

Hydrogen Refueling Solutions


Achat

Capitalisation (M€)	60,3	Ticker	ALHRS-FR	Energie
Objectif de cours	6,50 € (vs 8,00 €)	Nb de titres (en millions)	15,3	Flash valeur
Cours au 29/04/2025	3,93 €	Volume moyen 12m (titres)	15 204	30/04/2025
Potentiel	65,4%	Extrêmes 12m (€)	2,78€/8,34€	

Résultats semestriels presque sans surprises, mais en recul

A retenir

- EBITDA S1 2024/2025 de -6,5 M€, en ligne mais dégradé YoY (-60% vs S1 2023/2024)
- Renforcement de la trésorerie par un apport en compte courant de l'actionnaire majoritaire (8,4 M€)
- Perspectives maintenues

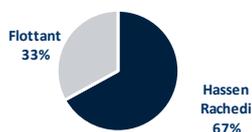
Données financières (en M€)

au 31/06	23/24	24/25e	25/26e	26/27e
CA	24,8	24,0	39,9	57,9
var %	-17,6%	-3,3%	66,3%	45,3%
EBE ajusté	-8,8	-7,5	-4,1	0,5
% CA	-35,4%	-31,1%	-10,4%	0,9%
ROC	-13,5	-16,8	-7,9	-4,6
% CA	-54,3%	-69,9%	-19,9%	-8,0%
RN	-10,4	-11,1	-6,2	-3,8
% CA	-42,0%	-46,3%	-15,7%	-6,5%
Bnpa (€)	-0,68	-0,72	-0,41	-0,25
ROCE (%)	-14,2%	-17,6%	-8,3%	-5,0%
ROE (%)	-20,5%	-27,9%	-18,6%	-12,6%
Gearing (%)	40,5%	80,5%	115,0%	134,9%
Dette nette	20,6	32,1	38,6	40,2
Dividende n (€)	0,0	0,0	0,0	0,0
Yield (%)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Multiples de valorisation

	23/24	24/25e	25/26e	26/27e
VE/CA (x)	9,2	3,5	2,3	1,6
VE/EBE (x)	ns	ns	ns	ns
VE/ROC (x)	ns	ns	ns	ns
P/E (x)	ns	ns	ns	ns

Actionariat



Performances boursières



Publication des résultats S1 2024/2025

Après avoir publié un chiffre d'affaires brut S1 2024/2025 de 14,9 M€, en hausse de +16% par rapport au S1 2023/2024, mais de 7,4 M€ retraité de la dépriorisation de stations à destination de clients toujours en difficulté et de l'annulation de commandes, HRS communique des résultats en ligne avec nos attentes, mais en recul. L'EBITDA courant du groupe ressort à -6,5 M€ (vs -4,1 M€ S1 2023/2024) pour un RN de -10,1 M€ (vs -5,0 M€) suite à une provision sur créances clients. Le groupe maintient par ailleurs son objectif 2024-2025 (CA dans la fourchette 20M€-30M€).

Des résultats logiquement dégradés mais un gros travail sur les OPEX

La dégradation de l'EBITDA du groupe reflète deux principaux éléments selon nous : 1/ un chiffre d'affaires en décroissance du fait de l'impact de la dépriorisation, commentée au moment de la publication de chiffre d'affaires semestriel et 2/ une marge brute (15%) très loin des standards évoqués par la direction, qui continue de traduire l'effet « tête de séries » des premières HRS40. Ces impacts ont été un peu absorbés par le travail fourni sur les OPEX, qui ont peu augmenté sur le semestre (7,6 M€ vs 6,7 M€ au S1 2023/2024) et qui ne captent pas encore le plein effet de la réduction des effectifs, annoncée fin juin.

Plus bas dans le P&L, par prudence, le groupe a passé une provision de 5,7 M€ à la suite de la nette dégradation financière de Phynix et Hype, sur qui HRS détient une créance de près de 25 M€. Après comptabilisation des autres charges et produits, le RN S1 2024/2025 s'établit à -10,2 M€, un niveau presque deux fois inférieur au S1 2023/2024.

FCF positif grâce au BFR et à un apport en compte courant de l'actionnaire majoritaire

Malgré une CAF de -11,6 M€ du fait des résultats dans le rouge et des CAPEX de -3,9 M€, HRS a généré un FCF de 1,3 M€ sur le semestre. Le groupe a encaissé 16,8 M€ de BFR positif, principalement du fait d'un apport en compte courant de 8,4 M€ de l'actionnaire majoritaire.



Comptabilisé en flux opérationnel et non en flux de financement, cet apport en compte courant est destiné à combler le trou laissé par les décalages de paiement, parfois très importants, de certains clients. Après prise en compte d'un flux de financement de 1,5 M€, dont 3,9 M€ de concours bancaires, la trésorerie brute du groupe ressort à 9,6 M€, soit une dette nette de 38,7 M€. Le groupe assure avoir un horizon de trésorerie d'au moins 12 mois.

Perspectives et estimations

Concernant l'exercice en cours, la guidance de CA IFRS du groupe est maintenue dans la fourchette 20-30 M€. HRS indique par ailleurs que la priorité absolue est donnée à la gestion du BFR. Nous savons depuis début mars que le groupe a entamé des démarches judiciaires vis-à-vis de ses deux clients en difficulté, et qu'à ce jour, ces créances ne sont pas abandonnées. Les stations pour ces clients, qui représentent plus de 40 M€ de CA selon la direction, n'ont d'ailleurs pas été livrées, et pourront donc être réallouées à terme (après potentielles adaptations techniques) à d'autres donneurs d'ordre.

Sur le plan commercial, la dynamique de la société est toujours la meilleure parmi ses pairs. Sur la période, HRS a notamment 1/ enregistré 11,8 M€ de nouvelles commandes, soit 9 nouvelles stations, 2/ renforcé son empreinte internationale avec la création d'une nouvelle filiale aux US et 3/ annoncé un partenariat structurant avec Toyota, qui verra le développement d'une nouvelle technologie de ravitaillement, et qui devrait permettre le renforcement de l'avance technologique de la société. HRS a également reçu, post clôture, une commande stratégique en Europe pour une station de très haute capacité (4 tonnes H2/j). Au 30/04/2025, le carnet de commandes atteint ainsi 48,8 M€. Il est important de souligner que les commandes d'Hype et Phynix, qui comptaient pour environ 11 M€ dans ce carnet, ont été exclues du fait des perspectives de ces deux organisations.

Suite à la publication, nous conservons notre estimation de CA 2024/2025e de 24,0 M€ (-3,3% YoY) et revoyons celle d'EBITDA (définition société) à -7,5 M€ (vs -5,8 M€ précédemment). Malgré un niveau de marge brute toujours incertain, la rentabilité du S2 devrait être un peu meilleure que celle du S1 du fait de la croissance attendue (+40%) et du plein effet des mesures de réduction de coûts. Nous notons, sur ce point, que le groupe a recruté un CTO (T pour Transformation) qui aura pour mission d'améliorer l'efficacité interne et d'optimiser les coûts. Nous avons revu notre bas de P&L pour refléter la provision et attendons désormais -11,1 M€ de RN 2024/2025e (vs -6,3 M€ précédemment). Côté trésorerie, l'apport de l'actionnaire majoritaire va permettre à HRS de retrouver un peu d'air. Nous saluons l'initiative, qui crédibilise fortement les ambitions du groupe malgré les difficultés rencontrées par le secteur dans son ensemble.

Recommandation

Après mise à jour de nos comparables et de quelques hypothèses de valorisation, nous révisons notre OC à 6,50 € (vs 8,00 € précédemment) et confirmons notre recommandation à Achat.



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.

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.

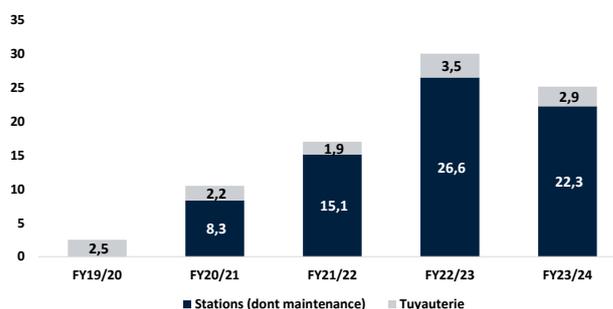
Une offre à forte valeur ajoutée. D'une grande technicité, les stations de ravitaillement développées par HRS disposent de nombreux atouts. Elles sont à la fois agnostiques à la technologie utilisée, adaptées à tous les types de clients, modulables en fonction des besoins ou encore entièrement certifiées. 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 pleine 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.

Multiples de valorisation des comparables

Société	Capitalisation	EV/sales		
		FY1	FY2	FY3
AFC Energy plc	70,4	30,6x	2,6x	0,7x
Ballard Power Systems Inc.	324,8	ns	ns	ns
Ceres Power Holdings plc	129,6	0,7x	0,7x	0,6x
FuelCell Energy, Inc.	76,0	0,8x	0,7x	0,5x
Haffner Energy SAS	18,3	14,2x	0,4x	0,2x
Hydrogene de France	74,1	4,4x	1,5x	0,7x
ITM Power PLC	223,3	0,6x	0,2x	0,1x
Lhyfe SA	167,4	9,6x	2,5x	1,6x
McPhy Energy SA	12,3	3,7x	2,3x	1,5x
NEL ASA	352,6	2,6x	1,7x	1,2x
Plug Power Inc.	823,5	1,7x	1,4x	1,0x
PowerCell Sweden AB	130,4	3,2x	2,5x	1,9x
Moyenne	200,2	6,5x	1,5x	0,9x
Médiane	130,0	3,2x	1,5x	0,7x

Mix chiffre d'affaires HRS (2020-2023)



Compte de résultat (M€)	FY20/21	FY21/22	FY22/23	FY23/24	FY24/25e	FY25/26e	FY26/27e
Chiffre d'affaires	10,5	17,0	30,1	24,8	24,0	39,9	57,9
EBITDA ajusté	0,5	0,7	-2,0	-8,8	-7,5	-4,1	0,5
EBITDA	0,5	0,4	-3,7	-10,8	-8,3	-4,9	-0,3
Résultat opérationnel courant ajusté	-0,2	-0,1	-4,6	-11,4	-16,0	-7,1	-3,8
Résultat opérationnel courant	-0,2	-0,4	-6,2	-13,5	-16,8	-7,9	-4,6
Résultat financier	0,1	0,1	0,0	-0,3	-0,3	-0,4	-0,4
Impôts	0,0	0,1	1,3	3,3	6,0	2,1	1,3
Mise en équivalence	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Part des minoritaires	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Résultat net part du groupe	-0,2	-0,2	-4,9	-10,4	-11,1	-6,2	-3,8
Bilan (M€)	FY20/21	FY21/22	FY22/23	FY23/24	FY24/25e	FY25/26e	FY26/27e
Actifs non courants	5,5	22,4	43,3	53,4	50,6	51,7	51,7
dont goodwill	0,0	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
BFR	7,5	20,1	10,1	18,2	21,3	20,6	18,4
Disponibilités + VMP	58,4	34,7	30,5	6,7	6,8	0,3	-1,3
Capitaux propres	67,9	66,4	59,9	50,9	39,8	33,6	29,8
Emprunts et dettes financières	3,5	9,3	22,5	27,3	38,8	38,8	38,8
Total Bilan	76,8	85,4	116,5	118,0	111,9	113,1	107,9
Tableau de flux (M€)	FY20/21	FY21/22	FY22/23	FY23/24	FY24/25e	FY25/26e	FY26/27e
Marge brute d'autofinancement	0,4	-1,3	-7,4	-11,9	-2,6	-3,2	0,6
Variation de BFR	-6,7	-11,0	6,7	-4,2	-3,1	0,8	2,2
Flux nets de trésorerie généré par l'activité	-6,2	-12,3	-0,7	-16,1	-5,7	-2,5	2,8
CAPEX nets	-0,8	-16,2	-16,2	-11,8	-5,8	-4,1	-4,4
FCF	-7,0	-28,5	-16,9	-28,0	-11,4	-6,5	-1,6
Augmentation de capital	66,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Variation emprunts	-0,6	5,0	12,8	4,1	0,0	0,0	0,0
Dividendes versés	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Flux nets de trésorerie liés au financement	65,6	5,0	12,8	4,1	11,5	0,0	0,0
Variation de trésorerie	58,5	-23,8	-4,1	-23,8	0,1	-6,5	-1,6
Ratios (%)	FY20/21	FY21/22	FY22/23	FY23/24	FY24/25e	FY25/26e	FY26/27e
Variation chiffre d'affaires		62,4%	76,6%	-17,6%	-3,3%	66,3%	45,3%
Marge EBE	4,4%	3,8%	-6,6%	-35,4%	-31,1%	-10,4%	0,9%
Marge opérationnelle courante	-1,9%	-2,4%	-20,7%	-54,3%	-69,9%	-19,9%	-8,0%
Marge nette	-1,6%	-1,4%	-16,2%	-42,0%	-46,3%	-15,7%	-6,5%
CAPEX (% CA)	7,3%	95,2%	53,9%	47,8%	24,0%	10,2%	7,6%
BFR (% CA)	71,9%	117,8%	33,5%	73,6%	88,9%	51,6%	31,7%
ROCE	-1,0%	-0,7%	-8,7%	-14,1%	-17,5%	-8,3%	-5,0%
ROCE hors GW	-1,0%	-0,7%	-8,8%	-14,2%	-17,6%	-8,3%	-5,0%
ROE	-0,2%	-0,4%	-8,1%	-20,5%	-27,9%	-18,6%	-12,6%
Payout	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Dividend yield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Ratios d'endettement	FY20/21	FY21/22	FY22/23	FY23/24	FY24/25e	FY25/26e	FY26/27e
Gearing (%)	-80,9%	-38,2%	-13,4%	40,5%	80,5%	115,0%	134,9%
Dettes nette/EBE	-119,4	-67,8	2,2	-1,9	-3,9	-7,8	-155,1
EBE/charges financières	8,1	5,8	521,6	42,3	25,3	12,9	0,7
Valorisation	FY20/21	FY21/22	FY22/23	FY23/24	FY24/25e	FY25/26e	FY26/27e
Nombre d'actions (en millions)	13,5	15,2	15,2	15,3	15,3	15,3	15,3
Nombre d'actions moyen (en millions)	13,5	15,2	15,2	15,3	15,3	15,3	15,3
Cours (moyenne annuelle en euros)	33,7	26,6	22,0	14,1	3,9	3,9	3,9
(1) Capitalisation boursière moyenne	453,2	402,5	333,7	216,0	60,3	60,3	60,3
(2) Dette nette (+)/ trésorerie nette (-)	-57	-27,2	-9,6	19,2	30,6	37,2	38,8
(3) Valeur des minoritaires	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
(4) Valeur des actifs financiers	0,1	6,1	6,2	6,2	6,2	6,2	6,2
Valeur d'entreprise = (1)+(2)+(3)-(4)	396,2	369,2	318,0	229,0	84,7	91,2	92,8
VE/CA	37,8	21,7	10,6	9,2	3,5	2,3	1,6
VE/EBE	ns						
VE/ROC	ns						
P/E	ns						
P/B	6,7	6,1	5,6	4,2	1,5	1,8	2,0
P/CF	ns	ns	ns	ns	ns	ns	21,4
FCF yield (%)	ns	ns	ns	ns	ns	ns	-1,7%
Données par action (€)	FY20/21	FY21/22	FY22/23	FY23/24	FY24/25e	FY25/26e	FY26/27e
Bnpa	0,0	0,0	-0,3	-0,7	-0,7	-0,4	-0,2
Book value/action	5,0	4,4	3,9	3,3	2,6	2,2	1,9
Dividende /action	0,0	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 : 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

