




Neutre

Capitalisation (M€)	21,0	Ticker	XILPA / XILFP	Loisirs
Objectif de cours	4,00 €	Nb de titres (en millions)	5,9	Flash valeur
Cours au 12/02/2025	3,56 €	Volume moyen 12m (titres)	8 358	13/02/2025
Potentiel	12,4%	Extrêmes 12m (€)	3,26€/5,43€	

Exercice à oublier, pas d'amélioration chiffrée en vue

A retenir

- Produits d'exploitation 2024 de 27,9 M€ (-42% YoY)
- De nouvelles dépréciations d'actifs (catalogue/goodwill) vont être passées
- Un exercice 2025 à présent attendu en recul

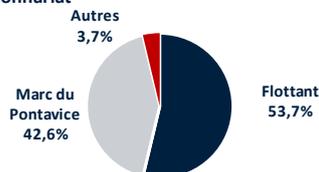
Données financières (en M€)

au 31/12	2023	2024e	2025e	2026e
Produits d'exploitation	48,2	27,9	19,4	28,4
var %	3,2%	-42,1%	-30,5%	46,4%
CA	45,7	26,6	18,3	24,7
var %	8,8%	-41,8%	-31,2%	35,0%
ROC	5,1	-0,7	-3,6	0,3
% CA	11,2%	-2,8%	-19,9%	1,3%
RN	4,9	-18,6	-3,2	-0,1
% CA	10,6%	-70,0%	-17,4%	-0,3%
Bnpa (€)	0,83	-3,16	-0,54	-0,01
ROCE (%)	4,2%	-0,8%	-3,5%	0,3%
ROE (%)	6,6%	-35,2%	-6,4%	-0,2%
Gearing (%)	9,8%	-2,0%	15,9%	18,8%
Dette nette	7,3	-1,1	7,9	9,3
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)	3,0	0,8	1,6	1,2
VE/EBE (x)	6,0	1,9	8,6	2,7
VE/ROC (x)	26,8	ns	ns	ns
P/E (x)	26,2	ns	ns	ns

Actionnariat



Performances boursières

Performances (%)	Ytd	1m	3m	12m
	-3,6%	-4,9%	-6,0%	-22,7%



Publication du chiffre d'affaires 2024

Xilam publie un chiffre d'affaires 2024 de 23,4 M€ (-41% YoY) et des produits d'exploitation de 27,9 M€ (-42% YoY), légèrement en dessous des attentes. L'année a été très difficile sur les nouvelles productions (-50%) suite à la contraction des commandes des donneurs d'ordres. De nouvelles dépréciations d'actifs vont par ailleurs être passées et l'exercice 2025 est maintenant attendu lui aussi en décroissance. Côté positif, le groupe a bien allégé sa structure de coûts sur 2024 et reste solide financièrement.

Une année à oublier sur la top line

Dans le sillage du premier semestre (-36%), Xilam a annoncé un chiffre d'affaires en nette baisse sur l'ensemble de l'année (23,4 M€ soit -41%). Côté nouvelles productions, les revenus générés atteignent 15,3 M€, un recul très marqué (-50%). Le management met en avant un environnement défavorable côté donneur d'ordres. Nous rappelons que le groupe a subi deux annulations majeures fin 2023 de la part de ces plateformes. Sur l'année, la part de la prestation reste tout de même très majoritaire dans le mix du groupe (70% vs 75% en 2023), avec 4 productions pour compte de tiers réalisées, contre 5 l'année dernière.

En ce qui concerne le catalogue, le chiffre d'affaires 2024 du segment s'établit à 8,2 M€ soit un recul (-11%) nettement moins important. Après un S1 très faible (-38%) du fait de la saisonnalité (les revenus pubs de l'AVOD sont concentrés sur le T4), le renouvellement de certaines franchises phares (*Oggy et les Cafards* avec Sony Inde, notamment) a permis au catalogue de réaliser une année correcte. Nous notons cependant que ce catalogue est toujours assez dépendant de quatre franchises phares, qui représentent 2/3 des ventes du segment.

Perspectives

Malgré un chiffre d'affaires en souffrance, le groupe indique, et c'était attendu, qu'il sera en mesure de générer un FCF positif sur l'exercice (2,7 M€ au S1) à la faveur 1/ d'une réduction

maitrisée des charges opérationnelles, 2/ d'un mix dominé par la prestation et 3/ de la fin de règlement de la créance Netflix.

En revanche, de nouvelles dépréciations (non cash) sont à attendre 1/ sur le catalogue, dont la valeur comptable est toujours trop éloignée de l'espérance de recettes futures et qui est toujours trop concentré sur quelques franchises phares (7,9 M€ avaient déjà été dépréciés sur l'exercice 2022 pour des raisons similaires) et 2/ sur l'ensemble du goodwill de Cube, dont l'acquisition s'est avérée un échec. A la clôture des comptes semestriels, ce goodwill était d'environ 3,5 M€. Nous estimons l'ensemble du one-off à une vingtaine de millions d'euros sur l'exercice. En conséquence, nous attendons désormais un ROC 2024e de -0,7 M€ et un RN de -18,6 M€. Côté cash, nous calculons un FCF 2024 de 4,6 M€ pour une position de trésorerie nette (après auto-liquidatif) de 1,1 M€, une première dans l'histoire du groupe.

A court terme, la direction a par ailleurs indiqué que le chiffre d'affaires sera de nouveau orienté à la baisse sur 2025, et ce malgré la production en cours de trois projets (deux propriétaires + *Lucy Lost*), du fait des facteurs évoqués qui continueront de peser, ainsi que de la baisse très probable du catalogue. Le ton de la société était relativement plus positif au moment des résultats semestriels, puisqu'un retour à une croissance modérée dès 2025 avait été évoqué (consensus CA 2025 avant publication : 31,5 M€). La non-reconduction de Netflix pour une deuxième saison de *Twilight of the Gods* initialement espérée, a pesé.

Sur la base de ces éléments et même avec quelques économies additionnelles (3M€ déjà réalisés en année pleine), nous pensons que Xilam sera encore mécaniquement en pertes en 2025. Nous manquons pour le moment de visibilité pour fournir des chiffres fiables. Concernant la génération de cash, maintenant que la créance Netflix est entièrement réglée, un FCF structurellement positif nous semble plus difficilement envisageable, d'autant que le groupe espère retrouver un mix, entre le propriétaire et la prestation, plus équilibré que celui observé ces dernières années.

Recommandation

Suite à cette publication, nous revoyons significativement notre objectif de cours, à 4,00€ (contre 8,00€ précédemment) afin de concrètement refléter 1/ la baisse significative de la valeur patrimoniale du groupe (dont le niveau, avant nouvelles dépréciations, était notre argument principal pour justifier un OC de 8,00€) et du multiple cible associé, 2/ des perspectives largement dégradées et 3/ aucun catalyseur franc à court-terme. Nous maintenons notre recommandation à Neutre.



Présentation de la société

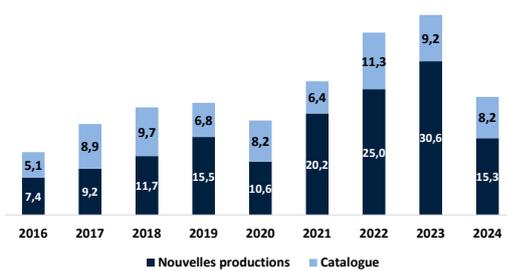
Fondé en 1999 par Marc du Pontavice, Xilam est le leader européen de la production de séries d'animation. La société, qui a réalisé plus de 45 M€ de chiffre d'affaires lors de son dernier exercice, produit et réalise des créations animées, en 2D et en 3D, principalement à destination des enfants. Elle 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.

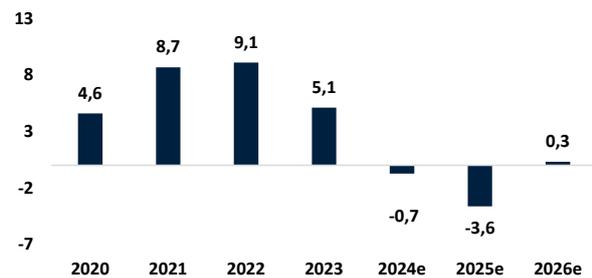
Multiples de valorisation des comparables

Société	Capitalisation	EV/sales			EV/EBITDA			EV/EBIT			P/E		
		2023e	2024e	2025e	2023e	2024e	2025e	2023e	2024e	2025e	2023e	2024e	2025e
Ienolino & 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
Moyenne	53,9	2,5x	2,1x	1,8x	5,4x	4,5x	3,8x	7,7x	5,9x	5,3x	7,6x	11,4x	5,1x
Médiane	30,7	1,0x	0,8x	0,6x	2,7x	2,4x	2,1x	5,7x	4,1x	3,5x	5,5x	4,7x	3,4x

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	27,9	19,4	28,4
Chiffre d'affaires	30,2	21,9	35,6	42,0	45,7	26,6	18,3	24,7
Résultat opérationnel courant	9,2	4,6	8,7	9,1	5,1	-0,7	-3,6	0,3
Résultat opérationnel	8,9	4,4	8,7	2,3	4,9	-19,0	-3,6	0,3
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	-0,8	-0,9	-0,1
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
Résultat net part du groupe	6,9	3,0	6,3	1,5	4,9	-18,6	-3,2	-0,1
Bilan (M€)	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Actifs non courants	73,2	94,6	101,7	101,1	99,1	80,5	82,9	83,3
<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>0,6</i>	<i>0,6</i>	<i>0,6</i>
Disponibilités + VMP	20,0	10,1	9,9	13,3	8,3	11,6	2,6	1,2
Capitaux propres	55,3	60,7	67,6	69,2	74,1	52,9	49,7	49,6
Emprunts et dettes financières	23,5	18,5	28,6	29,2	15,5	10,5	10,5	10,5
Total Bilan	114,8	128,0	147,6	154,7	134,8	99,6	91,1	91,0
Tableau de flux (M€)	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Marge Brute d'autofinancement	28,8	16,4	35,7	32,1	23,6	11,6	3,7	10,9
Variation de BFR	1,6	-7,1	10,8	0,9	-8,1	1,2	-3,3	-0,8
Flux net de trésorerie généré par l'activité	27,2	23,5	24,9	31,2	31,7	12,8	0,4	10,1
Investissements opérationnels nets	-22,4	-23,9	-31,8	-24,6	-19,1	-8,2	-9,4	-11,5
Investissements financiers nets	0,0	-1,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Flux nets de trésorerie liés aux investissements	-22,4	-24,8	-31,3	-24,6	-19,1	-8,2	-9,4	-11,5
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	-5,0	0,0	0,0
Autres	0,0	0,0	0,0	0,0	-3,5	0,0	0,0	0,0
Flux de trésorerie liés au financement	12,9	-8,4	6,2	-3,1	-17,6	-1,4	0,0	0,0
Variation de trésorerie	17,7	-9,7	-0,1	3,5	-5,1	3,2	-9,0	-1,4
Ratios (%)	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Variation chiffre d'affaires	7,8%	-27,4%	62,3%	18,0%	8,8%	-41,8%	-31,2%	35,0%
Marge EBE	93,1%	71,0%	95,5%	70,5%	49,7%	40,1%	18,4%	46,3%
Marge opérationnelle courante	30,5%	20,8%	24,4%	21,7%	11,2%	-2,8%	-19,9%	1,3%
Marge opérationnelle	29,5%	19,8%	24,4%	5,4%	10,8%	-71,6%	-19,9%	1,3%
Marge nette	22,8%	13,5%	17,8%	3,5%	10,6%	-70,0%	-17,4%	-0,3%
Capex (% CA)	74,1%	109,1%	89,5%	58,6%	41,8%	30,9%	51,4%	46,6%
ROCE	9,2%	3,8%	5,9%	6,4%	4,2%	-0,8%	-3,5%	0,3%
ROCE hors GW	9,3%	3,9%	6,2%	6,6%	4,4%	-0,8%	-3,5%	0,3%
ROE	12,5%	4,9%	9,4%	2,1%	6,6%	-35,2%	-6,4%	-0,2%
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
Gearing (%)	6,4%	13,9%	27,6%	23,0%	9,8%	-2,0%	15,9%	18,8%
Dettes nettes/EBE	0,1	0,5	0,5	0,5	0,3	-0,1	2,3	0,8
EBE/charges financières	57,4	38,9	68,0	18,5	47,7	21,3	5,6	19,1
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	21,6	3,6	3,6	3,6
(1) Capitalisation boursière moyenne	227,5	231,0	250,5	215,8	127,3	21,0	21,0	21,0
(2) Dette nette (+)/ trésorerie nette (-)	3,5	8,4	18,6	15,9	7,3	-1,1	7,9	9,3
(3) Valeur des minoritaires	0,0	0,0	3,2	3,3	2,8	0,2	0,2	0,2
(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	137,4	20,1	29,1	30,5
VE/CA	7,7x	10,9x	7,7x	5,6x	3,0x	0,8x	1,6x	1,2x
VE/EBE	8,2x	15,4x	8,0x	7,9x	6,0x	1,9x	8,6x	2,7x
VE/ROC	25,1x	52,6x	31,4x	25,8x	26,8x	ns	ns	ns
P/E	33,0x	78,2x	39,6x	145,8x	26,2x	ns	ns	ns
P/B	4,1x	3,8x	3,7x	3,1x	1,7x	0,4x	0,4x	0,4x
Données par action (€)	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Bnpa	1,2	0,5	1,1	0,3	0,8	-3,2	-0,5	0,0
Book value/action	9,4	10,3	11,5	11,7	12,6	9,0	8,4	8,4
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

