

Capitalisation (M€)	362,2	Ticker	SWP.PA / SWP:FP	Services informatiques
Objectif de cours	44,2€ (vs 42,7€)	Nb de titres (en millions)	9,5	Flash valeur
Cours au 23/10/2025	38,0 €	Volume moyen 12m (titres)	11 728	24/10/2025
Potentiel	16,4%	Extrêmes 12m (€)	27,80€/39,75€	

Toujours sur des rails

À retenir

- Le CA T3 2025 s'établit à 91,2 M€ (+13,2% YoY en termes organiques)
- La marge d'EBITDA T3 2025 progresse et atteint 12,1% du CA
- Le groupe prévoit une croissance organique à deux chiffres pour 2026

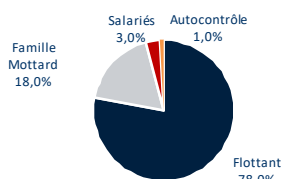
Données financières (en M€)

	2024	2025e	2026e	2027e
CA	323,0	363,1	403,7	448,2
var %	12,1%	12,4%	11,2%	11,0%
EBE	38,8	43,4	48,3	53,6
% CA	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%
ROC	30,7	34,3	39,4	43,7
% CA	9,5%	9,5%	9,8%	9,8%
RN	21,8	20,1	28,4	32,4
% CA	6,8%	5,5%	7,0%	7,2%
Bnpa (€)	2,3	2,1	3,0	3,4
ROCE (%)	37,1%	37,7%	39,3%	40,9%
ROE (%)	22,8%	20,2%	25,4%	25,2%
Gearing (%)	42,9%	42,8%	32,9%	19,8%
Dette nette ex IFRS 16	3,8	31,0	32,8	26,9
Dividende n (€)	2,0	2,0	2,0	2,0
Yield (%)	5,6%	5,3%	5,3%	5,3%

Multiples de valorisation

	2024	2025e	2026e	2027e
VE/CA (x)	1,2	1,1	1,0	0,9
VE/EBE (x)	9,9	9,4	8,3	7,3
VE/ROC (x)	12,5	11,9	10,2	8,9
P/E (x)	15,6	18,0	12,8	11,2

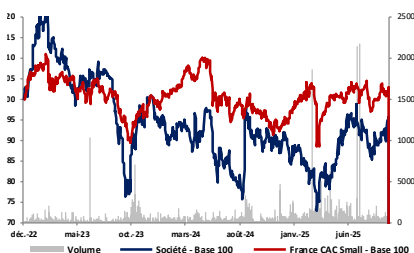
Actionnariat



Performances boursières

Performances (%)	Ytd	1m	3m	12m
------------------	-----	----	----	-----

	5,5%	6,8%	1,5%	2,9%
--	------	------	------	------



Publication du chiffre d'affaires T3 2025

Sword a présenté hier soir son chiffre d'affaires pour le compte du troisième trimestre 2025. Ce dernier est ressorti en croissance de +13,2% à 91,2 M€. Le groupe a également dévoilé une marge d'EBITDA trimestrielle de 12,1% (11 M€), en légère amélioration par rapport au T3 2024 (12,0%). Sur les neuf premiers mois de l'année, le taux de croissance organique s'est établi à +12,0% (267,0 M€) et la marge d'EBITDA s'est également maintenue à 12,0%.

Le UK reste la figure de proue

Au cours du T3, la zone UK I US est restée dynamique avec 29,5 M€ de revenus, soit une croissance organique de +18,6% excluant la contribution de IDelta (0,2 M€). L'EBITDA du segment s'est quant à lui élevé à 13,1% (+40 bps vs EBITDA S1 2025). En considérant les neuf premiers mois de l'année, la croissance organique a atteint +22,2% (82,6 M€ de CA soit 30,9% du CA 9M 2025) et l'EBITDA 12,8%.

La zone Benelux a de son côté enregistré des revenus T3 2025 de 26,4 M€ traduisant une progression organique de +7,1%. Cette performance vient mettre un terme à deux trimestres consécutifs de croissance atone (+1,5% au T1 et +1,6% au T2). La déconsolidation de Tipik dont les revenus et l'EBITDA (tous deux dilutifs) ne sont pas comptabilisés dans le taux de croissance organique du T3 a notamment contribué au redressement du segment. En effet, l'EBITDA Benelux a atteint 9,6%, en nette amélioration par rapport au S1 2025 (pour rappel 9,2% du CA S1 2025). Enfin, sur neuf mois, la zone a enregistré une croissance organique de +3,0% et une marge d'EBITDA de 9,3%.

Le segment Suisse I Canada, a réalisé 29,8 M€ (+11,8% en organique) de CA au troisième trimestre ainsi qu'une marge d'EBITDA de 10,4% (vs 12,8% sur neuf mois).

Enfin, les activités de la zone Middle East sont restées performantes avec une croissance trimestrielle de +17,0% (5,5 M€ de revenus) et une marge d'EBITDA de 27,8% (26,7% 9M 2025).



Une nouvelle acquisition en Espagne

Sword Group a également annoncé l'acquisition de la société espagnole Full On Net, spécialisée en data science, intelligence artificielle et analyse des réseaux sociaux. Fondée en 2001, celle-ci s'est imposée sur les marchés des télécoms et de l'assurance. Cette opération a renforcé la présence de Sword en Europe du Sud et a consolidé ses compétences en technologies de données avancées. L'intégration de Full On Net a permis d'ajouter environ 15 M€ de chiffre d'affaires en 2026, avec une marge d'EBITDA de 11,5 %. L'entreprise est consolidée depuis le 1er juillet 2025 et a commencé à opérer sous la marque Sword.

Cette acquisition vient s'ajouter celle de Bubble Go qui renforcera les activités du groupe en Suisse notamment dans le luxe et dans la banque privée.

D'autre part Sword a également annoncé la classification de la société Tipik (spécialisée dans les communications pour les institutions européennes) comme actif destiné à la vente (déconsolidée à partir du T3 2025).

Perspectives

Fort de cette solide publication trimestrielle, le groupe a également affirmé être dans les temps concernant son plan stratégique prévoyant l'atteinte d'un CA 2028 de 700 M€ (avec notamment une croissance organique moyenne à deux chiffres sur la période). Le management a par la même occasion annoncé une stratégie d'acquisitions plus étoffée pour le prochain exercice. Enfin, le groupe prévoit une croissance organique à deux chiffres en 2026 confirmant une dynamique largement supérieure à celles observées chez les autres ESN françaises.

De notre côté, nous maintenons nos estimations de CA 2025e et d'EBITDA 2025e à respectivement 363,1M€ (+12,4% de croissance) et 43,4 M€ (12,0% de marge d'EBITDA).

Recommandation

Après mise à jour de notre modèle de valorisation (DCF + comparables) notre objectif de cours est légèrement réhaussé à 44,2€ (vs 42,7€) traduisant un potentiel de hausse de +16,4%. Notre recommandation reste recommandation reste à 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.

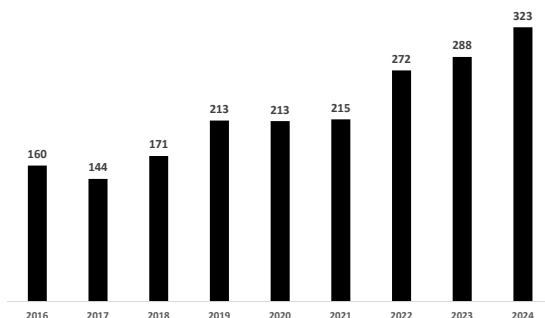
Une forte visibilité sur l'activité. Sword Group dispose d'un backlog de 640,5 M€ lui permettant d'avoir une excellente visibilité sur l'exercice à venir. La société a par ailleurs rempli sa guidance de chiffre d'affaires pour 2024 qui visait 323 M€ (vs 316M€).

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...).

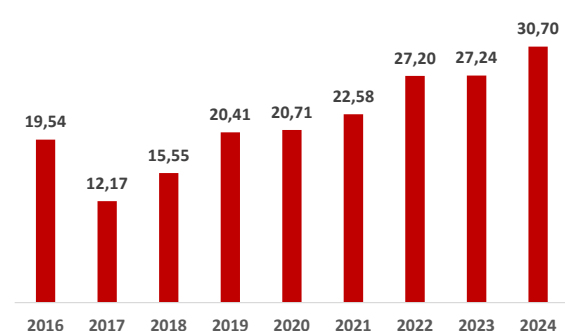
Multiples de valorisation des comparables

Société	Capitalisation (€M)	Dettes nettes	VE	EV/sales			EV/EBITDA			EV/EBIT			P/E		
				2025e	2026e	2027e	2025e	2026e	2027e	2025e	2026e	2027e	2025e	2026e	2027e
Assystem SA	660	54	714	1,1x	1,0x	1,0x	12,1x	11,7x	11,0x	18,1x	15,4x	14,2x	23,8x	15,4x	13,7x
Aubay SA	588	-53	536	0,9x	0,8x	0,8x	9,2x	7,9x	7,3x	10,6x	9,2x	8,4x	16,0x	13,9x	12,6x
Wavestone SA	1 265	-87	1 178	1,2x	1,2x	1,1x	8,7x	8,0x	7,1x	9,6x	8,7x	7,7x	15,7x	14,0x	12,4x
Infotel SA	284	-103	181	0,6x	0,6x	0,6x	5,0x	4,7x	4,4x	7,2x	6,5x	6,0x	17,7x	14,0x	12,9x
Neurones SA	968	-339	629	0,7x	0,7x	0,7x	7,4x	6,4x	5,5x	9,2x	7,8x	6,6x	20,0x	17,1x	14,6x
Capgemini SE	21 675	2 358	24 033	1,1x	1,1x	1,0x	6,8x	6,7x	6,4x	8,2x	7,8x	7,4x	11,4x	10,7x	10,0x
Sopra Steria Group SA	2 846	419	3 265	0,6x	0,6x	0,5x	4,5x	4,4x	4,2x	6,0x	5,8x	5,8x	10,0x	9,0x	8,3x
Moyenne	4 041,0	321,2	4 362,2	0,9x	0,8x	0,8x	7,7x	7,1x	6,6x	9,9x	8,7x	8,0x	16,4x	13,4x	12,1x
Médiane	968,3	-52,9	713,6	0,9x	0,8x	0,8x	7,4x	6,7x	6,4x	9,2x	7,8x	7,4x	16,0x	14,0x	12,6x

Evolution du chiffre d'affaires (M€)



Evolution du ROC (M€)



Compte de résultat (M€)	2020	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Chiffre d'affaires	212,5	214,6	272,3	288,1	323,0	363,1	403,7	448,2
Excédent brut d'exploitation	29,5	29,3	35,1	34,9	38,8	43,4	48,3	53,6
Résultat opérationnel courant	20,7	22,6	27,2	27,2	30,7	34,3	39,4	43,7
Résultat opérationnel	68,8	19,1	117,6	21,8	25,2	29,3	39,4	43,7
Résultat financier	-11,7	2,4	-5,4	5,0	2,1	-3,8	-6,8	-6,6
Impôts	-3,7	-3,7	-2,4	-3,6	-5,1	-5,1	-3,9	-4,5
Mise en équivalence	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Part des minoritaires	0,1	0,2	0,0	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
Résultat net part du groupe	53,3	17,7	109,8	22,8	21,8	20,1	28,4	32,4
Bilan (M€)	2020	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Actifs non courants	82,3	101,1	97,8	94,1	107,8	106,4	105,2	101,4
dont goodwill	52,1	66,5	71,2	69,4	79,5	79,5	79,5	79,5
BFR	7,9	17,3	34,9	29,5	33,9	41,5	49,5	58,4
Disponibilités + VMP	105,8	55,3	57,1	62,6	70,6	73,9	75,7	83,3
Capitaux propres	135,9	94,3	101,5	105,4	97,1	101,6	114,3	131,0
Emprunts et dettes financières	58,3	76,4	85,9	78,7	112,3	117,3	113,3	109,3
Total Bilan	235,3	225,7	244,7	250,5	292,5	308,6	323,6	343,1
Tableau de flux (M€)	2020	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Marge brute d'autofinancement	23,8	26,4	26,7	30,6	34,1	29,5	37,6	42,6
Variation de BFR	14,9	-5,1	-9,6	-4,9	-5,7	-7,6	-8,0	-8,9
Flux nets de trésorerie générés par l'activité	38,7	21,3	17,1	25,6	28,4	21,9	29,6	33,6
CAPEX nets	-6,6	-10,2	-1,2	-2,9	-4,1	-7,7	-7,7	-6,0
FCF	32,1	11,1	15,9	22,8	24,2	14,2	21,9	27,6
Augmentation de capital	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Variation emprunts	-5,2	-5,8	-16,3	-0,3	7,2	5,0	-4,0	-4,0
Dividendes versés	-22,9	-45,8	-95,4	-16,2	-16,0	-16,0	-16,0	-16,0
Flux nets de trésorerie liés au financement	-50,3	-51,2	-111,3	-21,2	-4,7	-11,0	-20,0	-20,0
Variation de trésorerie	34,8	-50,8	1,7	5,7	7,5	3,2	1,9	7,6
Ratios (%)	2020	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Variation chiffre d'affaires	-0,3%	1,0%	26,9%	5,8%	12,1%	12,4%	11,2%	11,0%
Marge EBE	13,9%	13,6%	12,9%	12,1%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%
Marge opérationnelle courante	9,7%	10,5%	10,0%	9,5%	9,5%	9,5%	9,8%	9,8%
Marge opérationnelle	32,4%	8,9%	43,2%	7,6%	7,8%	8,1%	9,8%	9,8%
Marge nette	25,1%	8,2%	40,3%	7,9%	6,8%	5,5%	7,0%	7,2%
CAPEX (% CA)	3,1%	4,7%	0,4%	1,0%	1,3%	2,1%	1,9%	1,3%
BFR (% CA)	3,7%	8,0%	12,8%	10,2%	10,5%	11,4%	12,3%	13,0%
ROCE	15,3%	14,3%	15,4%	16,5%	16,3%	17,4%	19,1%	20,5%
ROCE hors GW	36,2%	32,7%	33,2%	37,7%	37,1%	37,7%	39,3%	40,9%
ROE	39,7%	19,0%	108,9%	21,9%	22,8%	20,2%	25,4%	25,2%
Payout	86,0%	540,4%	14,8%	70,8%	87,5%	0,0%	0,0%	0,0%
Dividend yield	15,7%	25,5%	4,2%	4,2%	5,6%	5,3%	5,3%	5,3%
Ratios d'endettement	2020	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Gearing (%)	-34,9%	22,3%	28,3%	15,3%	42,9%	42,8%	32,9%	19,8%
Dettes nette/EBE	-1,6	0,7	0,8	0,5	1,1	1,0	0,8	0,5
EBE/charges financières	2,5	12,3	6,5	6,9	18,8	11,5	7,1	8,2
Valorisation	2020	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
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)	30,5	39,3	40,8	40,9	35,6	38,0	38,0	38,0
(1) Capitalisation boursière moyenne	291,1	374,5	388,6	388,7	340,1	362,2	362,2	362,2
(2) Dette nette (+)/trésorerie nette (-)	-47,5	21,1	28,8	16,1	41,7	43,4	37,6	26,0
(3) Valeur des minoritaires	1,8	1,4	0,7	1,3	1,7	2,0	2,3	2,6
(4) Valeur des actifs financiers	-3,0	-3,0	-0,3	-0,5	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
Valeur d'entreprise = (1)+(2)+(3)-(4)	242,4	394,0	417,9	405,6	383,3	407,5	402,0	390,7
VE/CA	1,1	1,8	1,5	1,4	1,2	1,1	1,0	0,9
VE/EBE	8,2	13,5	11,9	11,6	9,9	9,4	8,3	7,3
VE/ROC	11,7	17,4	15,4	14,9	12,5	11,9	10,2	8,9
P/E	5,5	21,2	3,5	17,0	15,6	18,0	12,8	11,2
P/B	2,1	4,0	3,8	3,7	3,5	3,6	3,2	2,8
P/CF	7,5	17,6	22,7	15,2	12,0	16,5	12,2	10,8
FCF yield (%)	13,2%	2,8%	3,8%	5,6%	6,3%	3,5%	5,4%	7,1%
Données par action (€)	2020	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Bnpa	5,6	1,9	11,5	2,4	2,3	2,1	3,0	3,4
Book value/action	14,2	9,9	10,6	11,1	10,2	10,6	12,0	13,7
Dividende /action	4,8	10,0	1,7	1,7	2,0	2,0	2,0	2,0



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 : 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 [®]
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



Raphaël Génin - Analyste - 01 44 70 20 70 - rgenin@elcorp.com

