

Mandrakesoft

28 juin 2004

Kill Bill(s)

Logiciels & Services informatiques

Cours 5,02 €

Surperformance

France

Objectif 7,00 €

Initiation de couverture

Performances	1m	3m	12m
Absolute	20%	61%	121%
Rel. SBF250	15%	53%	81%
Rel. secteur	13%	51%	75%
Extrêmes 12 mois	5,02/2,27 €		
Reuters	MAKE.PA		
Bloomberg	MLMAN FP		
Cap boursière	24M €		
Prochain événement			

Exercice au 30.09	2003	2004e	2005e	2006e
Chiffre d'affaires (m€)	3,90	4,97	6,51	7,91
EBITDA (m€)	-2,03	0,38	1,23	1,87
RCAI* (m€)	-2,03	0,33	1,15	1,76
BPA retraité* (€)	-0,55	0,08	0,26	0,38
BPA (€)	-0,54	0,17	0,24	0,37
Dividende / action (€)	-	-	-	-
P/E* (x)	-	64,4	19,6	13,2
Rendement (%)	0,0	0,0	0,0	0,0
VE/EBITDA (x)	-	66,5	20,3	13,1

Source: KBC Securities

*Retraité des survaleurs et exceptionnels

Mandrakesoft est l'un des principaux éditeurs mondiaux de systèmes d'exploitation Linux et de logiciels libres. Malgré une situation difficile en 2001/03, la société a conservé intacts son réseau de développeurs, sa capacité à proposer des solutions réputées simples d'utilisation ainsi que sa forte notoriété, comme le montre l'évolution des abonnés payants à son club. Le gain de contrats significatifs est le signe qu'existe dans les services publics français (notamment) un important potentiel pour le développement des logiciels libres que le gouvernement veut exploiter rapidement. Mais Mandrakesoft devra investir pour en profiter et conserver ses positions face à la concurrence actuelle et à de futurs nouveaux entrants. L'usage de Linux se développe rapidement et la notoriété de Mandrakesoft a atteint les cercles de décision adéquats : les éléments nécessaires à une forte croissance sont réunis, manque seulement – et surtout – une envergure financière. C'est pourquoi la société a annoncé son intention de rejoindre un marché réglementé. Nous initions la couverture du titre avec une recommandation Surperformance et un objectif de cours de 7 € par action.

Le monde de Linux

Sans refaire l'historique de Linux, nous rappellerons simplement que c'est un système d'exploitation, concurrent notamment de Windows (le système de Microsoft dominant le marché), basé sur un modèle de logiciel libre - ou open source -, c'est-à-dire dont le code source est public. Linux fonctionne dans le cadre d'une licence GPL (General Public Licence) définie par la Free Software Foundation (créée en 1984) qui s'appuie sur les quatre principes suivants :

- liberté d'exécuter le programme, pour tous les usages,
- liberté d'étudier le fonctionnement du programme et de l'adapter à ses besoins,
- liberté de redistribuer des copies,
- liberté d'améliorer le programme, en publiant les améliorations pour le bénéfice de la communauté.

Logiciel libre ne veut pas forcément dire gratuit, l'auteur d'un logiciel libre (ou de modifications) a la possibilité de le distribuer gratuitement ou non. De nombreux programmes autour du « noyau » (Kernel Linux) ont été créés pour constituer un système d'exploitation complet et des sociétés comme Red Hat (Etats-Unis) ou Mandrakesoft commercialisent ce que l'on appelle des « distributions Linux », c'est-à-dire un ensemble composé de différents logiciels intégrés pour former un système d'exploitation complet (incluant les procédures d'installation) dont ils assurent, avec le concours de développeurs, l'évolution et la stabilité. Outre les deux sociétés mentionnées ci-avant, les autres « distributions » principales sont Novell/Suse et Debian (cette dernière n'ayant aucune finalité commerciale). Le travail d'intégration et de simplification réalisé par Mandrakesoft pour proposer un produit « clé en main » le rapproche clairement d'un statut d'éditeur de logiciel.

Le développement de Linux se fait moins au détriment de Windows qu'à celui des autres systèmes d'exploitation, notamment Unix. **Linux connaît sur la période 2002 / 2007 une croissance annuelle moyenne de 16,6 %** contre 10,5 % pour Windows et un recul de 4,5 % à 14,5 % pour les autres systèmes. Linux représenterait en 2007 près de 25 % de la base installée contre moins de 15 % en 2003 (source : IDC).

Livraisons de serveurs par systèmes d'exploitation								
Milliers d'unités		2002	2003	2004	2005	2006	2007	TMVA
Windows		3 120	3 486	3 950	4 412	4 805	5 137	10,5 %
	variation	14,8 %	11,7 %	13,3 %	11,7 %	8,9 %	6,9 %	
Linux		1 309	1 437	1 660	1 980	2 365	2 825	16,6 %
	variation	8,4 %	9,8 %	15,5 %	19,3 %	19,4 %	19,5 %	
Unix		622	600	579	558	531	495	- 4,5 %
	variation	- 7,2 %	- 3,5 %	- 3,5 %	- 3,6 %	- 4,8 %	- 6,8 %	
Autres (1)		608	481	386	343	307	277	- 14,5 %
	variation	- 22,9 %	- 20,9 %	- 19,8 %	- 11,1 %	- 10,5 %	- 9,8 %	
Total		5 659	6 004	6 575	7 293	8 008	8 734	9,1 %
	variation	5,1 %	6,1 %	9,5 %	10,9 %	9,8 %	9,1 %	

Source : IDC

(1) Novell Netware, IBM AS/400, HP/Compaq/Digital OpenVMS, IBM Mainframe, autres mainframes, autres

A l'horizon 2007, IDC anticipe sur les serveurs une part de marché de 58,8 % pour Windows (55,1 % en 2002), de **32,7 % pour Linux (23,1 % en 2002)**, de 5,7 % pour Unix (11 % en 2002) et de 3,2% pour les autres systèmes (10,7 % en 2002).

Selon le cabinet de recherche Ovum (janvier 2004), le revenu des logiciels Linux passerait de 280 M\$ en 2003 à 3.104 M\$ (x 11) en 2008 et celui des services associés de 119 M\$ à 879 M\$ (x 7,3) en 2008.

Le positionnement de Mandrakesoft

La répartition du chiffre d'affaires confirme le caractère d'éditeur de Mandrakesoft, les ventes de produits restant très majoritaires. Elle est détaillée dans le tableau des prévisions en page 5.

Un des éléments importants pour l'avenir se trouve dans le mouvement de bascule de plus en plus marqué vers la vente en ligne qui apporte des avantages très significatifs par rapport à la vente en magasins (retail) :

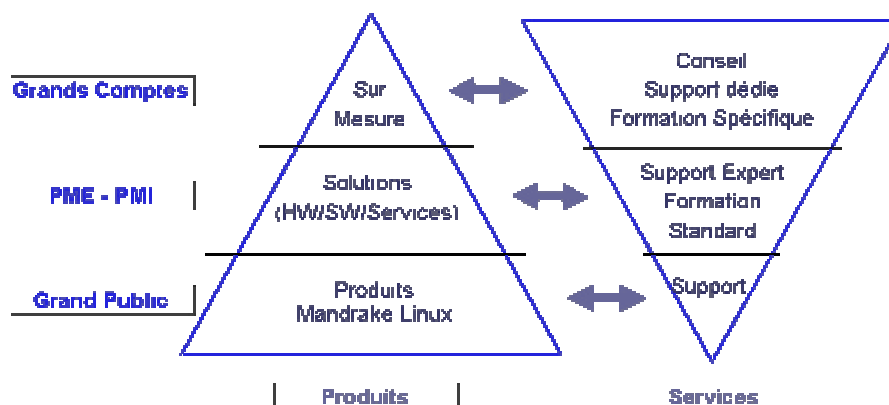
- une marge brute sur le prix public de 60 à 70 % contre 30 à 40 %,
- un délai de production d'une semaine pour les produits spécifiques,
- un paiement immédiat contre 30 à 90 jours en retail,
- une identification des clients finaux, qu'il est possible de relancer.

Mandrakesoft a développé des produits pour les deux grands types de clientèle, le **grand public** et les entreprises. C'est dans la 1^{ère} catégorie que **Mandrakesoft a réussi à s'imposer comme leader (près de 40 % de part de marché en 2003 selon «Ofbiz »)**. Les trois principaux produits – Mandrakelinux Discovery 10.0, Mandrakelinux PowerPack 10.0 et Mandrakelinux PowerPack + 10.0 – visent différents niveaux d'utilisateurs, des débutants aux confirmés. Tous les six mois, une version mise à jour intégrant les développements et modifications réalisés par des développeurs bénévoles est mise sur le marché.

Ces produits sont accessibles sous forme « physique » en magasin (retail) ou en vente en ligne (Mandrakestore), et de plus en plus en téléchargement (services en ligne via Mandrakeclub). Les membres du Mandrakeclub souscrivent un abonnement annuel standard (60 €) ou Silver (120 €) qui leur permet notamment de télécharger un Mandrakelinux en fonction de leur cotisation. En mars 2004, près de 60 % des nouveaux membres avaient opté pour l'abonnement Silver alors qu'un an plus tôt, les nouveaux abonnés choisissaient à 80 % la version standard : l'évolution est on ne peut plus claire !

Les perspectives du Mandrakeclub vont grandement s'améliorer avec la mise en place d'une possibilité de paiement mensuel. Ce mode de paiement, moins lourd car fractionné, devrait permettre de récupérer de l'ordre de la moitié des abonnés ne renouvelant pas leur abonnement pour cette seule raison. L'objectif est d'atteindre un niveau de 35.000 abonnés à fin 2005. Actuellement, les abonnés viennent principalement des Etats-Unis (42 %), de France (17 %) et du Royaume-Uni (8 %).

Schématiquement, l'offre-produit de Mandrakesoft est organisée comme suit :



Côté entreprises, la préférence est aujourd'hui très nettement en faveur de l'Américain Red Hat devant Novell/Suse et Mandrakesoft. La part des grands comptes ne représente qu'environ 8 % de ses revenus actuellement, ce qui est une réelle faiblesse pour Mandrakesoft qui commence à la corriger par le gain de nombreux contrats avec l'administration notamment. **Cette percée auprès des administrations et de quelques grands comptes (ex : Total) permet à Mandrakesoft de casser son image un peu restrictive de système préféré des utilisateurs avertis (geek).**

L'offre entreprises comporte quelques produits comme Corporate Server 2.1, Multi Network Firewall ou encore Mandrake Clustering, mais c'est au niveau des services que le potentiel est le plus important.

Un impératif : développer l'offre de services

Au-delà du Corporate Club, qui offre principalement des miroirs (mises à jour automatiques et transparentes) aux entreprises clientes pour des montants annuels pouvant atteindre 30.000 €, Mandrakesoft prend en charge la migration vers Linux de tout ou partie d'un système d'information.

Concrètement, cela consiste bien évidemment à assurer des fonctions de conseil, de support et de formation, mais surtout à « customiser » le produit (l'adapter aux besoins du client) et à en assurer la maintenance. Mandrakesoft ne prend pas en charge le déploiement « physique » sur le site, fonction qui est assurée en interne par les entreprises elles-mêmes ou réalisée par une SSII. La qualité du service est fondamentale dans la mesure où le client ne décide plus aujourd'hui de changer pour la seule raison du prix (Microsoft baisse fortement le prix de licences ce qui rapproche les TCO – total cost of ownership – à long terme, mais Linux garde néanmoins l'avantage). **Outre la question du coût plus favorable, les raisons du changement sont plus « dynamiques » liées notamment à la fiabilité, à la stabilité des versions logicielles, à la sécurité (pas de virus) et aussi à la non-dépendance à un éditeur.**

Développement des contrats entreprises (grands comptes)			
Période	Durée	Entreprises	Montant total (€)
1 ^{er} semestre 2002/2003	6 mois	Total, CEA, Conseil Régional de Basse Normandie	60 000
2 ^{ème} semestre 2002/2003	6 mois	Total, CEA	24 000
1 ^{er} semestre 2003/2004	6 mois	Total, Ministère de la Culture, Ministère de l'Équipement, Académie de Toulouse, Gouvernement basque	192 000
2 ^{ème} semestre 2003/2004	2 mois	Total, Ministère de la Culture, Ministère de l'Équipement, Ministère de l'Agriculture, Mercury	332 000

Source : société

Certains enseignements peuvent déjà être tirés à la lecture du tableau ci-dessus :

- les clients n'hésitent pas à refaire appel à Mandrakesoft, ce qui signifie qu'ils ont été satisfaits de la prestation,
- l'émulation dans le service public commence à se développer significativement.

Mandrakesoft a initié cette démarche relativement récemment avec une équipe commerciale très réduite. Cet élément, et le fait que la procédure de signature d'un contrat avec un Ministère est toujours très longue (6 à 12 mois), expliquent la lenteur de la montée en puissance par rapport au potentiel théorique.

Le gouvernement français a récemment annoncé son intention de diminuer ses dépenses informatiques en précisant qu'un des axes essentiels de ce mouvement pouvait être l'utilisation de logiciels libres tant au niveau des infrastructures qu'à celui des applications (domaine dans lequel Mandrakesoft n'est pas pour le moment). Selon le quotidien Le Monde (21.06.04), le ministre de la fonction publique a déclaré que les acteurs des logiciels libres « constituent aujourd'hui une solution très crédible, en particulier en termes de sécurité, mais aussi en termes de prix et de fonctionnalités ». Il a chiffré l'enjeu financier à 300 M€, expliquant que sa volonté s'étendait aussi aux outils de navigation Internet et au courrier électronique, en plus des systèmes d'exploitation.

Cette prise de position est bien évidemment favorable à une société comme Mandrakesoft, pour autant qu'elle dispose des moyens de se développer. L'augmentation de la force commerciale et le renforcement des compétences dans les services compte tenu de la « montée en gamme » dans les contrats nous semblent être deux conditions majeures. La situation financière est toujours tendue et invite à la prudence, mais Mandrakesoft est désormais dotée de références et d'une expérience de la négociation, notamment avec des entités publiques, ce qui devrait l'aider à bien gérer cette équation.

Une situation financière qui reste difficile

Au 30 septembre 2003, les fonds propres de Mandrakesoft étaient négatifs de 5,8 M€ pour une dette financière nette de 0,47 M€. Le 15 avril 2004, l'exercice de bons de souscription attribués le 27 mai 2002 a entraîné la création de 1.086.915 actions émises au prix unitaire de 2,1 €. Cet **apport de 2,3 M€** a ramené à -3,5 M€ le montant des capitaux propres (et -3.2 M€ après le résultat positif de 1^{er} semestre). Cet exercice des bons de souscription avait été rendu possible par la **décision du Tribunal de Commerce de Paris du 30 mars 2004, d'autoriser la sortie de redressement judiciaire** par voie de continuation. Le plan incluait un remboursement sur 9 ans du passif exigible de 3,3 M€ (sans paiement d'intérêts).

Les comptes (non audités) du 1^{er} semestre 2003/2004 (au 31 mars) ont fait apparaître pour la première fois depuis longtemps un résultat d'exploitation (0,21 M€ contre -1,27 M€, soit une marge de 8,3 %) et un résultat net positifs (0,31 M€ contre - 1,23 M€). Cette bonne performance est certes due à la hausse de 20 % du chiffre d'affaires (de 2,1 M€ à 2,52 M€) **mais aussi à la remontée de la marge brute qui a atteint 84 % du chiffre d'affaires contre 74 % au 1^{er} semestre 2002/2003.**

Cette sensible augmentation de la marge s'explique par la baisse relative de la distribution de « boîtes » en boutiques (à faible marge compte tenu de la ponction des distributeurs) au profit d'une distribution dématérialisée (club), de vente de licences (OEM) et de vente directe via le site Internet (Mandrakestore).

Prévisions								
M€	09/2003	% CA	09/2004e	% CA	09/2005e	% CA	09/2006e	% CA
Services	0 411	10,5 %	0,650	13,1 %	1,200	18,4 %	1,700	21,5 %
E-commerce	1,064	27,3 %	1,200	24,1 %	1,350	20,7 %	1,500	19,0 %
Distribution (retail)	0,901	23,1 %	1,000	20,1 %	1,100	16,9 %	1,200	15,2 %
Licences	0,751	19,3 %	0,900	18,1 %	1,000	15,4 %	1,150	14,5 %
Club	0,774	19,8 %	1,220	24,6 %	1,863	28,6 %	2,363	29,8 %
Chiffre d'affaires	3,901	100,0 %	4,970	100,0 %	6,513	100,0 %	7,913	100,0 %
Marge brute	75,4 %		77,5 %		77,6 %		77,2 %	
Résultat d'exploitation	- 2,167	ns	0,284	5,7 %	1,107	17,0 %	1,726	21,8 %
Résultat net part du groupe	- 1,987		0,828 (1)		1,146		1,755	

Source : société, prévisions KBC Securities

(1) dont exceptionnel 0,5 M€

Nos hypothèses privilégient une forte croissance des services et du club d'utilisateurs (moyenne de 22 500 abonnés individuels payant 90 € sur 2005/06), ce qui soutiendra le niveau de marge brute. Sur les trois exercices prévisionnels, nous n'avons pas inclus d'impôt sur les bénéfices, la société détenant un stock de reports déficitaires de l'ordre de 25 M€ (8 M€ d'économies fiscales).

Selon la société, son cash disponible est actuellement de l'ordre de 3 M€, soit un peu plus que le niveau recueilli lors de l'exercice des bons de souscription, Mandrakesoft ayant donc dégagé du cash sur la période (environ 0,4M€). Suite au plan de redressement, la dette exigible de 3,3 M€ fera l'objet d'un remboursement sur 9 ans.

Compte tenu de l'augmentation de capital d'avril 2004 et de nos prévisions de résultats, les fonds propres devraient être légèrement positifs à la fin de l'exercice 2005/06 en dehors de toute autre opération.

Risques

Mandrakesoft est au centre de quelques litiges dont le plus important est celui avec le groupe américain de communication Hearst qui porte sur l'usage du nom Mandrake, Hearst détenant les droits sur le personnage « Mandrake le magicien », et notamment la marque «Mandrake le magicien » dans la classe des imprimés. Ce litige avait entraîné la constitution d'une provision de 0,8 M\$ (0,855 M€ au moment de la constitution, montant resté inchangé malgré l'appréciation de l'euro).

La société estime à plus d'1 M€ le potentiel de résultat exceptionnel positif qu'elle pourra dégager dans les mois qui viennent au titre, notamment, de reprises de provisions devenues sans objet. Nous n'avons pas inclus ces éléments dans nos estimations.

Par ailleurs, même si l'Administration française s'en défend, la nouvelle directive européenne sur la « brevetabilité » des logiciels peut être un élément négatif à terme dans la mesure où Mandrakesoft intègre un nombre important de fonctionnalités dans ses produits.

Perspectives

Il ne fait pas de doutes que le développement de l'usage des logiciels libres n'est pas un phénomène de mode mais est bel et bien, et de plus en plus, un élément important de la gestion des entreprises et des administrations en termes de maîtrise des coûts et de sécurité du système d'information.

Dans ce contexte, le challenge pour Mandrakesoft est de renforcer sa présence auprès de cette population. Sa notoriété est très forte chez les utilisateurs individuels (environ 5 millions), mais seules les références accumulées permettront d'accélérer la pénétration du secteur entreprises et administrations. Et l'accumulation de références se fera sur la capacité de Mandrakesoft à répondre aux problèmes de plus en plus aigus qui lui seront soumis, ce qui suppose la maîtrise de diverses compétences. Les acquisitions sont un moyen rapide d'intégrer des compétences, mais la situation financière de Mandrakesoft complique la situation : il faudra en passer par une augmentation de capital.

Conclusion

Plus personne aujourd'hui ne remet en cause le développement de Linux, l'activisme de Microsoft le prouve. Pour Mandrakesoft, le challenge est de continuer à développer sa base d'utilisateurs privés via les services en ligne (e-services) à plus forte marge et à confirmer sa percée « corporate », action qui a bien démarré mais qu'il faudra soutenir avec plus de moyens.

Il y a aujourd'hui peu d'acteurs « Linux » d'envergure internationale et encore moins d'acteurs cotés. Au-delà de Red Hat, dont la capitalisation (4 M\$, soit 32 fois le chiffre d'affaires et un P/E de 185) bénéficie de son leadership « microsoftien » sur les entreprises, mais aussi d'un effet rareté indéniable, Mandrakesoft peut tirer son épingle du jeu s'il trouve les moyens d'accélérer son développement en direction du monde « corporate ».

Nous considérons que la comparaison avec Red Hat a ses limites et que la période difficile qu'à traversé Mandrakesoft (due à un mauvais conseil des « financiers » d'embaucher une équipe de management à l'efficacité inversement proportionnelle à son coût) a faussé la compétition entre les deux. De plus, l'un est coté au Nasdaq et suivi par une quinzaine de brokers, l'autre est au Marché Libre d'Euronext Paris et suscite encore, en ce qui concerne l'analyse financière, un intérêt très mesuré.

C'est pourquoi nous avons préféré utiliser la méthode de l'actualisation des cash flows futurs pour valoriser Mandrakesoft et déterminer notre objectif de cours (NB : notre valeur terminale compte pour environ 66 % dans le calcul contre 80 % en moyenne dans les calculs régulièrement utilisés pour la valorisation de Red Hat). Les principaux paramètres retenus sont : une croissance moyenne annuelle de 18 % sur la période 2004 /2010, un taux d'actualisation de 12,3 %, une marge d'exploitation atteignant 30 % à terme, une dette de 0,3 M€ et un actif fiscal de 8 M€

L'investissement dans Mandrakesoft revêt certes un caractère spéculatif compte tenu de la situation financière de la société. Mais sa notoriété et l'accumulation de références, sur un marché porteur, font qu'elle n'est pas dénuée d'atouts.

Nous initions la couverture de Mandrakesoft avec un objectif de cours de 7 € et une opinion Surperformance.

Jacques Falzon
+33 1 53 05 35 51

j.falzon@kbcsecurities.fr

Attestation de l'analyste: Chacun des analystes cités dans ce rapport certifie, en ce qui concerne les sociétés ou les valeurs mobilières analysées par lui, (i) que les points de vue exprimés dans ce document reflètent son sentiment personnel sur ces sociétés ou sur ces valeurs mobilières, et (ii) que bien qu'il perçoive une rémunération basée sur différents éléments, et notamment sur les revenus totaux de son employeur qui sont pour partie générés par des activités de banque d'affaires, sa rémunération n'est pas liée aux recommandations spécifiques exprimées dans ce document.

Cette publication a été rédigée par KBC Securities NV ou par une de ses filiales européennes (conjointement "KBC Securities"). Cette publication est délivrée à titre informatif uniquement et ne constitue en aucun cas une offre ou une demande d'ordre d'acheter ou de vendre les valeurs mobilières qui y sont mentionnées. Aucune partie de cette publication ne peut être reproduite de quelque façon que ce soit sans l'accord de KBC Securities. L'information contenue dans cette publication provient de, et toutes les opinions qui y sont reprises sont fondées sur, des sources présumées fiables. Cependant KBC Securities ne garantit en aucune façon l'exactitude ou l'exhaustivité de ces informations et personne ne peut s'en prévaloir. Toutes les opinions, projections et/ou estimations contenues dans cette publication reflètent le jugement de KBC Securities à la date de celle-ci et peuvent être sujettes à modification sans notification. Il se peut que KBC Securities, ses dirigeants ou ses employés aient une position dans des valeurs mobilières mentionnées dans cette publication, ou détiennent des options, warrants ou autres droits sur ces valeurs mobilières ou sur d'autres titres des mêmes émetteurs. Il se peut aussi que ces personnes soient teneurs de marché ou passent des transactions relatives à ces valeurs mobilières pour leur compte propre. Une quelconque de ces personnes peut avoir acheté à titre personnel des valeurs mobilières mentionnées dans cette publication préalablement à sa parution. En outre, il se peut que KBC Securities, ses dirigeants ou ses employés agissent en tant que conseillers ou banquiers d'affaires pour, ou qu'ils soient administrateurs dans une société mentionnée dans cette publication. Cette publication est destinée exclusivement à titre informatif aux investisseurs professionnels qui sont supposés faire leur propre décision d'investissement sans se baser de manière inappropriée sur cette publication. Les investisseurs doivent se faire leur propre jugement quant à la pertinence d'un investissement dans une quelconque valeur mobilière mentionnée dans cette publication en tenant compte des mérites et risques qui y sont attachés, de leur propre stratégie d'investissement et de leur situation légale, fiscale et financière. Les performances historiques ne sont en aucun cas une garantie pour le futur. Du fait de cette publication, ni KBC Securities, ni aucun de ses dirigeants ou de ses employés, ne peut être tenu responsable d'une quelconque décision d'investissement. Pour les Etats-Unis, cette publication est distribuée aux personnes américaines par KBC Securities, Inc. qui accepte la responsabilité du contenu. Tout ordre d'un investisseur américain pour une quelconque valeur mobilière mentionnée dans cette publication doit passer par KBC Securities, Inc. et non par une des autres sociétés du groupe à l'étranger. Cette publication est, en ce qui concerne sa distribution du ou au Royaume-Uni, uniquement destinée aux personnes considérées comme 'personnes autorisées ou exemptées' selon le 'Financial Services and Markets Act 2000' du Royaume-Uni ou tout règlement passé en vertu de celui-ci ou auprès de professionnels en matière d'investissements tels que décrits dans la section 19 du 'Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotion) order 2001' et n'est pas destinée à être distribuée ou communiquée, directement ou indirectement, à tout autre type de personne. Au Canada, cette publication peut uniquement être distribuée aux caisses de retraite, aux sociétés d'investissement, aux banques, aux gérants de fortune et aux compagnies d'assurances. La distribution de cette publication dans d'autres juridictions peut être limitée par la législation applicable et toute personne qui viendrait à être en possession de cette publication doit s'informer et respecter de telles restrictions. En particulier, cette publication ne peut être envoyée ou distribuée, directement ou indirectement, au Japon ou à tout résident de ce pays.

Droits d'auteur © 2004 KBC Securities

www.kbcsecurities.com

Brussels
+32 2 417 44 04

London
+44 20 7283 9666

New York
+1 212 489 20 40

Paris
+33 1 53 05 35 55