

## Achat

<b>Objectif de cours</b>	<b>53,00 €</b>
Cours au 24/01/2024	38,10 €
<b>Potentiel</b>	<b>39%</b>

## Données valeur

SWOR.PA / SWP:FP	
Euronext Paris comp B	
Capitalisation (M€)	363,7
Nb de titres (en millions)	9,54
Volume moyen 12 mois (titres)	6 164
Extrêmes 12 mois	29,60 € 48,95 €

## Performances boursières

Performances (%)	Ytd	1m	3m	12m
Perf. Absolue	-4,8%	-4,9%	22,6%	-10,7%
Perf CAC Small	-0,3%	0,9%	19,8%	-8,0%

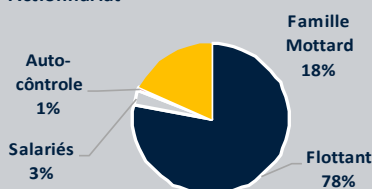
## Données financières (en M€)

au 31/12	2022	2023e	2024e	2025e
CA	272,3	288,1	316,0	341,3
var %	26,9%	5,8%	9,7%	8,0%
EBE	35,1	34,8	38,2	41,2
% CA	12,9%	12,1%	12,1%	12,1%
ROC	27,2	27,5	31,2	34,7
% CA	10,0%	9,6%	9,9%	10,2%
RNpg	109,8	14,0	16,7	19,3
% CA	40,3%	4,9%	5,3%	5,7%
Bnpa (€)	11,50	1,47	1,75	2,03
ROCE (%)	75%	13%	15%	17%
ROE (%)	108%	13%	14%	14%
Gearing (%)	-38%	-22%	-34%	-44%
Dette nette	-38,7	-23,4	-41,0	-61,1
Dividende n (€)	10,00	1,20	1,20	1,20
Yield (%)				

## Multiples de valorisation

	2022	2023e	2024e	2025e
VE/CA (x)	1,3	1,2	1,0	0,9
VE/EBE (x)	9,8	9,9	8,3	7,2
VE/ROC (x)	12,6	12,4	10,1	8,6
PE (x)	3,5	27,6	23,1	20,0

## Actionnariat



## Objectifs dépassés

## Présentation du chiffre d'affaires T4 2023

Sword Group clôture un exercice de forte croissance avec la publication d'un chiffre d'affaires annuel de 288,1 M€ (+19% à pc), un niveau en ligne avec notre estimation. Nous attendions 287,0 M€. Cette croissance annuelle implique un CA T4 en hausse de +12,6%, à 71,5 M€. La marge d'EBITDA ressort à 12,1% sur l'année, soit un EBITDA de 34,8 M€. Après une année 2023 solide, Sword annonce une guidance de 316 M€ pour 2024 et réaffirme sa guidance de croissance organique comprise entre +13% et +15% pour les 3 prochaines années. Le management devrait détailler son plan stratégique ainsi que son BP 2024-2028 lors de sa présentation annuelle du 7 mars.

## Commentaires

Sword conclut un nouvel exercice de qualité, marqué par une activité solide dans toutes les zones adressées. Après 9 mois en forte croissance (+21,4% à pcc), les Services ont connu un léger ralentissement au T4 et enregistrent une progression de 12,6% en organique pour une marge d'EBITDA de 12,0%. La fin d'année est notamment marquée par des décalages de projets au forfait. Néanmoins, l'ensemble des zones géographiques affichent une belle dynamique de croissance avec notamment : BeNeLux (+9,1% à 26,0 M€), la zone Suisse/Canada (+10,4% à 21,3 M€) et au UK/US (+19,6% à 20,1 M€). Sur 12 mois le CA ressort à 288,1 M€, soit une croissance de 19,0% pour une marge d'Ebitda de 12,1%.

## Forte génération de cash au S2

Au 31/12/2023, Sword affiche une structure financière solide avec une trésorerie nette de 32,6 M€ (dont 5 M€ d'actions auto-détenues) contre 15,8 M€ à fin juin traduisant une forte génération de cash. Alors que la trésorerie est confortable, le management aborde 2024 avec confiance.

## Une excellente visibilité et des perspectives détaillées

Pour le prochain exercice, le management prévoit un CA de 316 M€, soit une croissance organique de plus de 12%. Le Groupe pourra notamment s'appuyer sur un excellent carnet de commandes de 550,7 M€ (21,2 mois de CA) à comparer à 475,3 M€ traduisant une excellente dynamique de prise de commandes sur le T4. A moyen terme, le management réaffirme son objectif de croissance organique comprise entre 13% et 15% pour les 3 prochains exercices. Le management devrait détailler son plan stratégique ainsi que son BP 2024-2028 lors de sa présentation annuelle du 7 mars.

## Ajustement de nos estimations

Suite à cette publication et en prévision de la présentation annuelle de Sword, nous ajustons notre estimation de chiffre d'affaires et visons un CA 2024e de 316,0 M€ et un EBITDA de 38,2 M€. Dans un contexte macroéconomique plus tendu entraînant un attentisme dans les prises de décisions et des décalages, nous anticipons un nouveau ralentissement de la croissance au S1 avant une accélération au S2. Sword Group constitue toujours une de nos valeurs favorites dans l'univers des ESN à la faveur de son dynamisme opérationnel et financier.

## Recommandation

Après mise à jour de notre modèle de valorisation (DCF + comparables) notre objectif de cours ressort à inchangé à 53,00 €. Notre recommandation reste à l'Achat.

Prochaine publication : 7 mars réunion annuelle



Analyste

Sid BACHIR

01 44 70 20 76

sbachir@elcorp.com



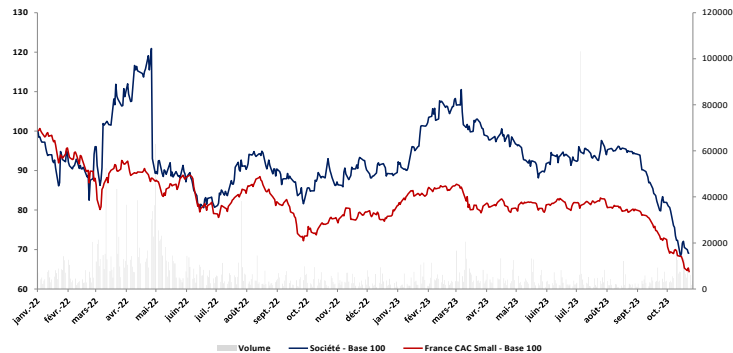
Retrouvez l'actualité boursière des small caps chaque jour dans votre boîte mail, gratuitement. [Inscription ici.](#)

## Présentation de la société

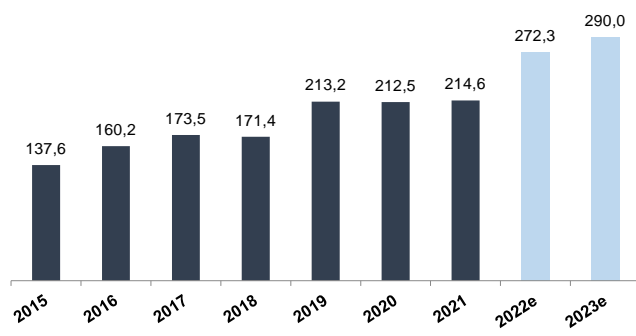
Créé en 2000 par Jacques Mottard, Sword Group est une entreprise spécialisée dans la valorisation de données. Fort de son expertise autour de la gestion de la data, la société bénéficie du puissant moteur de croissance qu'est le Big Data.

Le groupe accompagne ainsi ses clients dans l'intégration de solutions permettant la gestion d'informations non structurés. A mi-chemin entre une ESN et un éditeur de logiciels, Sword Group bénéficie d'un business model résilient et fortement margé dans chacune de ses activités.

## Evolution du cours (base 100)



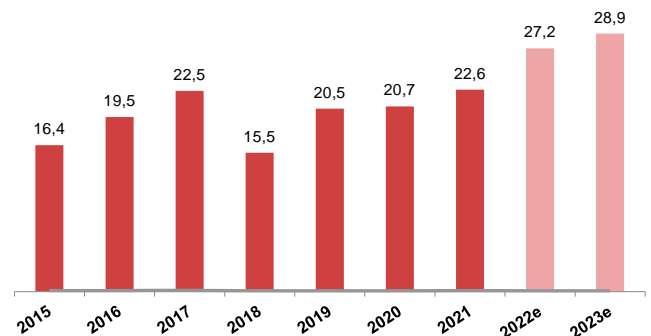
## Evolution du chiffre d'affaires (en M€)



## Argumentaire d'investissement

- **Un business modèle solide.** Grâce à son positionnement atypique, Sword Group jouit d'un business model particulièrement flexible, récurrent et rentable caractérisé par : 1/ un double positionnement services informatiques / éditeur de logiciels procurant des marges élevées, 2/ une organisation en centre de services qui permet de mutualiser les coûts tout en restant proche de ses clients, 3/ un recours à la sous-traitance important dans les services limitant les à coups sur la rentabilité.
- **Une forte visibilité sur l'activité.** Sword Group dispose d'un backlog de 483 M€ (hors GRC et y.c Ping Network Solution) lui permettant d'avoir une excellente visibilité sur l'exercice à venir. La société a par ailleurs revue sa guidance de chiffre d'affaires pour 2022 en visant désormais 260 M€ (250 M€ hors Sword GRC).
- **Un management expérimenté.** Au cours des derniers exercices, le management a su montrer son excellente gestion opérationnelle de la société tout en se construisant un track-record riche en matière de M&A (cessions Apak, GRC...)
- **Un partage de la valeur.** Le cash généré par les multiples opérations de cession réalisées ces dernières années a permis de financer la croissance interne et externe du Groupe mais également de rémunérer les actionnaires. Au total, plus de 220 M€ de dividendes ont été versé par la société entre 2018 et 2022.

## Evolution du ROC (en M€)



## Sociétés de l'éco-système cotées en bourse

	Market Cap (€m)		EV / Sales			EV / EBITDA			P/E		
	2022	2023	2022	2023	2024	2022	2023	2024	2022	2023	2024
Assystem SA	681,6		1,5	1,4	1,3	17,8	16,6	15,1	16,0	17,0	15,0
Aubay SA	651,2		1,1	1,1	1,0	9,6	9,3	8,9	17,7	17,0	16,1
Wavestone SA	908,8		1,6	1,5	1,4	10,3	9,6	8,8	17,7	16,0	14,3
Infotel SA	396,9		1,0	0,9	0,9	8,0	7,3	6,8	20,3	18,1	16,5
Neurones SA	1 007,9		1,1	1,1	1,0	8,4	7,8	7,3	22,1	20,1	18,6
Atos SE	1 688,1		0,3	0,3	0,3	2,9	2,7	2,4	ns	7,5	5,3
Capgemini SE	31 201,4		1,6	1,5	1,4	9,9	9,4	8,7	16,5	16,0	14,5
Sopra Steria Group SA	4 058,2		0,9	0,8	0,8	7,6	6,6	6,0	16,4	13,6	11,9
<b>Mean</b>			1,1	1,1	1,0	9,3	8,7	8,0	18,1	15,7	14,0
<b>Median</b>			1,1	1,1	1,0	9,0	8,5	8,0	17,7	16,5	14,8

Compte de résultat (M€)	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Chiffre d'affaires	213,2	212,5	214,6	272,3	288,1	316,0	341,3
Excédent brut d'exploitation	29,3	29,5	29,3	35,1	34,8	38,2	41,2
<b>Résultat opérationnel courant</b>	<b>20,5</b>	<b>20,7</b>	<b>22,6</b>	<b>27,2</b>	<b>27,5</b>	<b>31,2</b>	<b>34,7</b>
Résultat opérationnel	19,0	68,8	19,1	117,6	24,1	27,7	31,2
Résultat financier	-0,6	-11,7	2,4	-5,4	-5,4	-5,4	-5,4
Impôts	4,9	3,7	3,7	2,4	4,7	5,6	6,4
Mise en équivalence	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Part des minoritaires	0,3	0,1	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Résultat net part du groupe</b>	<b>12,9</b>	<b>53,3</b>	<b>17,7</b>	<b>109,8</b>	<b>14,0</b>	<b>16,7</b>	<b>19,3</b>
Bilan (M€)	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Actifs non courants	110,6	82,3	101,1	97,7	104,8	97,7	91,2
BFR	-4,0	4,5	-4,7	6,6	17,3	23,8	29,6
<b>Disponibilités + VMP</b>	<b>71,7</b>	<b>105,8</b>	<b>55,3</b>	<b>57,1</b>	<b>41,8</b>	<b>59,5</b>	<b>79,6</b>
Capitaux propres	150,0	135,9	94,3	101,5	104,1	121,2	140,5
Emprunts et dettes financières	0,9	0,0	0,3	18,5	18,5	18,5	18,5
<b>Total Bilan</b>	<b>257,1</b>	<b>235,3</b>	<b>225,7</b>	<b>244,6</b>	<b>249,0</b>	<b>268,9</b>	<b>290,9</b>
Tableau de flux (M€)	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Marge Brute d'autofinancement	25,5	44,8	22,4	24,3	21,3	23,8	25,9
Variation de BFR	3,7	12,0	5,1	9,6	10,8	6,5	5,8
<b>Flux nets de trésorerie généré par l'activité</b>	<b>21,8</b>	<b>32,8</b>	<b>17,3</b>	<b>14,7</b>	<b>10,6</b>	<b>17,3</b>	<b>20,1</b>
Investissements opérationnels nets	-7,8	-15,6	-18,8	98,8	-3,1	-15,8	-17,1
Investissements financiers nets	-0,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Flux nets de trésorerie liés aux investissements</b>	<b>-11,5</b>	<b>53,1</b>	<b>-18,8</b>	<b>98,8</b>	<b>-7,1</b>	<b>-20,8</b>	<b>-22,1</b>
Augmentation de capital	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Variation emprunts	-25,8	-27,3	-5,8	-16,3	0,0	0,0	0,0
Dividendes versés	-11,9	-22,9	-45,8	-95,4	-11,5	-11,5	-11,5
<b>Flux nets de trésorerie liés au financement</b>	<b>-52,2</b>	<b>-50,3</b>	<b>-51,2</b>	<b>-111,3</b>	<b>-11,5</b>	<b>-11,5</b>	<b>-11,5</b>
Variation de l'endettement financier net	-41,0	34,8	-50,8	1,7	-8,0	-15,0	-13,4
Ratios (%)	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
<b>Variation chiffre d'affaires</b>	<b>24,4%</b>	<b>-0,3%</b>	<b>1,0%</b>	<b>26,9%</b>	<b>5,8%</b>	<b>9,7%</b>	<b>8,0%</b>
Marge EBE	13,7%	13,9%	13,6%	12,9%	12,1%	12,1%	12,1%
<b>Marge opérationnelle courante</b>	<b>9,6%</b>	<b>9,7%</b>	<b>10,5%</b>	<b>10,0%</b>	<b>9,6%</b>	<b>9,9%</b>	<b>10,2%</b>
Marge opérationnelle	8,9%	32,4%	8,9%	43,2%	8,4%	8,8%	9,1%
Marge nette	6,0%	25,1%	8,2%	40,3%	4,9%	5,3%	5,7%
Investissements opérationnels nets/CA	-3,7%	-7,4%	-8,7%	36,3%	-1,1%	-5,0%	-5,0%
BFR/CA	-1,9%	2,1%	-2,2%	2,4%	6,0%	7,5%	8,7%
ROCE	11,9%	52,8%	13,2%	75,2%	13,1%	15,2%	17,2%
ROCE hors GW	39,2%	131,8%	42,7%	240,0%	31,8%	37,0%	42,3%
ROE	8,6%	39,2%	18,7%	108,1%	13,4%	13,8%	13,8%
Payout	0,0%	128,7%	64,1%	86,9%	81,9%	68,5%	59,2%
Dividend yield	0,0%	17,8%	3,0%	24,7%	3,0%	3,0%	3,0%
Ratios d'endettement	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
<b>Gearing (%)</b>	<b>-47,2%</b>	<b>-77,8%</b>	<b>-58,3%</b>	<b>-38,1%</b>	<b>-22,5%</b>	<b>-33,9%</b>	<b>-43,5%</b>
Dettes nettes/EBE	-2,4	-3,6	-1,9	-1,1	-0,7	-1,1	-1,5
EBE/charges financières	52,2	2,5	-12,3	6,5	6,4	7,0	7,6
Valorisation	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Nombre d'actions (en millions)	9,5	9,5	9,5	9,5	9,5	9,5	9,5
Nombre d'actions moyen (en millions)	9,5	9,5	9,5	9,5	9,5	9,5	9,5
Cours (moyenne annuelle en euros)	31,5	40,5	40,5	40,5	40,5	40,5	40,5
(1) Capitalisation boursière moyenne	297,4	386,6	386,6	386,6	386,6	386,6	386,6
(2) Dette nette (+)/trésorerie nette (-)	-70,8	-105,8	-55,0	-38,7	-23,4	-41,0	-61,1
(3) Valeur des minoritaires	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
(4) Valeur des actifs financiers	1,1	1,7	3,2	4,6	4,6	4,6	4,6
Valeur d'entreprise = (1)+(2)+(3)-(4)	225,5	279,0	328,4	343,3	358,3	340,9	318,7
<b>PER</b>	<b>23,1</b>	<b>7,3</b>	<b>21,9</b>	<b>3,5</b>	<b>27,6</b>	<b>23,1</b>	<b>20,0</b>
VE / EBE	7,7	9,5	11,2	9,8	9,9	8,3	7,2
<b>VE / ROC</b>	<b>11,0</b>	<b>13,5</b>	<b>14,5</b>	<b>12,6</b>	<b>12,4</b>	<b>10,1</b>	<b>8,6</b>
VE / CA	1,1	1,3	1,5	1,3	1,2	1,0	0,9
P/B	2,0	2,8	4,1	3,8	3,7	3,2	2,8
Données par action (€)	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
<b>Bnpa</b>	<b>1,3</b>	<b>5,6</b>	<b>1,8</b>	<b>11,5</b>	<b>1,5</b>	<b>1,8</b>	<b>2,0</b>
Book value/action	15,7	14,2	9,9	10,6	10,9	12,7	14,7
Dividende /action	0,00	7,20	1,20	10,00	1,20	1,20	1,20

## Analyste

Sid Bachir

01 44 70 20 76

sbachir@elcorp.com



**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 depuis 12 mois:**

**Achat**: depuis le 06/06/2022

**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	Non	Non	Oui

**« Disclaimer / Avertissement »**

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