



Neutre

Capitalisation (M€)	27,6	Ticker	XIL.PA / XIL.FP	Loisirs
Objectif de cours	8,00 €	Nb de titres (en millions)	5,9	Flash valeur
Cours au 30/09/2024	4,69 €	Volume moyen 12m (titres)	14 338	01/10/2024
Potentiel	59,9%	Extrêmes 12m (€)	3,26€/15,30€	

## Résultats en ligne / Newsflow positif

### A retenir

- Résultats semestriels dans le rouge, comme attendu
- Une génération de FCF de nouveau solide
- Lancements de nouvelles productions à la fois prometteuses et attendues

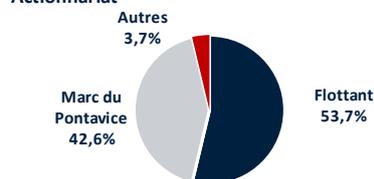
#### Données financières (en M€)

au 31/12	2023	2024e	2025e	2026e
Produits d'exploitation	48,2	32,5	36,4	45,9
var %	3,2%	-32,5%	12,0%	26,2%
CA	45,7	30,6	33,4	42,9
var %	8,8%	-33,0%	9,1%	28,5%
ROC	5,1	-0,8	1,4	4,7
% CA	11,2%	-2,8%	4,3%	11,0%
RN	4,9	-0,6	0,8	3,3
% CA	10,6%	-2,0%	2,3%	7,7%
Bnpa (€)	0,83	-0,11	0,13	0,56
ROCE (%)	4,2%	-0,7%	1,2%	3,7%
ROE (%)	6,6%	-0,8%	1,0%	4,2%
Gearing (%)	9,8%	2,3%	3,2%	1,7%
Dette nette	7,3	1,7	2,4	1,4
Dividende n (€)	0,0	0,0	0,0	0,0
Yield (%)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

#### Multiples de valorisation

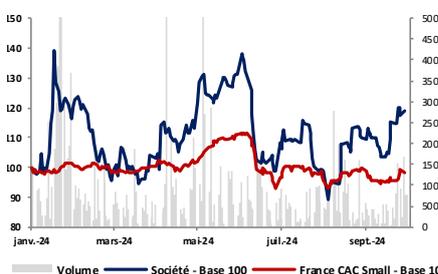
	2023	2024e	2025e	2026e
VE/CA (x)	0,8	1,1	1,0	0,8
VE/EBE (x)	1,7	2,4	1,9	1,3
VE/ROC (x)	7,4	ns	23,5	7,0
P/E (x)	5,7	ns	35,6	8,3

#### Actionnariat



#### Performances boursières

	Ytd	1m	3m	12m
Performances (%)	16,4%	3,4%	18,5%	-73,0%



### Publication des résultats semestriels 2024

Après avoir publié il y a quelques semaines un chiffre d'affaires semestriel de 11,6 M€, en baisse de -36%, et des produits d'exploitation de 13,9 M€ (-35% YoY), Xilam communique des résultats S1 2024 conformes aux attentes. Le ROC du groupe plonge dans le rouge et ressort à -1,3 M€, contre 2,1 M€ au S1 2023 pour un RN de -1,1 M€ (vs 1,8 M€). Le management réitère viser un ROC proche de l'équilibre pour l'ensemble de l'exercice en dépit de la forte contraction des revenus.

### Une rentabilité logiquement dégradée

Dans un contexte de reconstitution du carnet de commandes de la société, faisant suite à l'annulation en octobre 2023 de deux gros programmes de la part de plateformes américaines (voir nos précédents flashes), Xilam annonce des résultats logiquement dégradés.

Au-delà de la contraction du niveau absolu de production du groupe, le double effet du mix (une part importante de prestations dans les nouvelles productions, combinée à une part moindre du catalogue dans le CA consolidé) a pesé. La contribution de Cube, qui avait été dilutive au S1 2023 (et en 2022), n'a cette fois pas été communiqué par le groupe.

Nous notons toutefois, et comme annoncé, d'importants efforts en matière de réduction de coûts. Les OPEX du groupe reculent ainsi de -20% sur la période, mais ne suffisent pas à compenser les impacts décrits ci-dessus.

Après prise en compte des différents éléments du bas de compte de résultat, dont une charge d'intérêt divisée par deux et un produit d'impôt du fait de la rentabilité négative sur le semestre, le RN du groupe ressort à -1,1 M€.



### Bilan toujours bien capitalisé et FCF de nouveau positif grâce au mix

Avec des fonds propres de 76,7 M€ et une dette nette de 2,3 M€, le bilan de Xilam continue d'être très bien capitalisé. Hors dette auto-liquidative, d'ailleurs en forte réduction du fait du paiement attendu de créances des plateformes (4,8 M€ vs 11 M€ au 31/12), le groupe affiche même une position de trésorerie nette positive de 2,5 M€, à la faveur notamment 1/ d'une génération de FCF de nouveau importante (2,7 M€ soit une hausse de +24% vs le S1 2023 du fait de la part des prestations) et 2/ la prise en compte de l'augmentation de capital réalisée début janvier pour un montant de 3,6 M€.

### Un newsflow très positif

Si l'annulation presque simultanée de deux productions fin 2023 a eu des effets assez importants sur les fondamentaux financiers du groupe, nous notons que la demande pour les créations du studio reste très forte et que la notoriété de Xilam est toujours intacte.

Sur le semestre, l'actualité a été riche, avec le lancement de deux nouvelles séries propriétaires pour le compte de diffuseurs européens et d'un nouveau film d'animation, *Lucy Lost*, après l'important succès de *J'ai perdu mon corps* en 2019. En septembre, la nouvelle série d'animation du groupe, *Twilight of the Gods*, réalisée par Zach Snyder et produite au sein du studio français, a également été lancée sur Netflix et a recueilli des avis très favorables de la presse spécialisée.

### Perspectives

L'ensemble de l'exercice 2024 est toujours attendu en forte baisse et devrait faire office d'année de transition pour le groupe. Avec des résultats sur le S2 qui devraient être légèrement mieux orientés que ceux du S1 du fait d'une contribution plus importante du catalogue, et une poursuite du plan d'économies (1,5 M€ en 2024 selon nos estimations, soit 20% des charges fixes en année pleine), la rentabilité opérationnelle de Xilam est attendue proche de l'équilibre.

Nous confirmons, de notre côté, nos estimations 2024e avec des produits d'exploitation attendus à 32,5 M€ (-32,5%) et un ROC de -0,8 M€. Nous avons ajusté notre atterrissage de RN à -0,6 M€. Côté cash, la part toujours importante de la prestation devrait permettre au groupe de continuer à générer un FCF positif sur l'exercice, même si les CAPEX du S2 devraient fortement augmenter (vs S1) du fait du lancement des séries propriétaires. Nous tablons sur une dette nette 2024e (après auto-liquidatif) de 1,7 M€.

A plus long terme, 2025 devrait signer le retour à une croissance plutôt modérée, mais rentable, et l'exercice 2026 pourrait retrouver un niveau d'activité et de rentabilité plutôt proche de 2023 (produits d'exploitation >40 M€, marge EBIT >10%).

### Recommandation

Suite à cette publication, nous réitérons notre recommandation à Neutre et notre objectif de cours à 8,00€. L'actualité de production du groupe est, à moyen/long terme, très rassurante pour le cas d'investissement mais la détérioration des fondamentaux continuent de peser sur une perspective plus courte.



## Présentation de la société

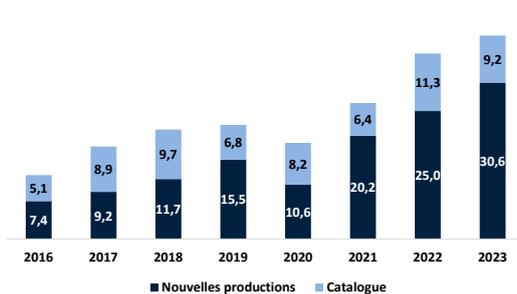
Fondé en 1999 par Marc du Pontavice, Xilam est le leader européen de la production de séries d'animation. La société, qui a réalisé plus de 45 M€ de chiffre d'affaires lors de son dernier exercice, produit et réalise des créations animées, en 2D et en 3D, principalement à destination des enfants. Elle est à l'origine de certains succès planétaires comme Zig et Sharko, ou encore Oggy et les cafards.

Diffusées dans plus de 190 pays, à la télévision mais également de plus en plus sur les plateformes numériques type Netflix ou Youtube, les productions de Xilam cumulent plus de 35 milliards de vues. La société jouit par ailleurs d'un modèle économique singulier : des créations propriétaires et non-propriétaires génératrices de fortes marges, un excellent catalogue, le préfinancement des coûts de production, ou encore une forte visibilité sur le chiffre d'affaires.

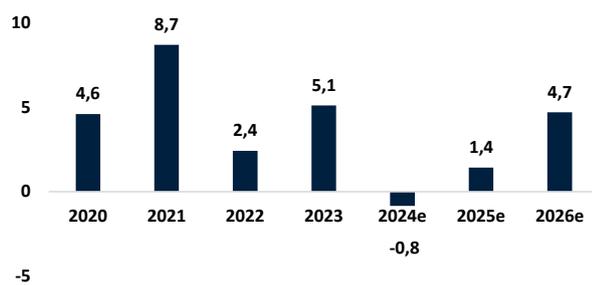
## Multiples de valorisation des comparables

Société	Capitalisation	EV/sales			EV/EBITDA			EV/EBIT			P/E		
		2023e	2024e	2025e	2023e	2024e	2025e	2023e	2024e	2025e	2023e	2024e	2025e
Iervolino & Lady Bacardi Entertainment S.p.A.	10,2	0,3x	0,3x	0,3x	0,4x	0,3x	0,3x	5,0x	3,2x	2,8x	2,6x	1,3x	1,0x
Leone Film Group SpA	24,7	1,1x	1,0x	0,9x	2,0x	1,8x	1,6x	13,5x	11,8x	10,9x	17,0x	8,2x	5,5x
Lucisano Media Group S.p.A.	13,2	0,9x	0,6x	0,5x	2,3x	1,7x	1,3x	9,2x	7,7x	7,1x	4,3x	3,4x	3,1x
Thunderbird Entertainment Group Inc	67,7	2,0x	1,4x	0,6x	5,0x	4,0x	3,2x	4,8x	4,1x	3,5x	6,7x	4,7x	3,4x
WildBrain Ltd.	170,8	0,6x	0,5x	0,5x	3,2x	3,0x	2,7x	5,7x	2,7x	2,3x	ns	39,2x	12,6x
Your Family Entertainment AG	36,8	10,2x	9,0x	8,1x	19,4x	16,3x	13,6x	ns	ns	ns	ns	ns	ns
<b>Moyenne</b>	<b>53,9</b>	<b>2,5x</b>	<b>2,1x</b>	<b>1,8x</b>	<b>5,4x</b>	<b>4,5x</b>	<b>3,8x</b>	<b>7,7x</b>	<b>5,9x</b>	<b>5,3x</b>	<b>7,6x</b>	<b>11,4x</b>	<b>5,1x</b>
<b>Médiane</b>	<b>30,7</b>	<b>1,0x</b>	<b>0,8x</b>	<b>0,6x</b>	<b>2,7x</b>	<b>2,4x</b>	<b>2,1x</b>	<b>5,7x</b>	<b>4,1x</b>	<b>3,5x</b>	<b>5,5x</b>	<b>4,7x</b>	<b>3,4x</b>

## Evolution du CA (hors sub. et autres, M€)



## Evolution du ROC (en M€)



Compte de résultat (M€)	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Produits d'exploitation	33,5	24,7	40,2	46,7	48,2	32,5	36,4	45,9
Chiffre d'affaires	30,2	21,9	35,6	42,0	45,7	30,6	33,4	42,9
<b>Résultat opérationnel courant</b>	<b>9,2</b>	<b>4,6</b>	<b>8,7</b>	<b>2,4</b>	<b>5,1</b>	<b>-0,8</b>	<b>1,4</b>	<b>4,7</b>
Résultat opérationnel	8,9	4,4	8,7	2,2	4,9	-0,8	1,4	4,7
Résultat financier	-0,5	-0,4	-0,5	-1,6	-0,5	-0,5	-0,6	-0,6
Impôts	1,5	1,0	1,4	-0,7	-0,3	-0,6	0,2	0,9
Mise en équivalence	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Part des minoritaires	0,0	0,0	0,5	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
<b>Résultat net part du groupe</b>	<b>6,9</b>	<b>3,0</b>	<b>6,3</b>	<b>1,4</b>	<b>4,9</b>	<b>-0,6</b>	<b>0,8</b>	<b>3,3</b>
Bilan (M€)	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Actifs non courants	73,2	94,6	101,7	101,1	99,1	98,8	101,8	102,5
<i>dont goodwill</i>	<i>0,7</i>	<i>2,3</i>	<i>4,1</i>	<i>4,1</i>	<i>4,1</i>	<i>4,1</i>	<i>4,1</i>	<i>4,1</i>
<b>Disponibilités + VMP</b>	<b>20,0</b>	<b>10,1</b>	<b>9,9</b>	<b>13,3</b>	<b>8,3</b>	<b>6,8</b>	<b>6,1</b>	<b>7,1</b>
Capitaux propres	55,3	60,7	67,6	69,1	74,1	74,5	75,2	78,6
Emprunts et dettes financières	23,5	18,5	28,6	29,2	15,5	8,4	8,4	8,4
<b>Total Bilan</b>	<b>114,8</b>	<b>128,0</b>	<b>147,6</b>	<b>154,6</b>	<b>134,8</b>	<b>123,6</b>	<b>123,4</b>	<b>127,8</b>
Tableau de flux (M€)	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Marge Brute d'autofinancement	28,8	16,4	35,7	32,0	23,6	13,8	17,2	23,7
Variation de BFR	1,6	-7,1	10,8	0,9	-8,1	2,3	1,7	-1,5
<b>Flux net de trésorerie généré par l'activité</b>	<b>27,2</b>	<b>23,5</b>	<b>24,9</b>	<b>31,1</b>	<b>31,7</b>	<b>16,1</b>	<b>18,8</b>	<b>22,2</b>
Investissements opérationnels nets	-22,4	-23,9	-31,8	-24,6	-19,1	-14,2	-19,5	-21,2
Investissements financiers nets	0,0	-1,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Flux nets de trésorerie liés aux investissem</b>	<b>-22,4</b>	<b>-24,8</b>	<b>-31,3</b>	<b>-24,6</b>	<b>-19,1</b>	<b>-14,2</b>	<b>-19,5</b>	<b>-21,2</b>
Augmentation de capital	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	3,6	0,0	0,0
Variation emprunts	-12,1	-8,4	-2,5	-0,4	-14,1	-7,1	0,0	0,0
Autres	0,0	0,0	0,0	0,0	-3,5	0,0	0,0	0,0
<b>Flux de trésorerie liés au financement</b>	<b>12,9</b>	<b>-8,4</b>	<b>6,2</b>	<b>-3,1</b>	<b>-17,6</b>	<b>-3,5</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>
Variation de trésorerie	17,7	-9,7	-0,1	3,4	-5,1	-1,6	-0,7	1,0
Ratios (%)	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
<b>Variation chiffre d'affaires</b>	<b>7,8%</b>	<b>-27,4%</b>	<b>62,3%</b>	<b>18,0%</b>	<b>8,8%</b>	<b>-33,0%</b>	<b>9,1%</b>	<b>28,5%</b>
Marge EBE	93,1%	71,0%	95,5%	73,4%	49,7%	44,6%	53,7%	58,7%
<b>Marge opérationnelle courante</b>	<b>30,5%</b>	<b>20,8%</b>	<b>24,4%</b>	<b>5,8%</b>	<b>11,2%</b>	<b>-2,8%</b>	<b>4,3%</b>	<b>11,0%</b>
Marge opérationnelle	29,5%	19,8%	24,4%	5,2%	10,8%	-2,8%	4,3%	11,0%
Marge nette	22,8%	13,5%	17,8%	3,3%	10,6%	-2,0%	2,3%	7,7%
Capex (% CA)	74,1%	109,1%	89,5%	58,6%	41,8%	46,4%	58,4%	49,4%
<b>ROCE</b>	<b>9,2%</b>	<b>3,8%</b>	<b>5,9%</b>	<b>1,7%</b>	<b>4,2%</b>	<b>-0,7%</b>	<b>1,2%</b>	<b>3,7%</b>
ROCE hors GW	9,3%	3,9%	6,2%	1,8%	4,4%	-0,8%	1,2%	3,9%
ROE	12,5%	4,9%	9,4%	2,0%	6,6%	-0,8%	1,0%	4,2%
Payout	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Dividend yield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Ratios d'endettement	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
<b>Gearing (%)</b>	<b>6,4%</b>	<b>13,9%</b>	<b>27,6%</b>	<b>23,0%</b>	<b>9,8%</b>	<b>2,3%</b>	<b>3,2%</b>	<b>1,7%</b>
Dettes nettes/EBE	0,1	0,5	0,5	0,5	0,3	0,1	0,1	0,1
EBE/charges financières	57,4	38,9	68,0	19,3	47,7	27,3	29,9	42,0
Valorisation	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Nombre d'actions (en millions)	5,9	5,9	5,9	5,9	5,9	5,9	5,9	5,9
Nombre d'actions moyen (en millions)	5,9	5,9	5,9	5,9	5,9	5,9	5,9	5,9
Cours (moyenne annuelle en euros)	38,6	39,2	42,5	36,6	4,7	4,7	4,7	4,7
(1) Capitalisation boursière moyenne	227,5	231,0	250,5	215,8	27,6	27,6	27,6	27,6
(2) Dette nette (+)/ trésorerie nette (-)	3,5	8,4	18,6	15,9	7,3	1,7	2,4	1,4
(3) Valeur des minoritaires	0,0	0,0	3,2	3,3	2,8	3,8	3,8	3,8
(4) Valeur des actifs financiers	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Valeur d'entreprise = (1)+(2)+(3)-(4)	231,0	239,5	272,3	235,0	37,7	33,1	33,8	32,8
<b>VE/CA</b>	<b>7,7</b>	<b>10,9</b>	<b>7,7</b>	<b>5,6</b>	<b>0,8</b>	<b>1,1</b>	<b>1,0</b>	<b>0,8</b>
VE/EBE	8,2	15,4	8,0	7,6	1,7	2,4	1,9	1,3
<b>VE/ROC</b>	<b>25,1</b>	<b>52,6</b>	<b>31,4</b>	<b>97,1</b>	<b>7,4</b>	<b>ns</b>	<b>23,5</b>	<b>7,0</b>
P/E	33,0	78,2	39,6	156,4	5,7	ns	35,6	8,3
P/B	4,1	3,8	3,7	3,1	0,4	0,4	0,4	0,4
Données par action (€)	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
<b>Bnpa</b>	<b>1,2</b>	<b>0,5</b>	<b>1,1</b>	<b>0,2</b>	<b>0,8</b>	<b>-0,1</b>	<b>0,1</b>	<b>0,6</b>
Book value/action	9,4	10,3	11,5	11,7	12,6	12,6	12,8	13,3
Dividende /action	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00



**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 : Du 26/05/2016 au 02/10/2020, du 23/07/2021 au 30/10/2023

Accumuler : Du 29/01/2021 au 23/07/2021

Neutre : Du 02/10/2020 au 29/01/2021, depuis le 30/10/2023

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	Non	Non	Oui



## “Disclaimer / Avertissement”

La présente étude a été préparée par EuroLand Corporate indépendamment de Xilam (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

