	0,4	-1,3	-7,4	-4,9	-1,1	9,9
Variation de BFR	-6,7	-11,0	6,7	-4,7	-4,2	-5,2
<b>Flux nets de trésorerie généré par l'activité</b>	<b>-6,2</b>	<b>-12,3</b>	<b>-0,7</b>	<b>-9,7</b>	<b>-5,3</b>	<b>4,6</b>
CAPEX nets	-0,8	-16,2	-16,2	-9,5	-5,0	-5,0
<b>FCF</b>	<b>-7,0</b>	<b>-28,5</b>	<b>-16,9</b>	<b>-19,2</b>	<b>-10,3</b>	<b>-0,4</b>
Augmentation de capital	66,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Variation emprunts	-0,6	5,0	12,8	3,0	0,0	0,0
Dividendes versés	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Flux nets de trésorerie liés au financement</b>	<b>65,6</b>	<b>5,0</b>	<b>12,8</b>	<b>3,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>
Variation de trésorerie	58,5	-23,8	-4,1	-17,9	-10,3	-0,4
Ratios (%)	FY20/21	FY21/22	FY22/23	FY23/24e	FY24/25e	FY25/26e
Variation chiffre d'affaires		62,4%	76,6%	18,4%	52,8%	53,3%
Marge EBE	4,4%	2,2%	-12,1%	-14,4%	-1,5%	13,8%
<b>Marge opérationnelle courante</b>	<b>-1,9%</b>	<b>-2,4%</b>	<b>-20,7%</b>	<b>-17,4%</b>	<b>-4,0%</b>	<b>11,3%</b>
Marge opérationnelle	-2,0%	-2,3%	-20,6%	-17,4%	-4,0%	11,3%
Marge nette	-1,6%	-1,4%	-16,2%	-16,8%	-4,5%	9,3%
CAPEX (% CA)	7,3%	95,2%	53,9%	26,7%	9,2%	6,0%
BFR (% CA)	71,9%	117,8%	33,5%	41,6%	35,0%	29,1%
ROCE	-1,0%	-0,7%	-8,7%	-6,8%	-2,1%	8,4%
<b>ROCE hors GW</b>	<b>-1,0%</b>	<b>-0,7%</b>	<b>-8,8%</b>	<b>-6,9%</b>	<b>-2,2%</b>	<b>8,5%</b>
ROE	-0,2%	-0,4%	-8,1%	-11,1%	-4,8%	13,1%
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	FY20/21	FY21/22	FY22/23	FY23/24e	FY24/25e	FY25/26e
<b>Gearing (%)</b>	<b>-80,9%</b>	<b>-38,2%</b>	<b>-13,4%</b>	<b>23,8%</b>	<b>45,0%</b>	<b>39,7%</b>
Dettes nette/EBE	-119,4	-67,8	2,2	-2,5	-28,6	2,0
EBE/charges financières	8,1	5,8	521,6	8,6	1,3	18,1
Valorisation	FY20/21	FY21/22	FY22/23	FY23/24e	FY24/25e	FY25/26e
Nombre d'actions (en millions)	10,0	10,0	10,0	15,2	15,2	15,2
Nombre d'actions moyen (en millions)	10,0	10,0	10,0	15,2	15,2	15,2
Cours (moyenne annuelle en euros)	25,0	25,0	25,0	5,6	5,6	5,6
(1) Capitalisation boursière moyenne	250,0	250,0	250,0	84,8	84,8	84,8
(2) Dette nette (+)/ trésorerie nette (-)	-55	-25,4	-8,0	12,8	23,2	23,5
(3) Valeur des minoritaires	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
(4) Valeur des actifs financiers	-0,1	-6,1	-6,2	-7,9	-7,9	-7,9
Valeur d'entreprise = (1)+(2)+(3)-(4)	195,0	218,5	235,8	89,7	100,1	100,4
<b>VE/CA</b>	<b>18,6</b>	<b>12,8</b>	<b>7,8</b>	<b>2,5</b>	<b>1,8</b>	<b>1,2</b>
VE/EBE	ns	ns	ns	ns	ns	8,7
<b>VE/ROC</b>	<b>ns</b>	<b>ns</b>	<b>ns</b>	<b>ns</b>	<b>ns</b>	<b>10,6</b>
P/E	ns	ns	ns	ns	ns	10,9
P/B	3,7	3,8	4,2	1,6	1,6	1,4
P/CF	ns	ns	ns	ns	ns	18,3
<b>FCF yield (%)</b>	<b>ns</b>	<b>ns</b>	<b>ns</b>	<b>ns</b>	<b>ns</b>	<b>ns</b>
Données par action (€)	FY20/21	FY21/22	FY22/23	FY23/24e	FY24/25e	FY25/26e
Bnpa	0,0	0,0	-0,5	-0,4	-0,2	0,5
<b>Book value/action</b>	<b>6,8</b>	<b>6,6</b>	<b>6,0</b>	<b>3,5</b>	<b>3,4</b>	<b>3,9</b>
Dividende /action	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

**Système de recommandations :**

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

**Achat** : Potentiel de hausse du titre supérieur à 15% en absolu par rapport au cours actuel, assorti d'une qualité des fondamentaux.

**Accumuler** : Potentiel de hausse du titre compris entre 0% et 15% en absolu par rapport au cours actuel.

**Neutre** : Potentiel du titre compris entre -5% et +5% en absolu par rapport au cours actuel.

**Alléger** : Potentiel de baisse du titre compris entre 0% et 15% en absolu par rapport au cours actuel.

**Vente** : Potentiel de baisse du titre supérieur à 15% en absolu par rapport au cours actuel, valorisation excessive.

**Sous revue** : La recommandation est sous revue en raison d'une opération capitalistique (OPA / OPE / Augmentation de capital...), d'un changement d'analyste ou d'une situation de conflit d'intérêt temporaire entre Euroland Corporate et l'émetteur.

**Historique de recommandations :**

**Achat**: Depuis le 30/04/2024

**Accumuler**:

**Neutre** : (-)

**Alléger** : (-)

**Vente** : (-)

**Sous revue** : (-)

**Méthodes d'évaluation :**

**Ce document peut évoquer des méthodes d'évaluation dont les définitions résumées sont les suivantes :**

1/ Méthode des comparaisons boursières : les multiples de valorisation de la société évaluée sont comparés à ceux d'un échantillon de sociétés du même secteur d'activité, ou d'un profil financier similaire. La moyenne de l'échantillon établit une référence de valorisation, à laquelle l'analyste ajoute le cas échéant des décotes ou des primes résultant de sa perception des caractéristiques spécifiques de la société évaluée (statut juridique, perspectives de croissance, niveau de rentabilité...).

2/ Méthode de l'ANR : l'Actif Net Réévalué est une évaluation de la valeur de marché des actifs au bilan d'une société par la méthode qui apparaît la plus pertinente à l'analyste.

3/ Méthode de la somme des parties : la somme des parties consiste à valoriser séparément les activités d'une société sur la base de méthodes appropriées à chacune de ces activités puis à les additionner.

4/ Méthode des DCF : la méthode des cash-flows actualisés consiste à déterminer la valeur actuelle des liquidités qu'une société dégagera dans le futur. Les projections de cash flows sont établies par l'analyste en fonction de ses hypothèses et de sa modélisation. Le taux d'actualisation utilisé est le coût moyen pondéré du capital, qui représente le coût de la dette de l'entreprise et le coût théorique des capitaux propres estimés par l'analyste, pondérés par le poids de chacune de ces deux composantes dans le financement de la société.

5/ Méthode des multiples de transactions : la méthode consiste à appliquer à la société évaluée les multiples observés dans des transactions déjà réalisées sur des sociétés comparables.

6/ Méthode de l'actualisation des dividendes : la méthode consiste à établir la valeur actualisée des dividendes qui seront perçus par l'actionnaire d'une société, à partir d'une projection des dividendes réalisée par l'analyste et d'un taux d'actualisation jugé pertinent (généralement le coût théorique des fonds propres).

7/ Méthode de l'EVA : la méthode "Economic Value Added" consiste à déterminer le surcroît annuel de rentabilité dégagé par une société sur ses actifs par rapport à son coût du capital (écart également appelé "création de valeur"). Ce surcroît de rentabilité est ensuite actualisé pour les années à venir avec un taux correspondant au coût moyen pondéré du capital, et le résultat obtenu est ajouté à l'actif net comptable.

**DETECTION DE CONFLITS D'INTERETS POTENTIELS**

Corporate Finance	Intérêt personnel de l'analyste	Détention d'actifs de l'émetteur	Communication préalable à l'émetteur	Contrat de liquidité	Contrat Eurovalue*
Non	Non	Non	Oui	Non	Oui

**« Disclaimer / Avertissement »**

La présente étude a été préparée par EuroLand Corporate indépendamment de Grolleau (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