

Capitalisation (M€)	298,3	Ticker	SWP.PA / SWP.FP	Services informatiques
Objectif de cours	45,0€	Nb de titres (en millions)	9,5	Flash valeur
Cours au 12/03/2026	31,3 €	Volume moyen 12m (titres)	12 191	13/03/2026
Potentiel	44,0%	Extrêmes 12m (€)	27,80€/39,75€	

L'exécution est toujours excellente

À retenir

- Les revenus 2025 s'établissent à 357,7 M€ en hausse organique de +12,3%
- L'objectif de marge d'EBITDA est atteint : 12,0%
- Le groupe attend 12% de croissance organique et 12% de marge d'EBITDA pour 2026

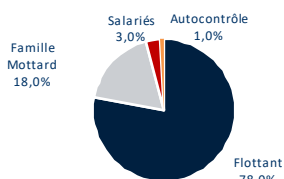
Données financières (en M€)

	2024	2025e	2026e	2027e
CA	323,0	357,7	391,5	437,8
var %	12,1%	10,7%	9,5%	11,8%
EBE	38,8	42,9	47,2	52,4
% CA	12,0%	12,0%	12,1%	12,0%
ROC	30,7	35,4	38,6	42,7
% CA	9,5%	9,9%	9,9%	9,8%
RN	21,8	22,2	28,6	32,5
% CA	6,8%	6,2%	7,3%	7,4%
Bnpa (€)	2,3	2,3	3,0	3,4
ROCE (%)	37,1%	34,1%	31,8%	33,2%
ROE (%)	22,8%	29,8%	32,8%	31,3%
Gearing (%)	42,9%	52,6%	45,3%	27,4%
Dette nette ex IFRS 16	31,0	28,2	28,5	17,1
Dividende n (€)	2,0	2,0	2,0	2,0
Yield (%)	5,6%	5,7%	6,4%	6,4%

Multiples de valorisation

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

Actionnariat



Performances boursières



Publication des résultats 2025

Sword Group a dévoilé mercredi soir ses résultats pour le compte de l'exercice 2025. Pour rappel, la société avait déjà publié en janvier dernier un chiffre d'affaires de 357,7 M€ (+12,3% de croissance organique) et une marge d'EBITDA 2025 de 12,0%, atteignant au passage ses objectifs annuels en termes de croissance et de rentabilité. Dans le même temps, l'EBIT 2025 du groupe s'est élevé à 35,4 M€ traduisant une MOC de 9,9% ainsi qu'un RN 2025 de 22,5 M€ supérieur à nos estimations (prévision EuroLand : RN 2025e : 19,7 M€).

Retour sur les performances par segment

La ventilation régionale a confirmé une dynamique à deux vitesses au sein du groupe. Les zones UK/US et Offshore se sont imposées comme les principaux relais de croissance, avec des revenus T4 respectifs de 32,2 M€ (+21,3% organique YoY, marge EBITDA de 14,8%) et 6,0 M€ (+18,0% YoY, marge EBITDA de 25,5%), des performances qui se sont inscrites dans la continuité d'une année 2025 solide (+20,6% et +15,7% en organique sur l'exercice), portée par la montée en puissance des offres data, cybersécurité et transformation digitale. À l'inverse, la Suisse/Canada a affiché une progression plus contenue (+1,1% au T4), tandis que le Benelux et la Grèce ont ressorti à +10,5%, bénéficiant notamment de l'effet périmètre lié à la cession de Tipik.

Cette opération, combinée aux acquisitions 2025 (Bubble Go, Full On Net, Idelta), a conduit à un chiffre d'affaires groupe (pro forma retraité) de 347,8 M€ contre 357,7 M€ en données publiées. Au-delà de la dynamique des revenus, c'est la progression du backlog qui a retenu l'attention : celui-ci s'est établi à 704,5 M€ au 31 décembre 2025, en hausse séquentielle de près de +10,0% par rapport aux 640,5 M€ enregistrés fin septembre, et a représenté 21,7 mois d'activité sur la base du budget 2026, soit un plus haut historique pour le groupe. Les prises de commandes du seul T4 ont atteint environ 154 M€, traduisant une fin d'exercice commercialement très dynamique, notamment au Royaume-Uni, au Benelux et en Espagne.



Un bilan solide

Comme évoqué dans notre flash du 23 janvier dernier, Sword a maintenu une structure financière solide. La dette nette (hors IFRS 16) a reculé à 28,2 M€ au 31 décembre 2025, contre 42,0 M€ à fin septembre, et ce malgré 41,6 M€ de dépenses non récurrentes engagées sur la période (21,4 M€ de share deals et 20,2 M€ d'acquisitions). Cette évolution confirme la capacité du groupe à financer sa politique de croissance externe tout en générant des flux de trésorerie opérationnels positifs.

Perspectives

Fort d'un backlog à un niveau historiquement élevé, d'une exposition à des thématiques portantes (IA, cybersécurité, énergie) et de leviers de croissance additionnels tels que son entrée en Espagne et sa participation au consortium d'Atos dans le cadre du contrat FREIA, Sword a réitéré ses objectifs 2026, visant une croissance organique de +12,0% assortie d'une marge d'EBITDA de 12,0%. Des ambitions que nous confirmons et précisons à la lumière des éléments de guidance communiqués par segment :

Au Royaume-Uni, le groupe anticipe une croissance supérieure à +17,0% avec une marge d'EBITDA supérieure à 12,5%, portée par des campagnes technologiques structurantes dans le secteur de l'énergie et des utilities, notamment auprès d'acteurs du gaz et de l'électricité tels que SSE, avec des initiatives autour de la conformité réglementaire via Splunk, le développement des NOC et la conquête du segment National Gas.

Au Benelux, une croissance d'environ +10,0% est attendue, soutenue par un pipeline d'opportunités étoffé et par l'effet relatif de la cession de Tipik sur les marges, le groupe ciblant une marge d'EBITDA de 10,0% sur ce segment.

En Suisse/Canada, la croissance sera plus modérée (+6,7%, marge EBITDA de 10,7%), mais portée par une demande croissante pour des plateformes de données et d'IA souveraines et sécurisées.

L'Espagne, nouvelle division issue de l'acquisition de Full On Net, vise 20,0 M€ de revenus (+13,0%) avec une marge d'EBITDA de 13,8%, la croissance reposant sur le renforcement commercial, la vente croisée de nouvelles capacités auprès des clients existants et le développement de partenariats autour du Cloud souverain européen pour le secteur public.

Enfin, la zone Moyen-Orient/Inde devrait progresser de +10,0% avec une marge d'EBITDA de 21,0%, tirée par l'offre d'IA agentique, le lancement d'une nouvelle offre de services SAP, l'ouverture d'une entité à Abu Dhabi et le déploiement d'équipes augmentées par l'IA.

Au cours de la réunion SFAF organisée hier matin, la direction a également précisé sa feuille de route, orientée vers des projets à fort ROI, le renforcement des engagements au forfait et un investissement accru dans l'IA, tout en maintenant une approche sélective en matière de croissance externe. La société a proposé le versement d'un dividende de 2€ au titre de l'exercice 2025 (soit 6,4% de rendement par rapport au cours d'hier soir).

Dans ce contexte, nous réitérons nos prévisions tout en les précisant : nous anticipons un chiffre d'affaires 2026e de 391,5 M€, soit une croissance de +9,5% par rapport au consolidé 2025, ou +12,6% sur une base pro forma de 347,8 M€, et un EBITDA de 47,2 M€ reflétant une marge de 12,1%.

Recommandation

Nous réitérons notre recommandation à Achat et notre objectif de cours à 45,0€ traduisant un upside de +44,0% par rapport au cours de clôture du 12/03/2026.



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.

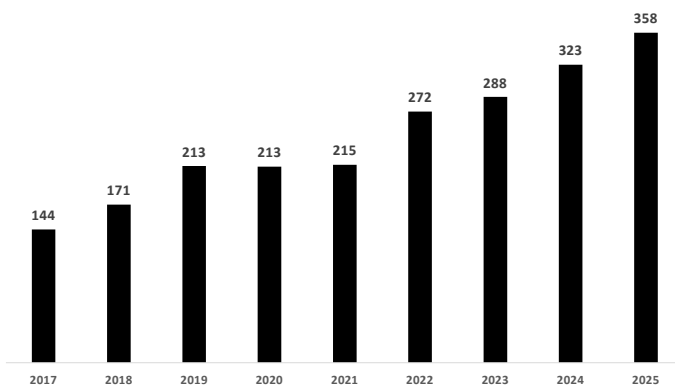
Une forte visibilité sur l'activité. Sword Group dispose d'un backlog de 704,5 M€ lui permettant d'avoir une excellente visibilité sur l'exercice à venir.

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...).

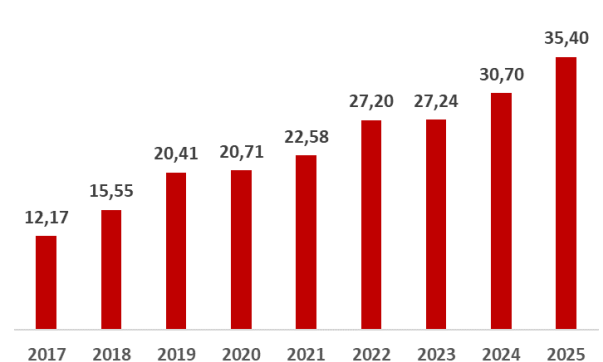
Multiples de valorisation des comparables

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	667	64	732	1,1x	1,1x	1,0x	12,3x	11,8x	11,4x	16,3x	15,5x	14,7x	92,4x	15,9x	14,5x
Aubay SA	552	-50	501	0,8x	0,7x	0,7x	8,2x	7,1x	6,5x	9,5x	8,1x	7,4x	14,3x	12,2x	11,1x
Wavestone SA	1 229	-80	1 149	1,2x	1,2x	1,1x	8,5x	7,8x	7,0x	9,3x	8,5x	7,6x	15,0x	13,4x	11,8x
Infotel SA	258	-104	154	0,5x	0,5x	0,5x	4,3x	4,0x	3,8x	6,3x	5,7x	5,3x	16,3x	13,0x	12,0x
Neurones SA	881	-372	509	0,6x	0,6x	0,5x	5,5x	5,1x	4,5x	6,7x	6,2x	5,3x	16,6x	15,4x	13,2x
Capgemini SE	18 293	4 451	22 744	1,0x	1,0x	0,9x	6,3x	6,0x	5,7x	7,6x	7,0x	6,6x	8,3x	9,0x	8,3x
Sopra Steria Group SA	2 622	271	2 893	0,5x	0,5x	0,5x	4,1x	4,0x	3,8x	5,4x	5,2x	5,1x	8,6x	8,7x	7,8x
Moyenne	3 500,2	597,0	4 097,2	0,8x	0,8x	0,8x	7,0x	6,6x	6,1x	8,7x	8,0x	7,4x	24,5x	12,5x	11,2x
Médiane	880,7	-50,4	731,6	0,8x	0,7x	0,7x	6,3x	6,0x	5,7x	7,6x	7,0x	6,6x	15,0x	13,0x	11,8x

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	357,7	391,5	437,8
Excédent brut d'exploitation	29,5	29,3	35,1	34,9	38,8	42,9	47,2	52,4
Résultat opérationnel courant	20,7	22,6	27,2	27,2	30,7	35,4	38,6	42,7
Résultat opérationnel	68,8	19,1	117,6	21,8	25,2	30,4	38,6	42,7
Résultat financier	-11,7	2,4	-5,4	5,0	2,1	-3,2	-5,7	-5,5
Impôts	-3,7	-3,7	-2,4	-3,6	-5,1	-4,2	-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	22,2	28,6	32,5
Bilan (M€)	2020	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Actifs non courants	82,3	101,1	97,8	94,1	107,8	126,6	125,5	121,7
dont goodwill	52,1	66,5	71,2	69,4	79,5	82,0	82,0	82,0
BFR	7,9	17,3	34,9	29,5	33,9	33,1	47,6	56,7
Disponibilités + VMP	105,8	55,3	57,1	62,6	70,6	59,1	54,7	62,2
Capitaux propres	135,9	94,3	101,5	105,4	97,1	76,5	89,4	106,2
Emprunts et dettes financières	58,3	76,4	85,9	78,7	112,3	99,3	95,3	91,3
Total Bilan	235,3	225,7	244,7	250,5	292,5	304,1	318,6	338,7
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	31,4	37,6	42,4
Variation de BFR	14,9	-5,1	-9,6	-4,9	-5,7	0,8	-14,5	-9,1
Flux nets de trésorerie généré par l'activité	38,7	21,3	17,1	25,6	28,4	32,2	23,1	33,3
CAPEX nets	-6,6	-10,2	-1,2	-2,9	-4,1	-7,6	-7,5	-5,9
FCF	32,1	11,1	15,9	22,8	24,2	24,6	15,6	27,4
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	-11,5	-4,4	7,4
Ratios (%)	2020	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Variation chiffre d'affaires	-0,3%	1,0%	26,9%	5,8%	12,1%	10,7%	9,5%	11,8%
Marge EBE	13,9%	13,6%	12,9%	12,1%	12,0%	12,0%	12,1%	12,0%
Marge opérationnelle courante	9,7%	10,5%	10,0%	9,5%	9,5%	9,9%	9,9%	9,8%
Marge opérationnelle	32,4%	8,9%	43,2%	7,6%	7,8%	8,5%	9,9%	9,8%
Marge nette	25,1%	8,2%	40,3%	7,9%	6,8%	6,2%	7,3%	7,4%
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%	9,3%	12,2%	12,9%
ROCE	15,3%	14,3%	15,4%	16,5%	16,3%	16,6%	16,7%	18,0%
ROCE hors GW	36,2%	32,7%	33,2%	37,7%	37,1%	34,2%	31,8%	33,2%
ROE	39,7%	19,0%	108,9%	21,9%	22,8%	29,8%	32,8%	31,3%
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%	5,7%	6,4%	6,4%
Ratios d'endettement	2020	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Gearing (%)	-34,9%	22,3%	28,3%	15,3%	42,9%	52,5%	45,3%	27,4%
Dettes nettes/EBE	-1,6	0,7	0,8	0,5	1,1	0,9	0,9	0,6
EBE/charges financières	2,5	12,3	6,5	6,9	18,8	13,2	8,2	9,5
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	34,9	31,3	31,3
(1) Capitalisation boursière moyenne	291,1	374,5	388,6	388,7	340,1	333,3	298,3	298,3
(2) Dette nette (+)/trésorerie nette (-)	-47,5	21,1	28,8	16,1	41,7	40,1	40,5	29,1
(3) Valeur des minoritaires	1,8	1,4	0,7	1,3	1,7	1,9	2,2	2,5
(4) Valeur des actifs financiers	-3,0	-3,0	-0,3	-0,5	-0,1	-0,4	-0,4	-0,4
Valeur d'entreprise = (1)+(2)+(3)-(4)	242,4	394,0	417,9	405,6	383,3	374,9	340,6	329,5
VE/CA	1,1	1,8	1,5	1,4	1,2	1,0	0,9	0,8
VE/EBE	8,2	13,5	11,9	11,6	9,9	8,7	7,2	6,3
VE/ROC	11,7	17,4	15,4	14,9	12,5	10,6	8,8	7,7
P/E	5,5	21,2	3,5	17,0	15,6	15,0	10,4	9,2
P/B	2,1	4,0	3,8	3,7	3,5	4,4	3,3	2,8
P/CF	7,5	17,6	22,7	15,2	12,0	10,3	12,9	8,9
FCF yield (%)	13,2%	2,8%	3,8%	5,6%	6,3%	6,6%	4,6%	8,3%
Données par action (€)	2020	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Bnpa	5,6	1,9	11,5	2,4	2,3	2,3	3,0	3,4
Book value/action	14,2	9,9	10,6	11,1	10,2	8,0	9,4	11,1
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

