

Hydrogen Refueling Solutions



Achat

Capitalisation (M€)	46,5	Ticker	ALHRS-FR	Energie
Objectif de cours	4,50 €	Nb de titres (en millions)	15,3	Flash valeur
Cours au 15/10/2025	3,03 €	Volume moyen 12m (titres)	11 729	16/10/2025
Potentiel	48,5%	Extrêmes 12m (€)	2,78€/4,70€	

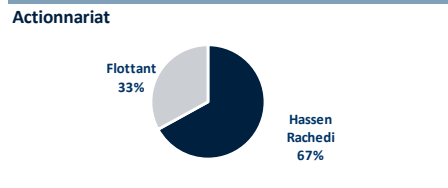
Un peu mieux qu’attendu

A retenir

- Perte d’EBITDA en légère amélioration (-8,6 M€ vs -8,8 M€ en 2024/2025) malgré un CA divisé par deux
- Carnet de commandes de près de 50 M€
- Guidance 2025/2026 de 25-35 M€ avec un horizon de trésorerie assuré sur 12m

Données financières (en M€)					
	au 31/06	23/24	24/25e	25/26e	26/27e
CA		24,8	11,3	27,2	41,9
var %		-17,6%	-54,5%	140,9%	54,2%
EBE ajusté		-8,8	-8,6	-3,1	2,2
% CA		-35,4%	-76,1%	-11,6%	5,3%
ROC		-13,5	-14,7	-10,0	-7,9
% CA		-54,3%	-130,2%	-37,0%	-18,8%
RN		-10,4	-11,7	-7,8	-6,2
% CA		-42,0%	-103,5%	-28,6%	-14,7%
Bnpa (€)		-0,68	-0,76	-0,51	-0,40
ROCE (%)		-14,2%	-17,1%	-13,7%	-12,4%
ROE (%)		-20,5%	-29,5%	-24,4%	-24,0%
Gearing (%)		40,5%	63,6%	74,1%	87,2%
Dette nette		20,6	25,2	23,6	22,4
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	5,7	2,3	1,5
VE/EBE (x)	ns	ns	ns	ns
VE/ROC (x)	ns	ns	ns	ns
P/E (x)	ns	ns	ns	ns



Publication des résultats annuels 2024/2025

Après avoir publié un chiffre d’affaires IFRS 2024/2025 de 11,3 M€, en baisse de plus de moitié par rapport à l’exercice précédent, HRS annonce des résultats un peu meilleurs qu’attendu avec un EBITDA de -8,6 M€ (consensus -9,5 M€) pour un RN de -11,7 M€. La position de cash a été préservée (6,8 M€ de trésorerie brute) grâce à un apport en compte courant de l’actionnaire majoritaire de 9 M€ au S1 et des CAPEX en baisse. La direction confirme sa guidance 2025/2026 de 30 M€ en milieu de fourchette (qui devrait aussi correspondre au breakeven d’EBITDA), avec un horizon de trésorerie assuré sur les 12 prochains mois.

Un deuxième semestre de meilleure facture sur la rentabilité

Après avoir communiqué un EBITDA S1 de -6,5 M€, la deuxième partie d’année aura permis à HRS de réduire séquentiellement sa perte avec un EBITDA S2 de -2,1 M€ et d’afficher un EBITDA annuel un peu meilleur que l’année dernière. Plusieurs éléments expliquent cette tendance, notamment 1/ une variation de stocks positive de +7,6 M€ à la suite de l’accord trouvé avec Hype, contrebalancée par une provision pour créance irrécouvrable de -6,3 M€, et 2/ les premiers effets du Plan Apollo, destiné à abaisser le point mort de l’entreprise. Sur ce point, nous notons que les charges de personnel ont baissé de près de -10% entre le S2 2024 et le S2 2025, quand les charges externes ont elles reculé de -10,4% sur l’ensemble de l’année.

Plus bas dans le P&L, après comptabilisation d’une provision de 2,7 M€ liée à la créance pHYnix et des autres éléments, le RN du groupe ressort à -11,7 M€, contre -10,4 M€ en 2024.

Une position de cash préservée

Sur l’exercice, HRS a généré une CAF de -10,9 M€ mais un CFO de 3,2 M€ du fait d’une variation de BFR positive de 14,2 M€. Cette dernière est composée d’un apport en compte courant de 9 M€ de l’actionnaire majoritaire, destiné à bridger les retards de paiements de certains clients, ainsi que d’une variation positive sur le BFR opérationnel de 5,2 M€.



Avec des CAPEX réduits presque de moitié (-6,6 M€ vs -11,8 M€ en 2024/2025), le FCF du groupe ressort ainsi à -3,4 M€ sur l'exercice. En prenant en compte les flux de financement (dont +8,5 M€ de découverts bancaires, adossés à des créances clients), la position de trésorerie brute du groupe ressort à 6,8 M€, pour une dette financière de 32 M€ et des capitaux propres de 39,6 M€.

Au 30/06/2025, le carnet de commandes atteint 47,2 M€, dont 11,4 M€ à reconnaître sur des stations déjà en cours de production (rappel : la reconnaissance est à l'avancement). Ces chiffres excluent, par prudence, les commandes signées avec Phynix.

Perspectives et estimations

Avec une prise de commandes de 24,3 M€ sur l'exercice écoulé, soit un backlog de 47,2 M€ (dont 11,4 M€ à reconnaître sur des stations déjà en cours de production et 35,8 M€ via des contrats-cadres/LOI avec des acteurs de premier plan), HRS est bien armé pour confirmer sa guidance avec une fourchette de CA 2025/2026 comprise entre 25 M€ et 35 M€. Nous rappelons que ce carnet exclut les commandes signées avec pHYnix. L'offre, qui s'enrichit, ainsi que la nouvelle stratégie commerciale, devrait également porter leurs fruits. Côté rentabilité, le groupe estime que l'équilibre de l'EBITDA se situe en milieu de fourchette, soit 30 M€, en bénéficiant des effets du plan Apollo (3 M€ à 6 M€ d'économies) en année pleine.

A ce stade, nous maintenons notre estimation de chiffre d'affaires 2025/2026e de 27,2 M€, qui implique une croissance annuelle de +141%. Nous calculons par ailleurs un EBITDA de -3,1 M€, EBITDA dont l'estimation est extrêmement sensible au niveau de marge brute qui sera généré, en dépit des économies de coûts déjà identifiées. Nous restons prudents sur ce point pour le moment. Côté trésorerie, 1/ l'amélioration de la perte d'EBITDA, 2/ la baisse continue des CAPEX (nous attendons 2,7 M€ sur l'exercice) et 3/ la possible réutilisation du stock de produits finis (qui n'implique aucun décaissement additionnel) devraient aider HRS. Le groupe assure disposer d'un horizon de trésorerie d'au moins 12 mois. Nous rappelons également qu'il détient 6 M€ d'obligations convertibles sur Hype, dont le remboursement est incertain.

Recommandation

Nous restons à Achat sur le titre et confirmons notre objectif de cours de 4€50.



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.

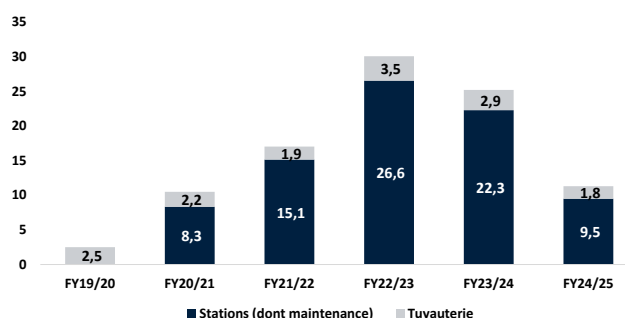
Une offre à forte valeur ajoutée. D'une grande technicité, les stations de ravitaillement développées par HRS disposent de nombreux atouts. Elles sont à la fois agnostiques à la technologie utilisée, adaptées à tous les types de clients, modulables en fonction des besoins ou encore entièrement certifiées. 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	Dettes nettes	VE	EV/sales		
				FY1	FY2	FY3
Ballard Power Systems Inc.	485,9	-433,5	52,5	0,6x	0,5x	0,4x
Ceres Power Holdings plc	277,9	-81,4	196,5	3,2x	2,9x	2,6x
FuelCell Energy, Inc.	96,5	30,6	127,1	1,0x	0,7x	0,5x
Haffner Energy SAS	19,2	-11,2	8,0	0,5x	0,3x	0,2x
ITM Power PLC	413,4	-207,9	205,5	7,2x	4,2x	2,6x
Lhyfe SA	153,5	64,7	218,2	7,3x	2,3x	1,3x
McPhy Energy SA	4,4	64,4	68,8	3,4x	3,0x	2,6x
NEL ASA	405,9	-131,6	274,4	3,8x	2,7x	2,0x
Plug Power Inc.	1 579,3	288,4	1 867,7	3,0x	2,4x	1,9x
PowerCell Sweden AB	172,3	-9,3	163,0	4,2x	3,6x	2,7x
Moyenne	360,8	-42,7	318,2	3,4x	2,3x	1,7x
Médiane	225,1	-10,2	179,8	3,3x	2,5x	1,9x

Mix chiffre d'affaires HRS (2020-2025)



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	11,3	27,2	41,9
EBITDA ajusté	0,5	0,7	-2,0	-8,8	-8,6	-3,1	2,2
EBITDA	0,5	0,4	-3,7	-10,8	-9,5	-4,1	1,3
Résultat opérationnel courant ajusté	-0,2	-0,1	-4,6	-11,4	-13,7	-9,1	-6,9
Résultat opérationnel courant	-0,2	-0,4	-6,2	-13,5	-14,7	-10,0	-7,9
Résultat financier	0,1	0,1	0,0	-0,3	-0,5	-0,3	-0,3
Impôts	0,0	0,1	1,3	3,3	2,8	2,6	2,1
Mise en équivalence	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Part des minoritaires	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Résultat net part du groupe	-0,2	-0,2	-4,9	-10,4	-11,7	-7,8	-6,2
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	58,5	55,2	49,2
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	6,4	0,3	-1,1
Disponibilités + VMP	58,4	34,7	30,5	6,7	6,8	8,4	9,6
Capitaux propres	67,9	66,4	59,9	50,9	39,6	31,8	25,7
Emprunts et dettes financières	3,5	9,3	22,5	27,3	32,0	32,0	32,0
Total Bilan	76,8	85,4	116,5	118,0	107,6	99,2	98,6
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	-11,0	-1,8	3,0
Variation de BFR	-6,7	-11,0	6,7	-4,2	14,2	6,1	1,4
Flux nets de trésorerie généré par l'activité	-6,2	-12,3	-0,7	-16,1	3,2	4,3	4,4
CAPEX nets	-0,8	-16,2	-16,2	-11,8	-6,6	-2,7	-3,1
FCF	-7,0	-28,5	-16,9	-28,0	-3,3	1,6	1,2
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	-4,0	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	3,4	0,0	0,0
Variation de trésorerie	58,5	-23,8	-4,1	-23,8	0,1	1,6	1,2
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%	-54,5%	140,9%	54,2%
Marge EBE	4,4%	3,8%	-6,6%	-35,4%	-76,1%	-11,6%	5,3%
Marge opérationnelle courante	-1,9%	-2,4%	-20,7%	-54,3%	-130,2%	-37,0%	-18,8%
Marge nette	-1,6%	-1,4%	-16,2%	-42,0%	-103,5%	-28,6%	-14,7%
CAPEX (% CA)	7,3%	95,2%	53,9%	47,8%	58,1%	10,0%	7,5%
BFR (% CA)	71,9%	117,8%	33,5%	73,6%	56,9%	1,0%	-2,6%
ROCE	-1,0%	-0,7%	-8,7%	-14,1%	-17,0%	-13,6%	-12,3%
ROCE hors GW	-1,0%	-0,7%	-8,8%	-14,2%	-17,1%	-13,7%	-12,4%
ROE	-0,2%	-0,4%	-8,1%	-20,5%	-29,5%	-24,4%	-24,0%
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%	63,6%	74,1%	87,2%
Dettes nettes/EBE	-119,4	-67,8	2,2	-1,9	-2,6	-5,8	17,8
EBE/charges financières	8,1	5,8	521,6	42,3	19,1	13,0	4,0
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	3,0	3,0	3,0
(1) Capitalisation boursière moyenne	453,2	402,5	333,7	216,0	46,5	46,5	46,5
(2) Dette nette (+)/trésorerie nette (-)	-57	-27,2	-9,6	19,2	24,1	22,5	21,3
(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	6,5	6,5	6,5
Valeur d'entreprise = (1)+(2)+(3)-(4)	396,2	369,2	318,0	229,0	64,1	62,5	61,3
VE/CA	37,8	21,7	10,6	9,2	5,7	2,3	1,5
VE/EBE	ns	ns	ns	ns	ns	ns	ns
VE/ROC	ns	ns	ns	ns	ns	ns	ns
P/E	ns	ns	ns	ns	ns	ns	ns
P/B	6,7	6,1	5,6	4,2	1,2	1,5	1,8
P/CF	ns	ns	ns	ns	ns	ns	10,7
FCF yield (%)	ns	ns	ns	ns	ns	ns	ns
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	-0,8	-0,5	-0,4
Book value/action	5,0	4,4	3,9	3,3	2,6	2,1	1,7
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

