

## Achat

**Objectif de cours** 10,00€ (vs 10,50€)  
Cours au 25/07/2024 6,50 €  
**Potentiel** 62%

## Données valeur

ALHRS-FR  
Euronext Growth  
Capitalisation (M€) 99,1  
Nb de titres (en millions) 15,2  
Volume moyen 12 mois (titres) 15 018  
Extrêmes 12 mois 4,7 € 21,9 €

## Performances boursières

Performances (%)	Ytd	1m	3m	12m
Perf. Absolue	-63,1%	-6,1%	31,1%	-70,6%
Perf CAC Small	-1,4%	0,3%	-2,3%	-6,9%

## Données financières (en M€)

au 31/06	22/23	23/24e	24/25e	25/26e
CA	30,1	24,8	37,0	65,9
var %	76,6%	-17,7%	49,2%	78,3%
EBE	-3,7	-8,3	-1,1	6,3
% CA	-12,1%	-33,6%	-2,9%	9,5%
ROC	-6,2	-9,1	-2,0	4,6
% CA	-20,7%	-36,6%	-5,4%	7,0%
RN	-4,9	-8,5	-2,3	3,5
% CA	-16,2%	-34,3%	-6,3%	5,3%
Bnpa (€)	-0,5	-0,6	-0,2	0,2
ROCE (%)	-8,8%	-10,3%	-2,1%	4,5%
ROE (%)	-8,1%	-16,5%	-4,7%	6,7%
Gearing (%)	-13,4%	26,5%	43,0%	46,0%
Dette nette	-8,0	13,6	21,1	24,2
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	4,2	3,0	1,8
VE/EBE (x)	ns	ns	ns	18,4
VE/ROC (x)	ns	ns	ns	24,9
P/E (x)	ns	ns	ns	28,2

## Actionnariat



## Exercice complexe, vif rebond attendu en 2024/2025

## Publication du chiffre d'affaires 2023/2024

HRS publie un CA 2023/2024 de 24,8 M€, en retrait de -17,6% par rapport à 2022/2023, un niveau environ -15% en-dessous du consensus Factset (29,6 M€) et -8% vs notre estimation actualisée de la semaine dernière. Le groupe a pâti sur l'exercice d'une montée en puissance du marché plus lente qu'espéré, de décalages de projets et de son exposition à deux clients en difficulté. La guidance de revenus 2024/2025 est revue à la baisse (30-40 M€ vs 45-60 M€ précédemment) et le carnet de commandes est légèrement ajusté (47,1 M€ vs 51 M€). Les perspectives de la société restent, à moyen terme, très encourageantes.

## Les deux activités dans le rouge

Sur le semestre, les deux segments du groupe ont connu une évolution similaire. Le métier historique d'HRS, la tuyauterie industrielle, affiche un recul de -18,4% à 2,9 M€. Cette activité reste marginale dans le mix (c11% du CA consolidé, stable vs 2022/2023).

Côté stations, les revenus ressortent à 21,9 M€, en contraction de -17,5%. Le CA est ventilé entre le celui reconnu sur les commandes de nouvelles stations (11,1 M€), celui issu des stations en cours de production (10,3 M€) et enfin celui issu de la maintenance (0,5 M€). Pour rappel, le groupe a enregistré un total de 7 nouvelles stations sur l'exercice: quatre durant le premier semestre et trois durant le second semestre fiscal.

Le montant communiqué intègre deux impacts adverses, qui expliquent l'ensemble du miss par rapport à la guidance 2023/2024 du groupe (31 M€ en borne basse): -4,0 M€ liés au ralentissement de la production des stations pour le compte des clients en difficulté et -2,2 M€ liés à l'annulation de deux stations commandées par pHynix. HRS semble également avoir subi les effets de lenteur du marché, au sein duquel de nombreux appels d'offres n'ont pas été concrétisés à temps.

## Perspectives et estimations

Concernant l'exercice en cours, nous ajustons à la marge notre estimation d'EBITDA, qui atterrit désormais à -8,3 M€, contre -7,9 M€ précédemment. Sur les exercices à venir, la direction a revu ses objectifs et table à présent sur un CA compris dans la fourchette 30M€-40M€, soit une croissance implicite de +20% à +60%. L'objectif 2025/2026 (CA d'au moins 85 M€) a été réitéré avec une marge d'EBIT révisée (positive vs c20% auparavant). En ce qui concerne le carnet de commandes, il a été légèrement apuré pour ressortir à 47,1 M€ (vs 51 M€), dont 19,1 M€ sur des stations en cours de production, au même titre que le pipeline, resserré autour des projets les plus crédibles (343 M€ vs 480 M€ précédemment).

Nous avons retravaillé les hypothèses de notre modèle et attendons un CA 2024/2025e de 37 M€ pour un EBITDA de -1,1 M€ et un CA 2025/2026e de 65,9 M€ pour un EBITDA de 6,3 M€. Côté cash, nous ne voyons pas de sujet particulier sur cet horizon, d'autant qu'HRS dispose de solides garanties à travers l'implication sans failles de son actionnaire majoritaire et actuel PDG.

Si les chiffres ne sont pas à la hauteur des attentes pour le moment et que nous comprenons qu'il faille s'armer de patience du fait de la vitesse de déploiement de l'ensemble de la filière hydrogène et du rallongement des cycles de décisions, nous pouvons tout de même saluer les avancées réalisées par le groupe sur l'exercice écoulé (lancement de la maintenance, renégociation du contrat Phynix, renforcement de la position de leader européen, début de développement à l'international avec une première commande en Arabie Saoudite), qui sont des milestones importantes sur la route du succès.

## Recommandation

**Nous maintenons notre recommandation à Achat et ajustons notre OC à 10,00€ (vs 10,50€ précédemment).**



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

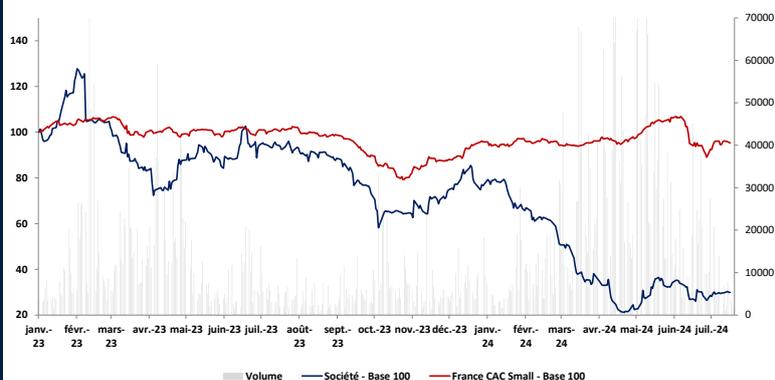


## Présentation de la société

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.

Avec un carnet de commandes de plusieurs dizaines de millions d'euros, 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.

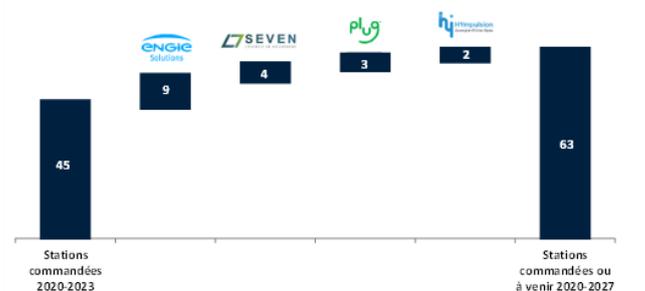
## Evolution du cours (base 100)



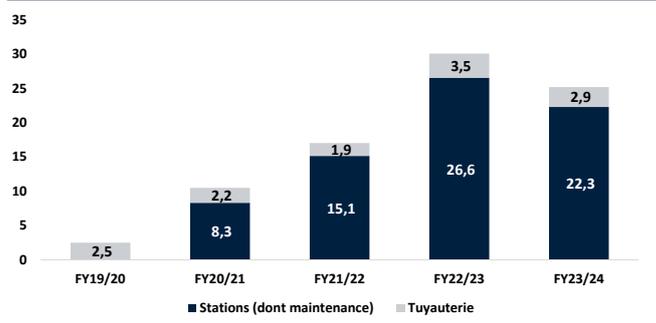
## Argumentaire d'investissement

- **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.
- **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.

## Carnet de commandes HRS



## Mix CA HRS (2020-2023, M€)



## Multiples de valorisation des comparables

Société	Capitalisation	EV/sales		
		2024e	2025e	2026e
AFC Energy plc	153,9	20,8x	9,9x	3,1x
Ballard Power Systems Inc.	612,1	1,0x	0,7x	0,4x
Ceres Power Holdings plc	484,1	6,2x	5,9x	4,6x
FuelCell Energy, Inc.	239,6	2,9x	1,5x	1,2x
Haffner Energy SAS	28,6	2,6x	0,7x	0,4x
ITM Power PLC	383,4	4,7x	2,5x	1,6x
Lhyfe SA	177,6	14,5x	4,4x	1,7x
McPhy Energy SA	77,3	2,7x	0,8x	0,6x
NEL ASA	822,6	4,3x	3,2x	2,2x
Plug Power Inc.	1 839,0	2,6x	1,7x	1,3x
PowerCell Sweden AB	120,4	4,0x	3,0x	2,4x
<b>Moyenne</b>	<b>449,0</b>	<b>6,0x</b>	<b>3,1x</b>	<b>1,8x</b>
<b>Médiane</b>	<b>239,6</b>	<b>4,0x</b>	<b>2,5x</b>	<b>1,6x</b>

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	24,8	37,0	65,9
Excédent brut d'exploitation	0,5	0,4	-3,7	-8,3	-1,1	6,3
<b>Résultat opérationnel courant</b>	<b>-0,2</b>	<b>-0,4</b>	<b>-6,2</b>	<b>-9,1</b>	<b>-2,0</b>	<b>4,6</b>
Résultat opérationnel	-0,2	-0,4	-6,2	-9,1	-2,0	4,6
Résultat financier	0,1	0,1	0,0	-0,6	-0,6	-0,6
Impôts	0,0	0,1	1,3	1,2	0,3	-0,5
Mise en équivalence	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Part des minoritaires	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Résultat net part du groupe</b>	<b>-0,2</b>	<b>-0,2</b>	<b>-4,9</b>	<b>-8,5</b>	<b>-2,3</b>	<b>3,5</b>
Bilan (M€)	FY20/21	FY21/22	FY22/23	FY23/24e	FY24/25e	FY25/26e
Actifs non courants	5,5	22,4	43,3	56,3	60,4	63,7
dont goodwill	0,0	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
BFR	7,5	20,1	10,1	10,3	11,4	14,6
<b>Disponibilités + VMP</b>	<b>58,4</b>	<b>34,7</b>	<b>30,5</b>	<b>11,9</b>	<b>4,4</b>	<b>1,3</b>
Capitaux propres	67,9	66,4	59,9	51,4	49,1	52,6
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>106,4</b>	<b>105,5</b>	<b>122,5</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	-7,8	-1,4	5,2
Variation de BFR	-6,7	-11,0	6,7	-0,2	-1,1	-3,3
<b>Flux nets de trésorerie généré par l'activité</b>	<b>-6,2</b>	<b>-12,3</b>	<b>-0,7</b>	<b>-7,9</b>	<b>-2,5</b>	<b>1,9</b>
CAPEX nets	-0,8	-16,2	-16,2	-12,0	-5,0	-5,0
<b>FCF</b>	<b>-7,0</b>	<b>-28,5</b>	<b>-16,9</b>	<b>-19,9</b>	<b>-7,5</b>	<b>-3,1</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	-18,6	-7,5	-3,1
Ratios (%)	FY20/21	FY21/22	FY22/23	FY23/24e	FY24/25e	FY25/26e
Variation chiffre d'affaires		62,4%	76,6%	-17,7%	49,2%	78,3%
Marge EBE	4,4%	2,2%	-12,1%	-33,6%	-2,9%	9,5%
<b>Marge opérationnelle courante</b>	<b>-1,9%</b>	<b>-2,4%</b>	<b>-20,7%</b>	<b>-36,6%</b>	<b>-5,4%</b>	<b>7,0%</b>
Marge opérationnelle	-2,0%	-2,3%	-20,6%	-36,6%	-5,4%	7,0%
Marge nette	-1,6%	-1,4%	-16,2%	-34,3%	-6,3%	5,3%
CAPEX (% CA)	7,3%	95,2%	53,9%	48,5%	13,5%	7,6%
BFR (% CA)	71,9%	117,8%	33,5%	41,5%	30,7%	22,2%
ROCE	-1,0%	-0,7%	-8,7%	-10,2%	-2,1%	4,4%
<b>ROCE hors GW</b>	<b>-1,0%</b>	<b>-0,7%</b>	<b>-8,8%</b>	<b>-10,3%</b>	<b>-2,1%</b>	<b>4,5%</b>
ROE	-0,2%	-0,4%	-8,1%	-16,5%	-4,7%	6,7%
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>26,5%</b>	<b>43,0%</b>	<b>46,0%</b>
Dettes nettes/EBE	-119,4	-67,8	2,2	-1,6	-19,5	3,9
EBE/charges financières	8,1	5,8	521,6	13,8	1,7	9,9
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	6,5	6,5	6,5
(1) Capitalisation boursière moyenne	250,0	250,0	250,0	99,1	99,1	99,1
(2) Dette nette (+)/trésorerie nette (-)	-55	-25,4	-8,0	13,6	21,1	24,2
(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	104,8	112,3	115,4
<b>VE/CA</b>	<b>18,6</b>	<b>12,8</b>	<b>7,8</b>	<b>4,2</b>	<b>3,0</b>	<b>1,8</b>
VE/EBE	ns	ns	ns	ns	ns	18,4
<b>VE/ROC</b>	<b>ns</b>	<b>ns</b>	<b>ns</b>	<b>ns</b>	<b>ns</b>	<b>24,9</b>
P/E	ns	ns	ns	ns	ns	28,2
P/B	3,7	3,8	4,2	1,9	2,0	1,9
P/CF	ns	ns	ns	ns	ns	52,2
<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	-0,6	-0,2	0,2
<b>Book value/action</b>	<b>6,8</b>	<b>6,6</b>	<b>6,0</b>	<b>3,4</b>	<b>3,2</b>	<b>3,4</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 HRS (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