

Capitalisation (M€)	315,0	Ticker	SWP.PA / SWP.FP	Services informatiques
Objectif de cours	46,0€ (vs 53,0€)	Nb de titres (en millions)	9 544 965,0	Flash valeur
Cours au 12/03/2025	33,0 €	Volume moyen 12m (titres)	6 811	13/03/2025
Potentiel	39,4%	Extrêmes 12m (€)	29,85€/39,15€	

## Toujours très solide

### À retenir

- Le chiffre d'affaires 2024 s'établit à 323 M€ (+15,9% en organique vs 2023)
- La marge d'EBITDA reste stable à 12,0%
- Le résultat net atteint 24,1 M€ soit 7,5% du chiffre d'affaires

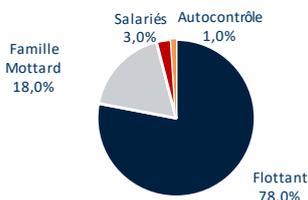
#### Données financières (en M€)

au 31/12	2023	2024e	2025e	2026e
CA	288,1	323,0	370,4	419,4
var %	5,8%	12,1%	14,7%	13,2%
EBE	34,9	38,8	44,8	51,6
% CA	12,1%	12,0%	12,1%	12,3%
ROC	27,2	32,6	36,6	42,3
% CA	9,5%	10,1%	9,9%	10,1%
RN	22,8	23,8	26,6	31,9
% CA	7,9%	7,4%	7,2%	7,6%
Bnpa (€)	2,4	2,5	2,8	3,4
ROCE (%)	37,7%	40,7%	39,2%	40,5%
ROE (%)	21,9%	24,9%	25,1%	26,2%
Gearing (%)	15,3%	16,6%	14,2%	5,9%
Dettes nettes ex IFRS 16	3,8	5,5	4,7	-3,3
Dividende n (€)	1,7	1,7	1,7	1,7
Yield (%)	4,2%	4,8%	5,2%	5,2%

#### Multiples de valorisation

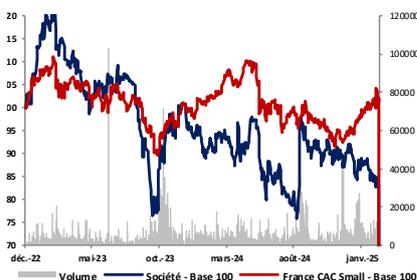
	2023	2024e	2025e	2026e
VE/CA (x)	1,4	1,1	0,9	0,8
VE/EBE (x)	11,6	9,2	7,4	6,3
VE/ROC (x)	14,9	10,9	9,0	7,6
P/E (x)	17,0	14,2	11,8	9,8

#### Actionnariat



#### Performances boursières

	Ytd	1m	3m	12m
Performances (%)	-7,6%	-5,0%	-6,0%	-10,8%



#### Publication des résultats annuels 2024

Après avoir publié son chiffre d'affaires et son EBITDA en janvier dernier, Sword Group a dévoilé hier ses résultats annuels. Pour rappel, le CA 2024 s'est établi à 323,0 M€ en croissance de +12,1% (+15,9% en organique). Dans le même temps, l'EBITDA du groupe a atteint 38,8 M€ traduisant une marge d'EBITDA de 12,0%, en ligne avec les attentes du management. Le ROC est quant à lui ressorti à 32,6 M€ (10,1% du CA 2024) surpassant ainsi notre prévision (31,3 M€). Enfin, le résultat net a progressé de +4,3% à 24,1 M€ (7,5% de marge nette).

L'exercice a été marqué par une très bonne dynamique commerciale, avec des taux de croissance organiques à deux chiffres sur l'ensemble des verticales géographiques de la société (BeNeLux : +12,7% ; Suisse | Canada : +17,0% ; UK | US : +18,4% ; Offshore | Moyen Orient +19,1%).

#### Un bilan toujours solide

En marge de la publication de ses résultats, Sword a également dévoilé son bilan. Ce dernier reste très solide avec une position de trésorerie nette de 17,8 M€ (hors dettes IFRS 16 et en incluant l'autocontrôle). Le groupe dispose ainsi de ressources suffisantes pour financer de futures acquisitions ou investir dans l'approfondissement de ses expertises dans des domaines en plein essor à l'image de l'IA ou la cybersécurité. À l'issue des neuf premiers mois de l'année, la trésorerie nette du groupe s'établissait à -2,2 M€ (dette nette positive), principalement en raison d'une variation significative du BFR, liée à la croissance de l'activité et à des décalages de facturation sur certains projets.

Conformément aux attentes du management, ces effets négatifs se sont résorbés au quatrième trimestre, permettant au groupe d'améliorer sa position de trésorerie nette de près de 20 M€, atteignant 17,8 M€ au 31 décembre 2024.

Sur l'ensemble de l'exercice, le groupe a généré 23,2 M€ de flux de trésorerie opérationnels (+5,5% par rapport à 2023), dont 19,1 M€ de free cash-flow (hors opérations de M&A).



## Perspectives

Comme nous l'avons constaté lors de la dernière publication, l'horizon est dégagé pour Sword. Avec un backlog de 631,8 M€ (+78,4 M€ par rapport à la fin du Q3 2024), le groupe dispose d'une excellente visibilité sur son activité et semble bien orienté pour entamer 2025 dans les meilleures dispositions. Dans ce contexte, nous laissons inchangé nos prévisions de CA 2025e (370,4 M€ soit une croissance de +14,7% en 2025e) et d'EBITDA 2025e (44,8 M€, soit 12,1% des revenus).

## Recommandation

Après mise à jour de notre modèle de valorisation (DCF + comparables) notre objectif de cours ressort à 46,0€ contre 53,00 € auparavant (40% d'upside). Notre recommandation reste à l'Achat.



## Présentation de la société

Créé en 2000 par Jacques Mottard, Sword Group est une entreprise spécialisée dans la valorisation de données. Forte 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 structurées. 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.

## Argumentaire d'investissement

**Un business model 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 centres 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.

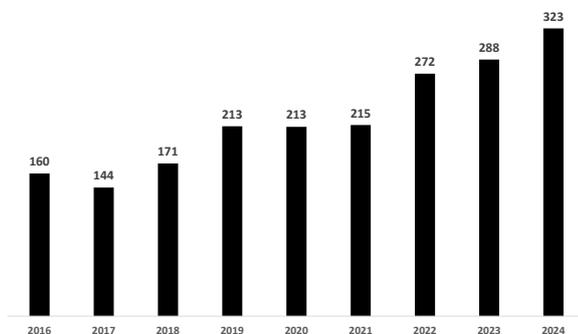
**Une forte visibilité sur l'activité.** Sword Group dispose d'un backlog de 631,8 M€ lui permettant d'avoir une excellente visibilité sur l'exercice à venir. La société a par ailleurs rempli sa guidance de chiffre d'affaires pour 2024 qui visait 323 M€ (vs 316M€).

**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...).

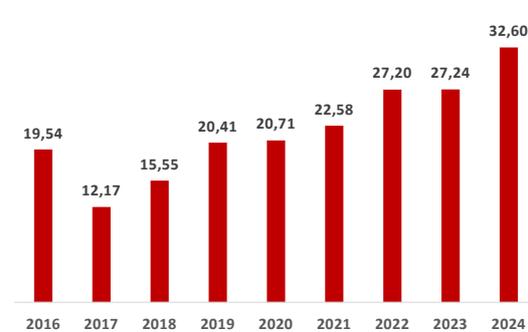
## Multiples de valorisation des comparables

Société	EV/sales			EV/EBITDA			EV/EBIT			P/E		
	2024e	2025e	2026e	2024e	2025e	2026e	2024e	2025e	2026e	2024e	2025e	2026e
Assystem SA	1,1x	1,0x	1,0x	12,3x	11,4x	10,5x	18,0x	15,6x	14,1x	34,7x	22,4x	15,8x
Aubay SA	0,9x	0,9x	0,9x	8,9x	8,5x	8,1x	10,3x	9,9x	9,3x	15,4x	14,6x	13,8x
Wavestone SA	1,3x	1,3x	1,2x	9,7x	8,9x	8,0x	10,6x	9,7x	8,7x	16,6x	14,6x	12,9x
Infotel SA	0,6x	0,6x	0,6x	5,7x	5,3x	4,9x	8,5x	7,6x	6,8x	16,4x	15,0x	13,4x
Neurones SA	1,0x	0,9x	0,9x	8,3x	7,7x	7,2x	10,3x	9,4x	8,7x	22,0x	19,5x	18,1x
Capgemini SE	1,2x	1,2x	1,1x	7,5x	7,3x	7,1x	9,0x	8,8x	8,3x	12,2x	12,4x	11,6x
Sopra Steria Group SA	0,6x	0,7x	0,6x	5,0x	5,2x	5,0x	6,7x	6,8x	6,4x	13,1x	11,3x	10,1x
<b>Moyenne</b>	<b>1,0x</b>	<b>0,9x</b>	<b>0,9x</b>	<b>8,2x</b>	<b>7,8x</b>	<b>7,3x</b>	<b>10,5x</b>	<b>9,7x</b>	<b>8,9x</b>	<b>18,6x</b>	<b>15,7x</b>	<b>13,7x</b>
<b>Médiane</b>	<b>1,0x</b>	<b>0,9x</b>	<b>0,9x</b>	<b>8,3x</b>	<b>7,7x</b>	<b>7,2x</b>	<b>10,3x</b>	<b>9,4x</b>	<b>8,7x</b>	<b>16,4x</b>	<b>14,6x</b>	<b>13,4x</b>

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



## Evolution du ROC (M€)



Compte de résultat (M€)	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Chiffre d'affaires	213,2	212,5	214,6	272,3	288,1	323,0	370,4	419,4
Excédent brut d'exploitation	28,6	29,5	29,3	35,1	34,9	38,8	44,8	51,6
<b>Résultat opérationnel courant</b>	<b>20,4</b>	<b>20,7</b>	<b>22,6</b>	<b>27,2</b>	<b>27,2</b>	<b>32,6</b>	<b>36,6</b>	<b>42,3</b>
Résultat opérationnel	19,0	68,8	19,1	117,6	21,8	32,6	36,6	42,3
Résultat financier	-0,6	-11,7	2,4	-5,4	5,0	-5,9	-6,0	-5,8
Impôts	-4,9	-3,7	-3,7	-2,4	-3,6	-2,7	-3,7	-4,4
Mise en équivalence	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0
Part des minoritaires	0,3	0,1	0,2	0,0	0,3	0,3	0,3	0,3
<b>Résultat net part du groupe</b>	<b>13,2</b>	<b>53,3</b>	<b>17,7</b>	<b>109,8</b>	<b>22,8</b>	<b>23,8</b>	<b>26,6</b>	<b>31,9</b>
Bilan (M€)	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Actifs non courants	110,8	82,3	101,1	97,8	94,1	107,8	108,4	108,6
dont goodwill	73,4	52,1	66,5	71,2	69,4	79,5	79,5	79,5
BFR	6,6	7,9	17,3	34,9	29,5	31,8	41,2	49,3
<b>Disponibilités + VMP</b>	<b>71,7</b>	<b>105,8</b>	<b>55,3</b>	<b>57,1</b>	<b>62,6</b>	<b>70,6</b>	<b>67,4</b>	<b>71,4</b>
Capitaux propres	150,0	135,9	94,3	101,5	105,4	97,1	108,0	124,2
Emprunts et dettes financières	34,4	58,3	76,4	85,9	78,7	86,7	82,7	78,7
<b>Total Bilan</b>	<b>257,3</b>	<b>235,3</b>	<b>225,7</b>	<b>244,7</b>	<b>250,5</b>	<b>292,5</b>	<b>296,5</b>	<b>316,5</b>
Tableau de flux (M€)	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Marge brute d'autofinancement	27,1	23,8	26,4	26,7	30,6	31,2	35,1	41,4
Variation de BFR	-3,7	14,9	-5,1	-9,6	-4,9	-2,3	-9,5	-8,1
<b>Flux nets de trésorerie généré par l'activité</b>	<b>23,4</b>	<b>38,7</b>	<b>21,3</b>	<b>17,1</b>	<b>25,6</b>	<b>28,9</b>	<b>25,6</b>	<b>33,3</b>
CAPEX nets	-8,1	-6,6	-10,2	-1,2	-2,9	-8,4	-8,8	-9,4
<b>FCF</b>	<b>15,3</b>	<b>32,1</b>	<b>11,1</b>	<b>15,9</b>	<b>22,8</b>	<b>20,5</b>	<b>16,8</b>	<b>24,0</b>
Augmentation de capital	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Variation emprunts	-30,8	-5,2	-5,8	-16,3	-0,3	-8,0	-4,0	-4,0
Dividendes versés	-11,9	-22,9	-45,8	-95,4	-16,2	-16,0	-16,0	-16,0
<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>-21,2</b>	<b>-24,0</b>	<b>-20,0</b>	<b>-20,0</b>
Variation de trésorerie	-41,0	34,8	-50,8	1,7	5,7	-3,5	-3,2	4,0
Ratios (%)	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Variation chiffre d'affaires	24,4%	-0,3%	1,0%	26,9%	5,8%	12,1%	14,7%	13,2%
Marge EBE	13,4%	13,9%	13,6%	12,9%	12,1%	12,0%	12,1%	12,3%
<b>Marge opérationnelle courante</b>	<b>9,6%</b>	<b>9,7%</b>	<b>10,5%</b>	<b>10,0%</b>	<b>9,5%</b>	<b>10,1%</b>	<b>9,9%</b>	<b>10,1%</b>
Marge opérationnelle	8,9%	32,4%	8,9%	43,2%	7,6%	10,1%	9,9%	10,1%
Marge nette	6,2%	25,1%	8,2%	40,3%	7,9%	7,4%	7,2%	7,6%
CAPEX (% CA)	3,8%	3,1%	4,7%	0,4%	1,0%	2,6%	2,4%	2,2%
BFR (% CA)	3,1%	3,7%	8,0%	12,8%	10,2%	9,8%	11,1%	11,8%
ROCE	11,6%	15,3%	14,3%	15,4%	16,5%	17,5%	18,4%	20,1%
<b>ROCE hors GW</b>	<b>30,9%</b>	<b>36,2%</b>	<b>32,7%</b>	<b>33,2%</b>	<b>37,7%</b>	<b>40,7%</b>	<b>39,2%</b>	<b>40,5%</b>
ROE	9,0%	39,7%	19,0%	108,9%	21,9%	24,9%	25,1%	26,2%
Payout	173,5%	86,0%	540,4%	14,8%	70,8%	0,0%	0,0%	0,0%
Dividend yield	7,6%	15,7%	25,5%	4,2%	4,2%	4,8%	5,2%	5,2%
Ratios d'endettement	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Gearing (%)	-24,8%	-34,9%	22,3%	28,3%	15,3%	16,6%	14,2%	5,9%
Dettes nettes/EBE	-1,3	-1,6	0,7	0,8	0,5	0,4	0,3	0,1
EBE/charges financières	51,0	2,5	12,3	6,5	6,9	6,6	7,4	9,0
Valorisation	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Nombre d'actions (en millions)	9,5	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	9,5
Cours (moyenne annuelle en euros)	31,5	30,5	39,3	40,8	40,9	35,6	33,0	33,0
(1) Capitalisation boursière moyenne	300,3	291,1	374,5	388,6	388,7	338,9	313,8	313,8
(2) Dette nette (+)/ trésorerie nette (-)	-37,3	-47,5	21,1	28,8	16,1	16,1	15,3	7,4
(3) Valeur des minoritaires	3,0	1,8	1,4	0,7	1,3	1,7	1,9	2,2
(4) Valeur des actifs financiers	-1,1	-3,0	-3,0	-0,3	-0,5	-0,1	-0,1	-0,1
Valeur d'entreprise = (1)+(2)+(3)-(4)	264,9	242,4	394,0	417,9	405,6	356,5	331,0	323,3
<b>VE/CA</b>	<b>1,2</b>	<b>1,1</b>	<b>1,8</b>	<b>1,5</b>	<b>1,4</b>	<b>1,1</b>	<b>0,9</b>	<b>0,8</b>
VE/EBE	9,3	8,2	13,5	11,9	11,6	9,2	7,4	6,3
<b>VE/ROC</b>	<b>13,0</b>	<b>11,7</b>	<b>17,4</b>	<b>15,4</b>	<b>14,9</b>	<b>10,9</b>	<b>9,0</b>	<b>7,6</b>
P/E	22,7	5,5	21,2	3,5	17,0	14,2	11,8	9,8
P/B	2,0	2,1	4,0	3,8	3,7	3,5	2,9	2,5
P/CF	12,9	7,5	17,6	22,7	15,2	11,7	12,3	9,4
<b>FCF yield (%)</b>	<b>5,8%</b>	<b>13,2%</b>	<b>2,8%</b>	<b>3,8%</b>	<b>5,6%</b>	<b>5,7%</b>	<b>5,1%</b>	<b>7,4%</b>
Données par action (€)	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Bnpa	1,4	5,6	1,9	11,5	2,4	2,5	2,8	3,4
<b>Book value/action</b>	<b>15,7</b>	<b>14,2</b>	<b>9,9</b>	<b>10,6</b>	<b>11,1</b>	<b>10,2</b>	<b>11,4</b>	<b>13,1</b>
Dividende /action	2,4	4,8	10,0	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7



**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 26/04/2023

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 <sup>®</sup>
Non	Non	Non	Oui	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

