



# Hydrogen Refueling Solutions



Achat

Capitalisation (M€)	31,7	Ticker	ALHRS-FR	Energie
Objectif de cours	3,00 € (vs 3,40 €)	Nb de titres (en millions)	20,0	Flash valeur
Cours au 29/01/2026	1,59 €	Volume moyen 12m (titres)	16 358	
Potentiel	88,7%	Extrêmes 12m (€)	1,47€/4,33€	30/01/2026

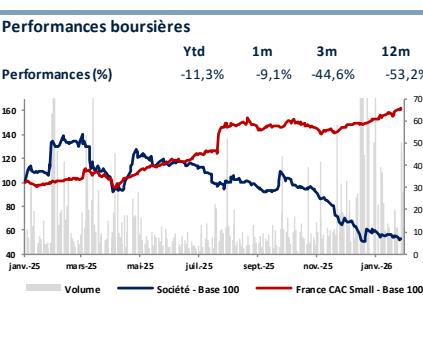
## Enfin un peu de croissance

### A retenir

- CA S1 2025/2026 en hausse de +16% à 8,6 M€
- Premier semestre de croissance depuis le S1 2023/2024
- Guidance annuelle maintenue mais qui sera dure à tenir

Données financières (en M€) au 31/06				
	24/25	25/26e	26/27e	27/28e
CA	11,3	27,2	41,9	57,5
var %	-54,5%	140,9%	54,2%	37,3%
EBE ajusté	-8,6	-3,1	1,1	5,3
% CA	-76,1%	-11,5%	2,7%	9,3%
ROC	-14,7	-6,1	-3,0	-0,1
% CA	-130,2%	-22,4%	-7,2%	-0,1%
RN	-11,7	-5,4	-3,1	-0,9
% CA	-103,5%	-20,0%	-7,5%	-1,6%
Bnpa (€)	-0,76	-0,27	-0,16	-0,05
ROCE (%)	-17,1%	-7,6%	-3,8%	-0,1%
ROE (%)	-29,5%	-14,6%	-9,1%	-2,7%
Gearing (%)	63,6%	62,8%	74,7%	85,7%
Dette nette	25,2	23,4	25,5	28,5
Dividende n (€)	0,0	0,0	0,0	0,0
Yield (%)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Multiples de valorisation				
	24/25	25/26e	26/27e	27/28e
VE/CA (x)	5,8	1,7	1,2	0,9
VE/EBE (x)	ns	ns	ns	ns
VE/ROC (x)	ns	ns	ns	ns
P/E (x)	ns	ns	ns	ns

### Actionnariat



### Publication du chiffre d'affaires S1 2025/2026

HRS publie un chiffre d'affaires de 8,6 M€ au titre du S1 2025/2026, en hausse de +16%. Bien qu'en dessous de nos attentes, ces chiffres marquent une inflexion dans la dynamique du groupe, qui affichait de la décroissance depuis le S2 2023/2024 pour des raisons maintes fois évoquées. La guidance de CA 2025/2026 est maintenue (25 M€ - 35 M€) mais promet d'être très challenging pour HRS.

### La dynamique repart lentement de l'avant sur les stations

Sur le semestre, le chiffre d'affaires généré par l'installation de stations s'établit à 7,3 M€, en progression de +21% par rapport au S1 2024/2025. Il se décompose entre 2,6 M€ reconnus sur les nouvelles commandes sur la période, au nombre de deux (une HRS14 en Ecosse pour Element 2 et une autre HRS14 pour un client non disclosé), et 4,7 M€ issus des stations déjà en cours de production ou de déploiement. Pour rappel, la base de comparaison était plutôt faible puisque le CA S1 2024/2025 avait été impacté par l'annulation ferme de commandes et la dépriorisation sur certaines stations.

Malgré une tendance positive, HRS indique que ce premier semestre a été marqué par un net décalage entre l'intensité de l'activité commerciale et sa concrétisation chiffrée. Plusieurs projets sont à des stades de négociations avancées mais n'ont pas encore été conclus en raison de longueurs dans les processus de décisions des donneurs d'ordres.

### La maintenance continue de progresser

Après une croissance de +180% sur le S1 2024/2025, le chiffre d'affaires généré par la maintenance continue d'évoluer en territoire positif (+33% à 0,6 M€) même s'il reste marginal dans le mix du groupe. HRS opère à l'heure actuelle treize contrats de maintenance sur l'ensemble de son parc de 31 stations. Ces contrats couvrent dix-sept unités. Douze contrats additionnels sont en cours de signature.

Par ailleurs, le CA tuyauterie ressort à 0,7 M€ (-22%), en ligne avec le recentrage stratégique.



Pierre LAURENT - Head Equity Research - 01 44 70 20 78 - plaurent@elcorp.com

**Perspectives et estimations**

Au 31/12/2024, HRS fait état d'un carnet de commandes de 42 M€, contre 47,2 M€ à la clôture des résultats annuels 2024/2025. Ce carnet se décompose entre 7,7 M€ de commandes fermes et déjà en production et 34,3 M€ de commandes à recevoir. Comme indiqué précédemment, le groupe fait face à un certain attentisme de la part de ses potentiels clients, mais continue d'être très dynamique commercialement, avec d'importants développements internationaux (Moyen-Orient, notamment) et techniques (validation industrielle sur la HRS160, avancée majeure sur la technologie de recharge en partenariat Toyota Motor).

Côté chiffres, le groupe maintient sa guidance de CA 2025/2026, comprise entre 25 M€ et 35 M€. La borne basse implique des revenus S2 d'au moins 16,4 M€, contre 3,9 M€ au S2 2024/2025, soit une quinzaine de millions d'euros sur la partie stations en supposant une poursuite de la tendance sur la maintenance et la tuyauterie. En retranchant les 7,7 M€ qu'il reste à reconnaître sur les commandes déjà en cours de production, HRS devra donc reconnaître au minimum 7 M€ de CA nouvelles commandes sur le S2, ce qui implique une prise de commandes substantielle sur la période (CA reconnu à l'avancement et non à 100% dès la commande). Nous rappelons tout de même que le groupe dispose de 9,5 M€ de stocks de stations qui pourraient être rapidement convertis en chiffre d'affaires.

En attendant un peu plus de visibilité (et notamment les résultats S1 fin avril), nous maintenons pour le moment nos estimations (CA 2025/2026e de 27,2 M€ pour un EBE de -3,1 M€). En matière de cash, l'horizon de trésorerie du groupe est assuré pour les prochains mois suite à l'augmentation de capital réalisée fin décembre et aux économies de coûts du plan Apollo (3 M€-6 M€ en année pleine). HRS étudie également la possibilité d'une cession bail de son site industriel.

**Recommandation**

Nous restons à Achat sur le titre et abaissons notre objectif de cours à 3,00 € (vs 3,40 € précédemment) afin de refléter la poursuite du derating des comparables.



## 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.

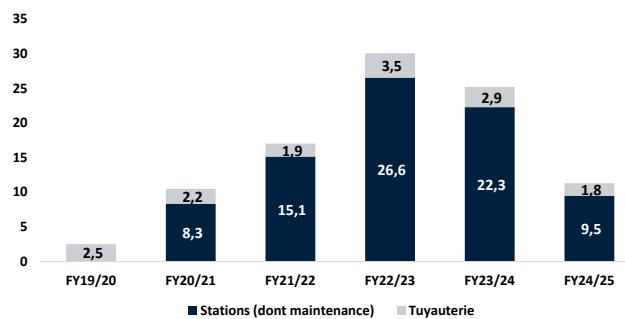
**Une offre à forte valeur ajoutée.** D'une grande technicité, les stations de ravitaillement développées par HRS disposent de nombreux atouts. Elles sont à la fois agnostiques à la technologie utilisée, adaptées à tous les types de clients, modulables en fonction des besoins ou encore entièrement certifiées. 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	Dette nette	VE	EV/sales		
				FY1	FY2	FY3
Ballard Power Systems Inc.	626,7	-432,6	194,2	2,3x	2,0x	1,6x
Ceres Power Holdings plc	667,2	-86,0	581,2	15,6x	8,3x	8,1x
FuelCell Energy, Inc.	359,7	-45,1	314,7	2,0x	1,5x	1,0x
Haffner Energy SAS	3,0	13,6	16,6	3,5x	1,1x	0,5x
ITM Power PLC	448,8	-195,8	252,9	5,6x	3,9x	2,0x
Lhyfe SA	137,6	62,2	199,8	19,0x	8,4x	4,5x
NEL ASA	349,7	-135,2	214,5	2,5x	2,4x	1,7x
Plug Power Inc.	2 729,7	251,6	2 981,3	5,1x	4,2x	3,4x
PowerCell Sweden AB	146,4	-5,8	140,7	3,4x	3,0x	2,3x
<b>Moyenne</b>	<b>607,7</b>	<b>-63,7</b>	<b>544,0</b>	<b>6,6x</b>	<b>3,9x</b>	<b>2,8x</b>
<b>Médiane</b>	<b>359,7</b>	<b>-45,1</b>	<b>214,5</b>	<b>3,5x</b>	<b>3,0x</b>	<b>2,0x</b>

## Mix chiffre d'affaires HRS (2020-2025)



Compte de résultat (M€)	FY20/21	FY21/22	FY22/23	FY23/24	FY24/25	FY25/26e	FY26/27e	FY27/28e
Chiffre d'affaires	10,5	17,0	30,1	24,8	11,3	27,2	41,9	57,5
<b>EBITDA ajusté</b>	<b>0,5</b>	<b>0,7</b>	<b>-2,0</b>	<b>-8,8</b>	<b>-8,6</b>	<b>-3,1</b>	<b>1,1</b>	<b>5,3</b>
EBITDA	0,5	0,4	-3,7	-10,8	-9,5	-3,9	0,3	4,5
Résultat opérationnel courant ajusté	-0,2	-0,1	-4,6	-11,4	-13,7	-5,3	-2,2	0,7
Résultat opérationnel courant	-0,2	-0,4	-6,2	-13,5	-14,7	-6,1	-3,0	-0,1
Résultat financier	0,1	0,1	0,0	-0,3	-0,8	-1,2	-1,2	-1,2
Impôts	0,0	0,1	1,3	3,3	3,8	1,8	1,0	0,3
Mise en équivalence	0,0	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	0,0
<b>Résultat net part du groupe</b>	<b>-0,2</b>	<b>-0,2</b>	<b>-4,9</b>	<b>-10,4</b>	<b>-11,7</b>	<b>-5,4</b>	<b>-3,1</b>	<b>-0,9</b>
Bilan (M€)	FY20/21	FY21/22	FY22/23	FY23/24	FY24/25	FY25/26e	FY26/27e	FY27/28e
Actifs non courants	5,5	22,4	43,3	53,4	58,5	59,0	59,7	60,3
dont goodwill	0,0	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
BFR	7,5	20,1	10,1	18,2	6,4	1,7	0,1	1,6
<b>Disponibilités + VMP</b>	<b>58,4</b>	<b>34,7</b>	<b>30,5</b>	<b>6,7</b>	<b>6,8</b>	<b>8,6</b>	<b>6,5</b>	<b>3,5</b>
Capitaux propres	67,9	66,4	59,9	50,9	39,6	37,3	34,1	33,2
Emprunts et dettes financières	3,5	9,3	22,5	27,3	32,0	32,0	32,0	32,0
<b>Total Bilan</b>	<b>76,8</b>	<b>85,4</b>	<b>116,5</b>	<b>118,0</b>	<b>107,6</b>	<b>103,1</b>	<b>105,9</b>	<b>111,4</b>
Tableau de flux (M€)	FY20/21	FY21/22	FY22/23	FY23/24	FY24/25	FY25/26e	FY26/27e	FY27/28e
Marge brute d'autofinancement	0,4	-1,3	-7,4	-11,9	-11,0	-3,3	0,2	3,7
Variation de BFR	-6,7	-11,0	6,7	-4,2	14,2	4,7	1,7	-1,5
<b>Flux nets de trésorerie générée par l'activité</b>	<b>-6,2</b>	<b>-12,3</b>	<b>-0,7</b>	<b>-16,1</b>	<b>3,2</b>	<b>1,4</b>	<b>1,9</b>	<b>2,2</b>
CAPEX nets	-0,8	-16,2	-16,2	-11,8	-6,6	-2,7	-4,0	-5,2
<b>FCF</b>	<b>-7,0</b>	<b>-28,5</b>	<b>-16,9</b>	<b>-28,0</b>	<b>-3,3</b>	<b>-1,3</b>	<b>-2,1</b>	<b>-3,0</b>
Augmentation de capital	66,8	0,0	0,0	0,0	0,0	3,1	0,0	0,0
Variation emprunts	-0,6	5,0	12,8	4,1	3,4	0,0	0,0	0,0
Dividendes versés	0,0	0,0	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>4,1</b>	<b>3,4</b>	<b>3,1</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>
Variation de trésorerie	58,5	-23,8	-4,1	-23,8	0,1	1,8	-2,1	-3,0
Ratios (%)	FY20/21	FY21/22	FY22/23	FY23/24	FY24/25	FY25/26e	FY26/27e	FY27/28e
Variation chiffre d'affaires		62,4%	76,6%	-17,6%	-54,5%	140,9%	54,2%	37,3%
Marge EBE	4,4%	3,8%	-6,6%	-35,4%	-76,1%	-11,5%	2,7%	9,3%
<b>Marge opérationnelle courante</b>	<b>-1,9%</b>	<b>-2,4%</b>	<b>-20,7%</b>	<b>-54,3%</b>	<b>-130,2%</b>	<b>-22,4%</b>	<b>-7,2%</b>	<b>-0,1%</b>
Marge nette	-1,6%	-1,4%	-16,2%	-42,0%	-103,5%	-20,0%	-7,5%	-1,6%
CAPEX (% CA)	7,3%	95,2%	53,9%	47,8%	58,1%	10,0%	9,5%	9,0%
BFR (% CA)	71,9%	117,8%	33,5%	73,6%	56,9%	6,4%	0,1%	2,7%
ROCE	-1,0%	-0,7%	-8,7%	-14,1%	-17,0%	-7,5%	-3,8%	-0,1%
<b>ROCE hors GW</b>	<b>-1,0%</b>	<b>-0,7%</b>	<b>-8,8%</b>	<b>-14,2%</b>	<b>-17,1%</b>	<b>-7,6%</b>	<b>-3,8%</b>	<b>-0,1%</b>
ROE	-0,2%	-0,4%	-8,1%	-20,5%	-29,5%	-14,6%	-9,1%	-2,7%
Payout	0,0%	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%	0,0%
Ratios d'endettement	FY20/21	FY21/22	FY22/23	FY23/24	FY24/25	FY25/26e	FY26/27e	FY27/28e
<b>Gearing (%)</b>	<b>-80,9%</b>	<b>-38,2%</b>	<b>-13,4%</b>	<b>40,5%</b>	<b>63,6%</b>	<b>62,8%</b>	<b>74,7%</b>	<b>85,7%</b>
Dette nette/EBE	-119,4	-67,8	2,2	-1,9	-2,6	-6,0	80,1	6,3
EBe/charges financières	8,1	5,8	521,6	42,3	11,7	3,4	0,3	3,9
Valorisation	FY20/21	FY21/22	FY22/23	FY23/24	FY24/25	FY25/26e	FY26/27e	FY27/28e
Nombre d'actions (en millions)	13,5	15,2	15,2	15,3	15,4	20,0	20,0	20,0
Nombre d'actions moyen (en millions)	13,5	15,2	15,2	15,3	15,4	20,0	20,0	20,0
Cours (moyenne annuelle en euros)	33,7	26,6	22,0	14,1	3,2	1,6	1,6	1,6
(1) Capitalisation boursière moyenne	453,2	402,5	333,7	215,2	48,6	31,7	31,7	31,7
(2) Dette nette (+)/ trésorerie nette (-)	-57	-27,2	-9,6	19,2	24,2	22,4	24,5	27,5
(3) Valeur des minoritaires	0,0	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	7,1	7,1	7,1	7,1
Valeur d'entreprise = (1)+(2)+(3)-(4)	396,2	369,2	318,0	228,2	65,7	47,0	49,1	52,1
<b>VE/CA</b>	<b>37,8</b>	<b>21,7</b>	<b>10,6</b>	<b>9,2</b>	<b>5,8</b>	<b>1,7</b>	<b>1,2</b>	<b>0,9</b>
VE/EBe	ns	ns	ns	ns	ns	ns	ns	ns
<b>VE/ROC</b>	<b>ns</b>	<b>ns</b>	<b>ns</b>	<b>ns</b>	<b>ns</b>	<b>ns</b>	<b>ns</b>	<b>ns</b>
P/E	ns	ns	ns	ns	ns	ns	ns	ns
P/B	6,7	6,1	5,6	4,2	1,2	0,9	0,9	1,0
P/CF	ns	ns	ns	ns	ns	ns	16,8	14,6
<b>FCF yield (%)</b>	<b>ns</b>	<b>ns</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	FY23/24	FY24/25	FY25/26e	FY26/27e	FY27/28e
Bnpa	0,0	0,0	-0,3	-0,7	-0,8	-0,3	-0,2	0,0
<b>Book value/action</b>	<b>5,0</b>	<b>4,4</b>	<b>3,9</b>	<b>3,3</b>	<b>2,6</b>	<b>1,9</b>	<b>1,7</b>	<b>1,7</b>
Dividende /action	0,0	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	Détenzione d'actifs de l'émetteur	Communication préalable à l'émetteur	Contrat de liquidité	Contrat Eurovalue*
Non	Non	Non	Oui	Non	Oui



## **“Disclaimer / Avertissement”**

La présente étude a été préparée par EuroLand Corporate indépendamment de 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



Pierre LAURENT - Head Equity Research - 01 44 70 20 78 - plaurent@elcorp.com