

Capitalisation (M€)	275,8	Ticker	SWP.PA / SWP.FP	Services informatiques
Objectif de cours	45,0€	Nb de titres (en millions)	9,5	Flash valeur
Cours au 10/09/2026	28,9 €	Volume moyen 12m (titres)	13 824	11/09/2026
Potentiel	55,7%	Extrêmes 12m (€)	28,35€/39,70€	

Bien orienté pour poursuivre sa trajectoire

À retenir

- Les revenus du premier semestre 2026 progressent de +12,6% en organique à 188 M€
- Le ROC S1 2026 est en hausse de +3,2% à 17,2 M€ (9,2% du CA S1 2026)
- Le RN S1 2026 atteint 11,2 M€, en croissance de +26,9% vs RN S1 2025

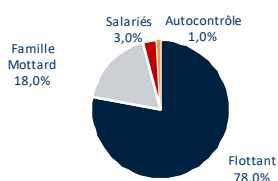
Données financières (en M€)

au 31/12	2025	2026e	2027e	2028e
CA	357,7	391,5	438,5	491,5
var %	10,8%	9,4%	12,0%	12,1%
EBE	42,9	47,2	52,4	59,1
% CA	12,0%	12,1%	12,0%	12,0%
ROC	32,2	38,6	42,8	48,3
% CA	9,0%	9,9%	9,8%	9,8%
RN	19,0	27,3	32,6	39,0
% CA	5,3%	7,0%	7,4%	7,9%
Bnpa (€)	2,0	2,9	3,4	4,1
ROCE (%)	30,4%	32,4%	33,8%	36,0%
ROE (%)	25,5%	31,8%	31,8%	31,1%
Gearing (%)	106,5%	91,0%	65,6%	40,2%
Dette nette ex IFRS 16	31,0	69,4	68,0	56,7
Dividende n (€)	2,0	2,0	2,0	2,0
Yield (%)	5,7%	6,9%	6,9%	6,9%

Multiples de valorisation

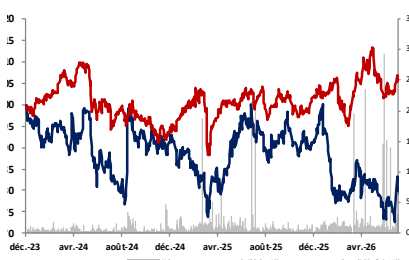
	2025	2026e	2027e	2028e
VE/CA (x)	1,2	0,9	0,8	0,7
VE/EBE (x)	9,7	7,6	6,6	5,6
VE/ROC (x)	12,9	9,3	8,1	6,8
P/E (x)	17,5	10,1	8,5	7,1

Actionnariat



Performances boursières

Performances (%)	Ytd	1m	3m	12m
	-19,4%	-8,8%	-9,2%	-16,1%



Publication du RS S1 2026

Sword Group a publié hier ses résultats pour le compte du premier semestre 2026. En juillet, la société avait déjà dévoilé un chiffre d'affaires de 187,6 M€, en croissance organique de +12,6% ainsi qu'une marge d'EBITDA de 12,0%, en ligne avec sa guidance. Au S1 2026, Sword Group a également enregistré un EBIT de 17,2 M€ (+3,2% YoY) traduisant une marge de 9,2%, en baisse de -30bps vs EBIT S1 2025. En bas de P&L, le résultat net a connu une progression significative de +26,9% à 11,2 M€

Une activité toujours bien orientée

Pour rappel, la croissance du premier semestre a été tirée par le pôle Royaume-Uni–États-Unis (+15,6% en organique à 61,3 M€, marge d'EBITDA de 11,3 %) et par le Benelux–Grèce–institutions européennes (+14,7% à 45,3 M€, marge de 10,5 %), tandis que la zone Suisse–Canada progressait plus modérément (+7,2% à 61,0 M€, marge de 10,4 %).

Les centres offshore et le Moyen-Orient se sont distingués par la meilleure performance du Groupe (+17,8% de croissance, 27,5% de marge), l'Espagne contribuant pour 8,7 M€ (marge de 15,8%) à la faveur de l'intégration de Full On Net, acquise au S2 2025.

La dynamique s'est légèrement accélérée au deuxième trimestre (+13,7% en organique, marge d'EBITDA maintenue à 12,0%), portée par un net rebond de la zone Suisse–Canada (+11,7%) et la bonne tenue du Royaume-Uni–États-Unis (+14,4%).

Cette progression s'est appuyée sur l'élargissement de l'offre (conseil, applications, plateformes, infrastructures) et le renforcement des compétences en IA, Cloud et Résilience, avec l'acquisition de CirrusHQ dans le cloud hybride et la finalisation de Pathfinder, offre complète d'accompagnement à la transformation par l'IA. Le carnet de commandes a ainsi progressé de 6,8% depuis fin 2025, à 752,4 M€, soit 23,2 mois d'activité, notamment grâce aux contrats remportés au Benelux.



Rentabilité opérationnelle préservée, Résultat net en hausse

En dessous de l'EBITDA, l'EBIT S1 2026 est ressorti à 17,2M€ au premier semestre 2026, en légère progression par rapport aux 16,7M€ du premier semestre 2025. La marge d'EBIT a toutefois reculé de 9,5% à 9,2%, sous l'effet d'une hausse des dotations aux amortissements, portées à 5,3M€ contre 4,4M€ un an plus tôt, principalement en raison de l'amortissement accru des immobilisations incorporelles issues des regroupements d'entreprises consécutifs aux acquisitions récentes.

Le résultat opérationnel s'est établi à 12,8M€, quasi stable d'un exercice à l'autre. Il a intégré 4,3M€ d'éléments non récurrents, d'un niveau comparable à 2025 (4,0M€), tirés cette fois par la hausse des coûts d'acquisition (1,7M€) qui a reflété la dynamique de croissance externe du Groupe.

Le résultat financier a connu le redressement le plus marquant, passant d'une charge de 1,1M€ au premier semestre 2025 à un produit de +1,1M€ un an plus tard. Cette amélioration a provenu essentiellement d'une réévaluation favorable des engagements de rachat de titres détenus par les co-investisseurs (produit de +2,2M€, contre +0,5M€), qui a compensé la hausse du coût de l'endettement net (1,7M€) liée à l'augmentation des dettes financières.

Au final, après une charge d'impôt stable à 2,7M€, le résultat net de la période a progressé nettement, à 11,2M€ contre 8,8M€ un an plus tôt, soit une hausse de +26,9%

Amélioration significative de la génération de free cash flow

Au 30 juin 2026, la trésorerie et les équivalents de trésorerie se sont élevés à 61,9M€, contre 59,1M€ fin 2025. La dette financière brute (hors IFRS 16) a en revanche fortement augmenté, à 124,9M€ contre 90,6M€ six mois plus tôt (+34,2M€), sous l'effet de nouveaux tirages sur lignes de crédit destinés à financer les acquisitions de la période et le versement du dividende.

La position de trésorerie nette (hors IFRS 16) s'est ainsi dégradée à -60,5M€, contre -28,2M€ fin 2025, ce qui représente environ 1,3x notre prévision d'EBITDA 2026e (EuroLand : 47,2M€), un niveau d'endettement qui reste maîtrisé.

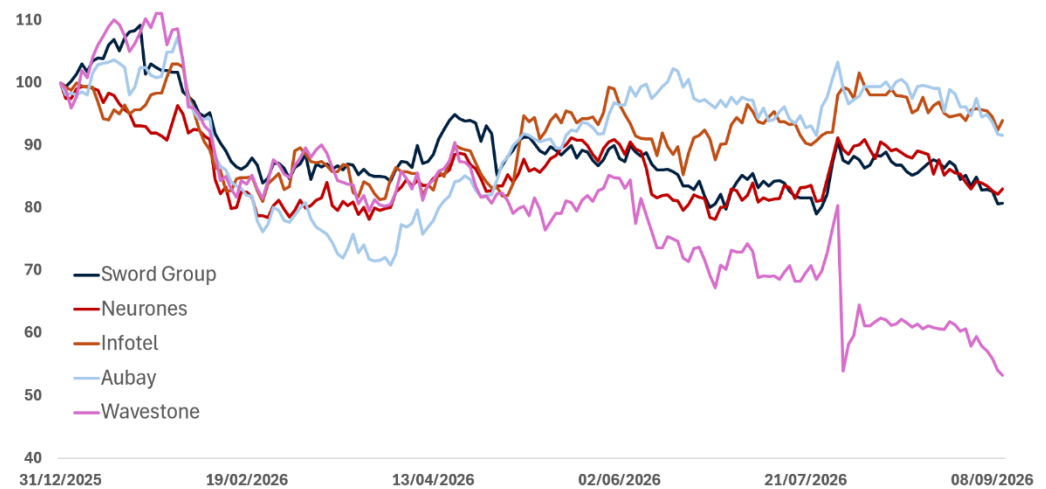
Le profil de génération de cash s'est en revanche nettement amélioré. Les flux opérationnels ont atteint +7,8M€, contre -9,2M€ au premier semestre 2025, portés par une moindre consommation de besoin en fonds de roulement (-7,8M€ contre -22,4M€). Après capex (3,1M€), le free cash flow est ressorti à +4,6M€, contre -12,1M€ un an plus tôt.

Un virage bien entamé dans l'IA

La montée en puissance de l'IA continue d'alimenter une interrogation de fond sur le modèle des ESN. En automatisant une partie du conseil et du développement, l'IA fait peser un risque sur les volumes facturés et sur la tenue des prix à l'échelle du secteur. Cette inquiétude se retranscrit notamment dans les cours de bourses de celui-ci : Depuis le début de l'année aucune des ESN de notre échantillon small caps n'affiche de performance positive :



Évolution du cours de bourse YTD des ESN small caps françaises



Sources : Facset, EuroLand

Sur ce point, le discours de Sword Group nous paraît particulièrement pertinent. La société défend la thèse selon laquelle le déploiement d'outils d'IA ne génère de valeur qu'à condition d'une refonte des modèles opérationnels des clients, chantier de transformation qu'il se positionne précisément pour piloter. La lecture est ainsi renversée, l'IA passant d'un facteur d'érosion de l'activité à un puissant relais de missions nouvelles.

Là où beaucoup d'acteurs en sont encore au stade de l'intention, Sword se distingue par un virage déjà largement matérialisé. Le Groupe a élargi son offre autour de quatre métiers (conseil, applications, plateformes, infrastructures), renforcé son socle IA, Cloud et cybersécurité, finalisé sa méthode propriétaire Pathfinder et procédé à des acquisitions ciblées telles que CirrusHQ dans le cloud.

Cette longueur d'avance, adossée à des marchés porteurs et à une exécution financière régulière, conforte l'objectif d'une croissance organique durable supérieure à 10 % et positionne favorablement le Groupe pour capter la valeur créée par la transformation en cours.

Perspectives

Suite à cette publication, le Groupe confirme la trajectoire fixée dans son Business Plan 2024-2028, qui conjugue croissance soutenue et rentabilité maîtrisée. La feuille de route repose sur deux ambitions constantes, une croissance organique à deux chiffres chaque année et une marge d'EBITDA maintenue autour de 12 %, gage de la solidité et de la lisibilité du modèle.

Pour l'exercice en cours, la direction vise un chiffre d'affaires supérieur à 390 millions d'euros au 31 décembre 2026, assorti d'une marge d'EBITDA de 12 %. Ces objectifs traduisent la capacité du Groupe à combiner expansion commerciale et discipline financière, dans le prolongement des tendances observées au premier semestre.

Concernant nos estimations, nous conservons notre cible de CA 2026e à 391,5 M€ impliquant une croissance consolidée de +9,4% sur l'exercice. Nous maintenons également notre cible d'EBITDA 2026 à 47,2 M€, soit une marge légèrement au-dessus de l'objectif de 12% guidé par le management de Sword.



Recommandation

Nous réitérons notre recommandation à Achat et notre objectif de cours à 45,0€ traduisant un upside de +55% par rapport au cours de clôture du 10/09/2026. Nous continuons d'estimer que la valorisation du titre est trop basse: Sword se paie 10,2x le PER FY1 contre une médiane à 12,4x pour ses comparables et ce malgré une croissance organique à deux chiffres, largement supérieure aux peers et une marge d'EBITDA en ligne avec ces derniers. Cela correspond donc à une décote de presque -20% malgré de meilleurs fondamentaux et une avance significative sur les opportunités liées à l'intelligence artificielle.



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.

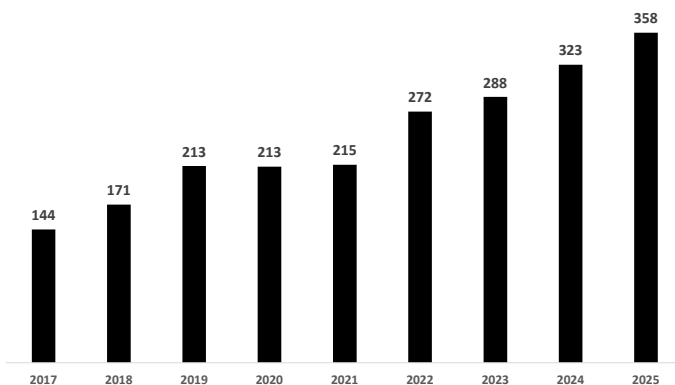
Une forte visibilité sur l'activité. Sword Group dispose d'un backlog de c750 M€ lui permettant d'avoir une excellente visibilité sur l'exercice à venir.

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...).

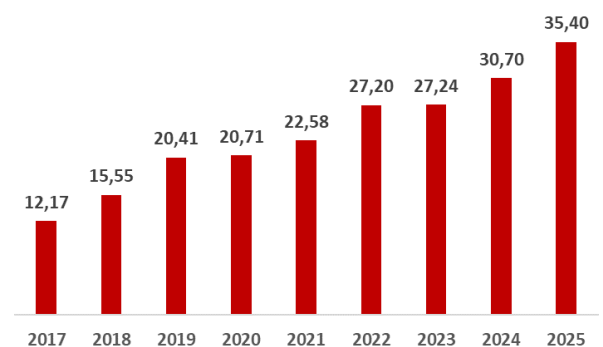
Multiples de valorisation des comparables

Société	Capitalisation (€M)	Dettes nettes	VE	EV/sales			EV/EBITDA			EV/EBIT			P/E		
				2026e	2027e	2028e	2026e	2027e	2028e	2026e	2027e	2028e	2026e	2027e	2028e
Assystem SA	636	51	688	1,0x	1,0x	0,9x	10,8x	10,3x	9,9x	14,5x	13,8x	13,1x	19,6x	17,6x	16,0x
Aubay SA	667	-81	587	0,8x	0,8x	0,8x	8,0x	7,6x	7,1x	8,9x	8,4x	7,8x	14,1x	13,1x	12,2x
Wavestone SA	735	-165	570	0,6x	0,6x	0,6x	4,6x	4,0x	3,8x	5,1x	4,5x	4,2x	9,5x	8,2x	7,7x
Infotel SA	280	-104	176	0,6x	0,5x	0,5x	4,2x	4,0x	3,8x	5,8x	5,5x	5,2x	12,4x	11,7x	11,1x
Neurones SA	882	-364	518	0,6x	0,5x	0,5x	5,0x	4,6x	4,2x	6,3x	5,6x	5,1x	15,5x	13,9x	12,6x
Capgemini SE	17 248	4 903	22 150	0,9x	0,9x	0,8x	5,9x	5,6x	5,4x	7,0x	6,7x	6,4x	8,6x	7,9x	7,4x
Sopra Steria Group SA	3 099	342	3 441	0,6x	0,6x	0,5x	4,6x	4,3x	4,2x	6,0x	5,7x	5,4x	10,1x	9,0x	8,4x
Moyenne	3 363,9	654,6	4 018,5	0,7x	0,7x	0,7x	6,2x	5,8x	5,5x	7,6x	7,2x	6,7x	12,8x	11,6x	10,8x
Médiane	734,7	-80,8	586,7	0,6x	0,6x	0,7x	5,0x	4,6x	4,2x	6,3x	5,7x	5,4x	12,4x	11,7x	11,1x

Evolution du chiffre d'affaires (M€)



Evolution du ROC (M€)



Compte de résultat (M€)	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e
Chiffre d'affaires	272,3	288,1	323,0	357,7	391,5	438,5	491,5
Excédent brut d'exploitation	35,1	34,9	38,8	42,9	47,2	52,4	59,1
Résultat opérationnel courant	27,2	27,2	30,7	32,2	38,6	42,8	48,3
Résultat opérationnel	117,6	21,8	25,2	23,7	38,6	42,8	48,3
Résultat financier	-5,4	5,0	2,1	-0,2	-7,4	-5,6	-3,7
Impôts	-2,4	-3,6	-5,1	-4,2	-3,7	-4,5	-5,3
Mise en équivalence	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Part des minoritaires	0,0	0,3	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2
Résultat net part du groupe	109,8	22,8	21,8	19,0	27,3	32,6	39,0
Bilan (M€)	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e
Actifs non courants	97,8	94,1	107,8	126,2	125,0	121,3	118,0
dont goodwill	71,2	69,4	79,5	83,3	83,3	83,3	83,3
BFR	34,9	29,5	33,9	36,4	47,6	56,8	66,0
Disponibilités + VMP	57,1	62,6	70,6	59,1	29,7	10,0	-3,6
Capitaux propres	101,5	105,4	97,1	76,5	87,9	104,7	127,9
Emprunts et dettes financières	85,9	78,7	112,3	140,6	109,7	78,7	47,8
Total Bilan	244,7	250,5	292,5	303,7	293,1	286,3	288,1
Tableau de flux (M€)	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e
Marge brute d'autofinancement	26,7	30,6	34,1	33,5	36,1	42,4	50,0
Variation de BFR	-9,6	-4,9	-5,7	-5,2	-11,2	-9,2	-9,2
Flux nets de trésorerie généré par l'activité	17,1	25,6	28,4	28,3	24,9	33,2	40,8
CAPEX nets	-1,2	-2,9	-4,1	-4,5	-7,5	-5,9	-7,5
FCF	15,9	22,8	24,2	23,8	17,4	27,3	33,3
Augmentation de capital	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Variation emprunts	-16,3	-0,3	7,2	2,5	-30,9	-30,9	-30,9
Dividendes versés	-95,4	-16,2	-16,0	-18,9	-16,0	-16,0	-16,0
Flux nets de trésorerie liés au financement	-111,3	-21,2	-4,7	-13,2	-46,9	-46,9	-46,9
Variation de trésorerie	1,7	5,7	7,5	-11,8	-29,5	-19,6	-13,6
Ratios (%)	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e
Variation chiffre d'affaires	26,9%	5,8%	12,1%	10,8%	9,4%	12,0%	12,1%
Marge EBE	12,9%	12,1%	12,0%	12,0%	12,1%	12,0%	12,0%
Marge opérationnelle courante	10,0%	9,5%	9,5%	9,0%	9,9%	9,8%	9,8%
Marge opérationnelle	43,2%	7,6%	7,8%	6,6%	9,9%	9,8%	9,8%
Marge nette	40,3%	7,9%	6,8%	5,3%	7,0%	7,4%	7,9%
CAPEX (% CA)	0,4%	1,0%	1,3%	1,3%	1,9%	1,3%	1,5%
BFR (% CA)	12,8%	10,2%	10,5%	10,2%	12,2%	13,0%	13,4%
ROCE	15,4%	16,5%	16,3%	14,8%	16,8%	18,0%	19,7%
ROCE hors GW	33,2%	37,7%	37,1%	30,4%	32,4%	33,8%	36,0%
ROE	108,9%	21,9%	22,8%	25,5%	31,8%	31,8%	31,1%
Payout	14,8%	70,8%	87,5%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Dividend yield	4,2%	4,2%	5,6%	5,7%	6,9%	6,9%	6,9%
Ratios d'endettement	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e
Gearing (%)	28,3%	15,3%	42,9%	106,5%	91,0%	65,6%	40,2%
Dettes nette/EBE	0,8	0,5	1,1	1,9	1,7	1,3	0,9
EBE/charges financières	6,5	6,9	18,8	182,5	6,4	9,4	15,8
Valorisation	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e
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)	40,8	40,9	35,6	34,9	28,9	28,9	28,9
(1) Capitalisation boursière moyenne	388,6	388,7	340,1	333,3	275,8	275,8	275,8
(2) Dette nette (+)/ trésorerie nette (-)	28,8	16,1	41,7	81,4	80,0	68,7	51,4
(3) Valeur des minoritaires	0,7	1,3	1,7	1,9	2,1	2,3	2,5
(4) Valeur des actifs financiers	-0,3	-0,5	-0,1	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4
Valeur d'entreprise = (1)+(2)+(3)-(4)	417,9	405,6	383,3	416,2	357,5	346,4	329,3
VE/CA	1,5	1,4	1,2	1,2	0,9	0,8	0,7
VE/EBE	11,9	11,6	9,9	9,7	7,6	6,6	5,6
VE/ROC	15,4	14,9	12,5	12,9	9,3	8,1	6,8
P/E	3,5	17,0	15,6	17,5	10,1	8,5	7,1
P/B	3,8	3,7	3,5	4,4	3,1	2,6	2,2
P/CF	22,7	15,2	12,0	11,8	11,1	8,3	6,8
FCF yield (%)	3,8%	5,6%	6,3%	5,7%	4,9%	7,9%	10,1%
Données par action (€)	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e
Bnpa	11,5	2,4	2,3	2,0	2,9	3,4	4,1
Book value/action	10,6	11,1	10,2	8,0	9,2	11,0	13,4
Dividende /action	1,7	1,7	2,0	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

