

Achat	<i>Potentiel</i>	55%
Objectif de cours		3,90 €
Cours au 25/05/2016 (c)		2,51 €
Euro next Paris Comp C		
Reuters / Bloomberg	XIL.PA / XIL.FP	

Performances	Ytd	1m	3m	12m
Perf. Absolue	25,5%	0,4%	13,1%	6,4%
Perf CAC small	-4,0%	-12%	6,5%	-0,1%

Informations boursières (en M €)

Capitalisation (M €)	112
Nb de titres (en millions)	4,5
Volume 12 mois (titres)	3 482
Extrêmes 12 mois	1,70 € / 2,70 €

Actionnariat

Marc du Pontavice	67%
Flottant	26%
Auto-détention	5%
Autres	1%

Données financières (en M €)

au 31/12	2014	2015	2016e	2017e
CA	12,9	11,3	16,5	22,8
var %	0,6%	-12,7%	45,7%	38,8%
EBE	10,5	10,9	16,1	23,2
%CA	81,3%	96,3%	97,9%	101,7%
ROC	2,1	1,9	3,0	4,9
%CA	16,2%	16,5%	18,2%	21,4%
RN pdg	1,4	1,4	2,5	4,2
%CA	11,0%	12,4%	15,0%	18,3%
Bnpa (€)	0,32	0,31	0,55	0,94
ROCE (%)	6%	4%	7%	10%
ROE (%)	12%	10%	15%	21%
Dette nette	12,3	13,9	13,0	10,5
Gearing (%)	102%	103%	82%	52%
Dividende	0,0	0,0	0,0	0,0
Yield (%)	0%	0%	0%	0%

Ratios

	2014	2015	2016e	2017e
VE/CA (x)	0,9	1,0	0,7	0,5
VE/EBE (x)	1,1	1,0	0,7	0,5
VE/ROC (x)	5,4	6,0	3,7	2,3
PE (x)	7,9	8,0	4,5	2,7

Analyste :

Cécile Aboulian
01 44 70 20 70
caboulian@elcorp.com

Xilam

Loisirs

Un catalogue animé

Xilam est le leader français de la production de séries d'animation. Avec un catalogue solide et des productions de séries originales diffusées dans 150 pays, Xilam affiche une croissance de son chiffre d'affaires de plus de 6% depuis 5 ans. Le préfinancement de ses productions et la maîtrise de ses coûts de holding lui permettent d'afficher une rentabilité opérationnelle de près de 17% que nous attendons en hausse.

Malgré un rerating de la valeur depuis octobre 2015, nous pensons qu'elle présente un potentiel de hausse intéressant compte tenu de l'exploitation du catalogue et des séries en cours de production.

Avec plus de 30% de croissance annuelle moyenne attendue d'ici 2018, le chiffre d'affaires de Xilam devrait bénéficier de l'augmentation de ses capacités de production en France, de la digitalisation de son studio asiatique et du renouvellement des droits sur la diffusion de son catalogue en linéaire et en numérique.

Xilam bénéficie de la demande des diffuseurs pour les séries d'animation, de la croissance du nombre de chaînes de télévision et de la dynamique des plateformes numériques. Elle diversifie ainsi ses sources de revenus à moindre coût via l'exploitation de son catalogue en numérique.

2016 marque un tournant historique dans la stratégie de Xilam avec l'ouverture de deux studios pour passer de 35 demi-heures de capacité de production en 2015 à 90 demi-heures en 2018. Compte tenu du préfinancement d'au moins 100% des coûts directs et de la maîtrise de ses coûts de production, nous attendons une amélioration significative de la rentabilité (+5,3 pts de MOP d'ici 2018 à 21,8%). Xilam devrait par ailleurs améliorer significativement la génération de son free cash flow entre 2015 et 2018.

Notre objectif de cours issu de la moyenne des valorisations par DCF et comparables ressort à 3,90 € et notre opinion est à Achat.

Sommaire

ARGUMENTAIRE D'INVESTISSEMENT	5
MATRICE SWOT	7
XILAM: LA CONSTRUCTION DE MARQUES	8
2015: UN PORTEFEUILLE DE MARQUES SOLIDES	9
UN BUSINESS MODEL AU RISQUE LIMITE	13
UNE GESTION DE CASH OPTIMISEE	16
UN MARCHÉ DE L'ANIMATION DYNAMIQUE	18
XILAM: DES FORMATS ADAPTES AU PUBLIC ET AUX DIFFUSEURS	18
CONCURRENCE ET PERSPECTIVES	23
PERSPECTIVES STRATEGIQUES ET FINANCIERES	25
UNE CROISSANCE FORTE GENEREE PAR LES ANCIENNES ET NOUVELLES SERIES	25
DES COÛTS DE PRODUCTION PREALABLEMENT FINANCES	28
GENERATION DE CASH EN HAUSSE	29
VALORISATION	30
VALORISATION PAR LES DCF	30
VALORISATION PAR LES COMPARABLES	32
CONCLUSION	35
ELEMENTS FINANCIERS	36

Argumentaire d'investissement

Xilam s'est engagé dans un tournant stratégique majeur visant à étoffer son catalogue de nouvelles marques fortes afin de diversifier ses sources de revenus. L'année 2016 va être marquée par la très forte hausse des capacités de production tout en maîtrisant sa structure de coûts. Le savoir-faire de Xilam dans la création de séries originales à succès dans le monde entier nous rend confiant dans la capacité du groupe de délivrer croissance et marge dans les années à venir.

Co-leader européen des séries d'animation

Sur un marché français de la production de séries d'animation estimé à 314 heures/an ces dix dernières années, Xilam affiche une position de leader avec 88 heures livrées depuis 2010. Les 1 500 épisodes déjà en catalogue permettent à Xilam d'avoir par ailleurs une forte visibilité sur son chiffre d'affaires « catalogue ».

Un modèle adapté à la très forte croissance des plateformes numériques

Les séries d'animation créées par Xilam sont des formats courts, humoristiques et parfois sans paroles, ce qui lui permet d'avoir du succès en France, à l'international et d'intégrer facilement les exigences des plateformes numériques. Le chiffre d'affaires numérique est ainsi passé de 1,0 M€ à 1,7 M€ en 2015 et constituera selon nous le principal levier de croissance du catalogue sur les prochaines années.

Une génération de cash en hausse

Xilam va bénéficier de la montée en puissance de ses nouvelles productions sur sa rentabilité compte tenu du préfinancement de ses coûts directs de production, d'une quote-part de plus en plus importante de ses coûts de holding (attendus en légère hausse) et de l'optimisation de ses coûts de production (internalisation de la production en 2016). Le FCF est ainsi attendu significativement en hausse d'ici 2018.

Malgré le rerating de la valeur des 6 derniers mois, le niveau de valorisation actuel ne reflète pas encore selon nous tout le potentiel de croissance de Xilam dans un contexte de l'animation porteur.

Matrice SWOT

Forces

- Catalogue de marques fortes (Oggy et les Cafards, les Zinzins de l'espace, Les Dalton...)
- Créations originales qui permettent de disposer de près de 100% des droits sur les séries
- Savoir-faire de 20 ans dans l'animation
- Internationalisation de l'offre dans 150 pays
- Portefeuille solide de clients diffuseurs en chaînes gratuites et payantes
- Volume de production en hausse
- Préfinancement du cycle des coûts directs et maîtrise du risque financier
- Rentabilité en hausse liée à la maîtrise des coûts de production, des frais de holding et à la hausse des volumes de production

Faiblesses

- Dépendance du chiffre d'affaires catalogue à Oggy et les Cafards et, dans une moindre mesure, à Zig & Sharko
- Endettement financier élevé au bilan compte tenu de la part des crédits de production (adossés aux préventes)
- Complexité de la lecture des comptes liée au secteur

Opportunités

- Augmentation du nombre de chaînes de télévision
- Montée en puissance des plateformes numériques
- Demande des diffuseurs en hausse pour les séries d'animation de formats courts
- Consolidation du secteur

Menaces

- Réduction des dépenses publicitaires des annonceurs sur la télévision
- Secteur concurrentiel

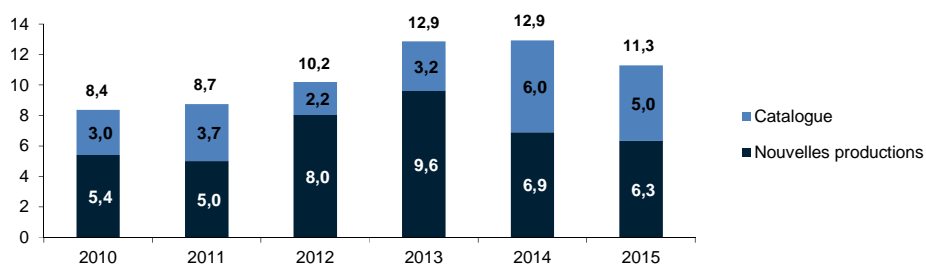
Xilam: la construction de marques

Créé en 1999, Xilam est devenu un des leaders de la production de séries d'animation en Europe à la suite du rachat des actifs de Gaumont Multimédia par Marc du Pontavice, actuel PDG. La société conçoit, produit et distribue des dessins animés pour la télévision et les nouvelles plateformes numériques.

Le business model de Xilam permet de limiter les risques financiers en faisant financer 70%/80% des coûts totaux (au moins 100% des coûts directs de production) en amont de la phase de production. Compte tenu de la qualité des séries produites, Xilam a construit un catalogue qui permet de rentabiliser les séries en commercialisant les droits de diffusion.

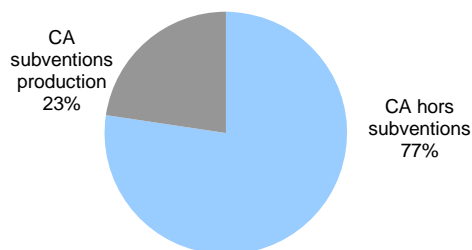
Croissance et rentabilité sont soutenues par les succès historiques du studio (Oggy et les Cafards, Zig & Sharko, Les Dalton, Les Zinzins de l'espace, les Nouvelles Aventures de Lucky Luke) et les nouvelles productions réalisées chaque année.

Evolution du chiffre d'affaires de Xilam depuis 2010 (M€)



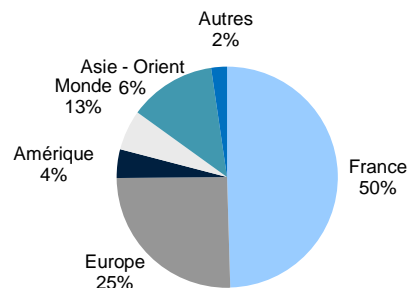
source : société / Euroland Corporate

CA 2015: répartition typologique



source : société / Euroland Corporate

CA 2015: répartition géographique



source : société / Euroland Corporate

2015: un portefeuille de marques solides

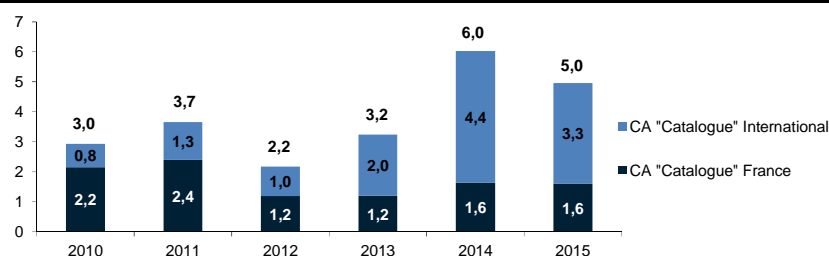
Xilam dispose de 1 500 épisodes en catalogue pour un public de 6-11 ans principalement. Avec près de 70% du chiffre d'affaires Catalogue généré à l'international en 2015, Xilam touche une audience dans 150 pays. Ses principaux clients sont les plus grands diffuseurs: France Télévision, Canal+, TF1, Canal J, Gulli, Nickelodeon, Disney, Cartoon Network. **Depuis 2007, Xilam produit des séries qui engendrent systématiquement une deuxième saison et valide ainsi les choix artistiques du studio.**

Catalogue mai 2016

Catalogue	Genre	Public	Année de production	Format	Nombre de saison à date
Famille Paprika	Preschool	4-6 ans	2015	78x7	1
Bienvenue chez les Ronks	Comédie (3D)	6-11 ans	2015	52x13	1
Hubert Takako	Comédie	6-11 ans	2012-2013	78x7	1
Oggy et les cafards	Comédie cartoon	Famille	1998-2013	351x7	5
Flapacha, où es-tu?	Comédie	6-9ans	2011-2014	104x13	2
Zig & Sharko	Comédie cartoon	Famille	2010-2015	156x7	2
Les Dalton	Comédie	Famille	2009-2013	195x7	2
Magic	Comédie	6-11 ans	2008-2009	26x26	2
Les zinzins de l'espace	Comédie déjantée	Famille	1996-98 (s1) 2004-05 (s2)	104x13	2
Mr bébé	Comédie/sitcom	Famille	2008-2009	48x4	1
Rahan	Comédie, action	8-13 ans	2008-2009	26x26	1
Shuriken School	Comédie, action	6-12 ans	2006-2007	26x26	1
Ratz	Comédie cartoon	6-11 ans	2002-2003	52x13	1
Toupou	Aventure et humour	6-12 ans	2004	26x26	1
Dragon Flyz	Action / aventure	7-12 ans	1996-97	26x26	1
Bali	Comédie	3-6 ans		52x13	1
C'est quoi l'idée	Philosophique	upper pre-school		52*5	1
Oggy et les cafards le film	Comédie cartoon	Famille	2012-13	80	
Tous à l'ouest	Comédie, action, aventure	Famille	2006-07	85	
Kaena la prophétie	Fantastique	A partir de 10 ans	2003	90	

source : société / Euroland Corporate

Evolution du chiffre d'affaires « Catalogue » par zone géographique (M€)



source : société / Euroland Corporate

Des revenus qui se renforcent sur le Catalogue

Le chiffre d'affaires « Catalogue » bénéficie de la qualité des séries produites par Xilam, d'un marché de la SVoD et de l'Advod en pleine expansion et de l'augmentation du nombre de chaînes TV. Après la première diffusion d'une série, les droits peuvent ainsi être revendus à des chaînes de télévision (ventes en linéaire) ou à des plateformes internet (ventes en numérique). **Les trois marques « Oggy et les cafards », « Zig & Sharko » et « Flapacha, où es-tu ? » ont représenté 57% du chiffre d'affaires catalogue 2015.**

La qualité du catalogue permet à Xilam d'avoir une forte visibilité sur ses revenus futurs compte tenu de la **commercialisation des droits (après premier cycle d'exploitation) sur une durée de 2 à 3 ans selon les diffuseurs TV et de 1 à 2 ans sur les plateformes numériques.** Avec une reconnaissance du chiffre d'affaires à la signature ou au renouvellement des droits (et non au fur et à mesure des rediffusions), le chiffre d'affaires « Catalogue » en ressort volatile d'une année sur l'autre.

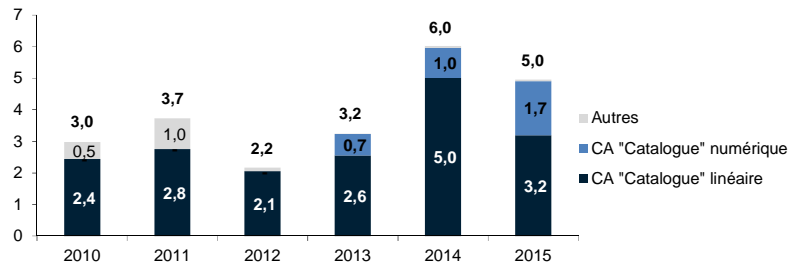
Focus sur les droits TV France

Programme	Format	Droits TV France en cours
Les Zinzins de l'Espace 1	52 x 13	Gulli
Oggy et les Cafards 1	78 x 7	France Télévisions
Oggy et les Cafards 2	78 x 7	France Télévisions
Ratz	52 x 13	Gulli
Les Zinzins de l'Espace 2	52 x 13	Gulli
Shuriken school	26 x 26	Gulli
Rantanplan	75 x 1,5	France Télévisions
Magic	26 x 26	Gulli
Oggy et les Cafards 3	39 x 7	France Télévisions
Les Dalton 1	78 x 7	France Télévisions / Télétoons
Zig & Sharko 1	78 x 7	Gulli
Oggy et les Cafards 4	78 x 7	France Télévisions / Canal + / Télétoons
Flapacha, où es-tu?	52 x 13	France Télévisions / Télétoons
What's the Big Idea ?	52 x 5	France Télévisions
Hubert & Takako	78 x 7	Gulli / Canal J
Les Dalton 2	117 x 7	France Télévisions / Canal + / Télétoons
Flapacha, où es-tu ? 2	52 x 13	France Télévisions / Télétoons
Zig & Sharko 2	78 x 7	Gulli
Bienvenue chez les Ronks	52 x 13	France Télévisions / Disney

source : société / Euroland Corporate

A date, les revenus issus de la vente de droits en France sont principalement générés par France Télévision et Gulli mais les plateformes numériques sont les plus contributives à la croissance.

Evolution du chiffre d'affaires « Catalogue » de Xilam depuis 2010 (M€)

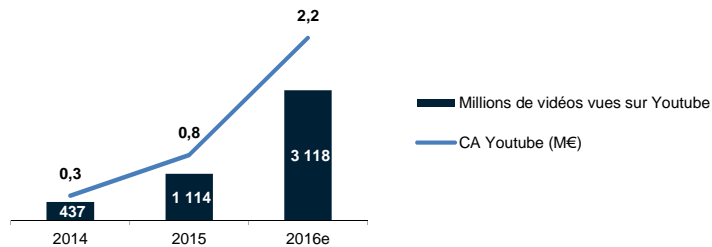


source : société / Euroland Corporate

Les séries de Xilam sont présentes sur toutes les plateformes digitales et lui permettent de générer un chiffre d'affaires 2015 de 1,7 M€ (+78%). « Oggy et les Cafards » ainsi que « Zig & Sharko » avec leurs formats courts (7 mn) et non dialogués, se commercialisent particulièrement bien sur ces plateformes.

Sur le numérique, Youtube fait figure de premier relai de croissance avec une hausse de 170% de son chiffre d'affaires en 2015 à 0,8 M€ et 1 114 millions de vidéos vues. Le chiffre d'affaires net des commissions (45%) est enregistré dans le compte de résultat en chiffre d'affaires.

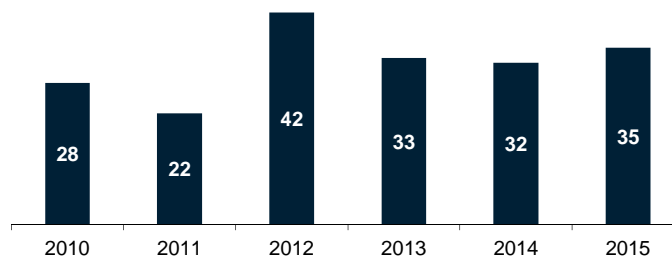
Audience et chiffre d'affaires Youtube



source : société / Euroland Corporate

Pour construire un catalogue de qualité, chaque année, Xilam produit une moyenne de 35 demi-heures de nouvelles séries dans ses studios en France et au Vietnam. Les ouvertures de deux nouveaux studios en France et la digitalisation du studio vietnamien devraient permettre à Xilam de rapidement multiplier ses capacités de production.

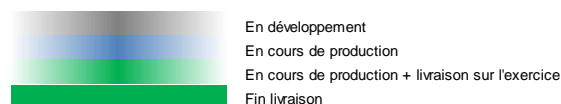
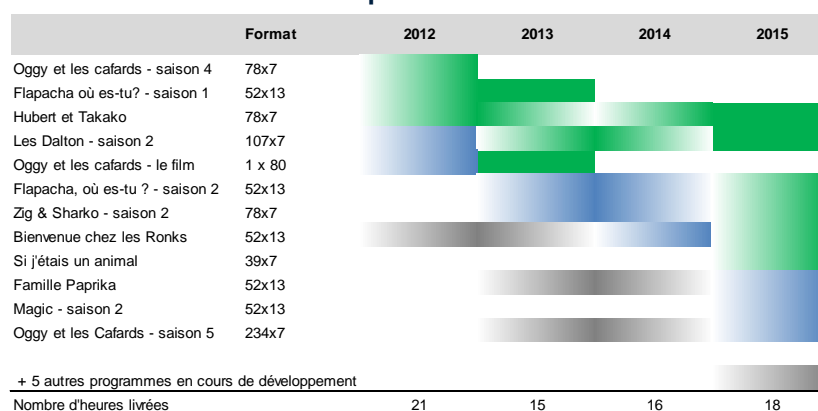
Nombre de demi-heures livrées



source : société / Euroland Corporate

En amont de la production de nouvelles séries, Xilam réalise des travaux préliminaires (d'une durée de 12 à 24 mois) pour définir le concept, les personnages, le format, la méthode de fabrication, délimiter l'environnement graphique, littéraire... Ces travaux aboutissent à un dossier de présentation (synopsis, pilote, budget) présenté aux diffuseurs et distributeurs. Cette phase coûte entre 200k€ et 250 k€ pour une série de 26 épisodes de 26 minutes et permet de rechercher le financement. Celui-ci trouvé, Xilam lance la production de la série.

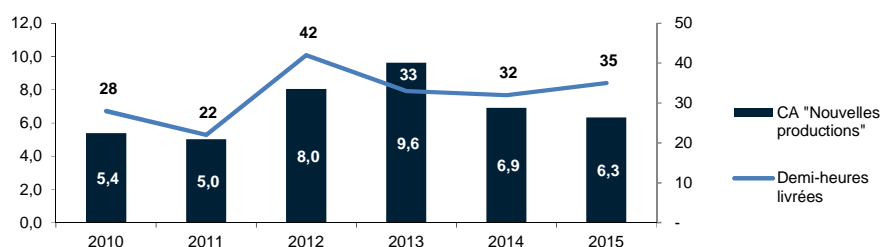
Etat des lieux des nouvelles productions



source : société / Euroland Corporate

La croissance du chiffre d'affaires « Nouvelles productions » est principalement portée par celle des volumes néanmoins, le prix peut être revu à la hausse selon le succès des saisons produites précédemment. A titre d'exemple, le prix de Oggy et les Cafards - saison 5 devrait s'inscrire en hausse par rapport à la moyenne.

Chiffre d'affaires Nouvelles productions et nombre de demi-heures livrées



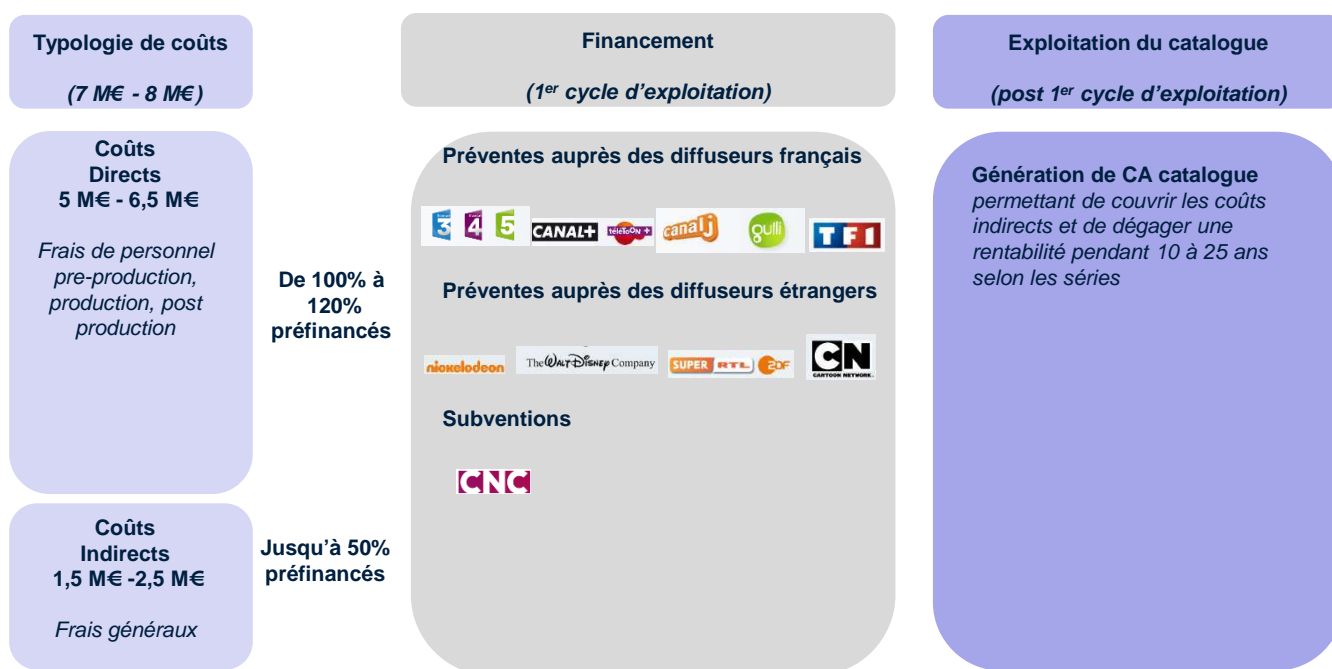
source : société / Euroland Corporate

Le chiffre d'affaires « **Nouvelles productions** », généré par les préventes des séries auprès des diffuseurs français, internationaux et par les subventions est étroitement corrélé au volume de production de Xilam.

Un business model au risque limité

La construction du catalogue de Xilam passe par la production de nouvelles séries et l'exploitation de leurs droits sur une durée de 10 à 25 ans. **La part de risque prise par Xilam est limitée à la part non préfinancée et aux dépassements de budget.** Ce risque est relativement limité dans la mesure où, avant chaque lancement, Xilam sécurise le financement de 100% à 120% des charges directes de production.

Cycle de production et de financement d'une série 26x26



source : Euroland Corporate

Le chiffre d'affaires réalisé par la première exploitation d'une série 26x26 ressort en moyenne à 6,0 M€ ces trois dernières années (dont 3,1 M€ de préventes en France, 0,7 M€ de préventes à l'international et 2,1 M€ de subventions) et couvre ainsi entre 75% et 85% du coût total de production de la série (estimé à 7 M€/8 M€) dès sa première exploitation.

La couverture du reste des coûts et la marge sont ensuite assurées par les ventes en 2^{ème}, 3^{ème}, 4^{ème}... cycles d'exploitation. A noter qu'en deuxième cycle (entrée dans le catalogue), le prix ressort avec une décote (que nous estimons à 50% minimum). Pour être rentable dès le 2^{ème} cycle, une série doit vendre ses droits en France et à l'international. La qualité du catalogue est ainsi majeure dans la rentabilité du groupe.

Forte visibilité sur le chiffre d'affaires

Compte tenu de la politique de préfinancement retenue par Xilam, la société a une visibilité sur près de 100% de la génération de chiffre d'affaires Nouvelles productions de 18 à 24 mois avant leur enregistrement (durée de la production de la série).

Estimation chiffre d'affaires pour une série 26x26

Origine chiffre d'affaires	"Nouvelle production"			"Catalogue"		Somme
	1er cycle d'exploitation			2ème cycle d'exploitation	3ème cycle d'exploitation	
	Année 1	Année 2	Année 3	Année 4 / 5 / 6	Année 7 / 8 / 9	
France	1,0	1,0	1,0	1,6	0,8	5,5
International	0,2	0,2	0,2	0,4	0,2	1,4
Subvention	0,7	0,7	0,7	0,0	0,0	2,1
Total	2,0	2,0	2,0	2,0	1,0	9,0
Somme (stocks n-1+n)		4,0	6,0	8,0	9,0	

Atteinte du point mort d'une série 26x26 au début du 2^{ème} cycle d'exploitation : année 4

Ces estimations sont données à titre indicatif dans la mesure où chaque série est différente et que, si il y a sortie de nouvelles saisons, cela vient consolider les prix de vente des saisons précédentes.

source : Euroland Corporate

La visibilité sur le chiffre d'affaires Catalogue se concrétise à partir du premier cycle d'exploitation de la série. On considère ainsi pendant le 1^{ère} cycle Xilam, on a une visibilité sur 80% du chiffre d'affaires généré par la 2^{ème} cycle (catalogue).

Les cycles de ventes de droits en France et à l'étranger sont de 2 à 3 ans auprès de chaînes de télévisions et de 1 à 2 ans sur le numérique (Youtube, Netflix...). Xilam gère ainsi 15 à 20 contrats par série en moyenne avec l'ensemble des diffuseurs et distributeurs dans le monde. **Les droits sur le numérique ne sont pas exclusifs. En linéaire, il peut y avoir exclusivité sur le gratuit ou le payant.**

Stratégie de conservation des droits

En choisissant le financement par des préventes et par très peu de co-production, Xilam a opté pour la conservation de ses droits et la valorisation à 100% de ceux-ci au sein de la société. Les revenus générés par les créations originales de Xilam reviennent ainsi quasiment intégralement à Xilam (hors droits d'auteurs, créateurs, Sofica).

Des investissements pré financés et amortis sur le temps d'exploitation

Chaque année, Xilam fait attention à faire financer ses coûts indirects (de holding) par ses ventes en catalogue. **Plus le volume de production va s'élever, plus les frais de holding devraient être couverts par les préventes (couvrant jusqu'à 120% des coûts directs de production).** Compte tenu du volume de production, nous attendons une couverture en hausse pour des frais de holding (en faible hausse) et une rentabilité qui s'améliore à court terme.

Compte tenu de l'immobilisation des coûts directs et d'un partie des coûts indirects de production, Xilam présente un compte de résultat avec les dotations aux amortissements comme principale charge (80% des charges d'exploitation sur les trois dernières années).

Celles-ci correspondent à l'amortissement des coûts de production (principalement charges de personnel) à partir de la livraison des épisodes. L'amortissement suit la méthode de la recette estimée et correspond au coût livré (coût total (VNC) x recette de la période / (recette de la période + recettes futures)).

Au moment où l'actif entre en catalogue, il est amorti à hauteur de 70%/80%.

Focus comptabilisation Xilam

	Nature	Nature (détails)	Comptabilisation (poste)
Développement	Frais préliminaires	Recherches graphiques, littéraires	Charges d'exploitation (CR)
	Financement	Subventions de développement	Produits d'exploitation (CR)
		Crédit de production "développement"	Dettes (Bilan)
Production	Charges de production	Coûts directs et indirects de production (frais de personnel, charges externes, frais financiers)	1- Immobilisation incorporelles en cours (Bilan)
			2- Immobilisation incorporelles (Bilan)
			3- Amortissement (CR)
	Financement	Crédit de production Préventes / "Vente nouvelles productions"	Dettes (Bilan)
			1- Avances clients et produits constatées d'avance (Bilan)
Financement	Subvention à la production	2- Chiffre d'affaires (CR)	
		1- Avances clients et produits constatées d'avance (Bilan)	
		2- Produits d'exploitation (CR)	
Financement	Crédit d'impôt audiovisuel	1- Avances clients et produits constatées d'avance (Bilan)	
		2- Produits d'exploitation (CR)	
Catalogue	Financement	Lignes Dailly (concours bancaires courants) "Vente catalogue"	Dettes (Bilan)
			Avances et Produits constatées d'avance (Bilan)
			Chiffre d'affaires (CR)
			Chiffre d'affaires (CR)

source : société / Euroland Corporate

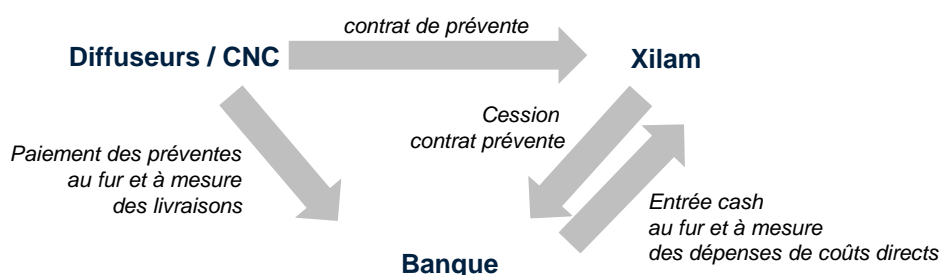
Une gestion du cash optimisée ...

...par les accords bancaires

Pour les nouvelles productions

A l'issue de la phase de prévente, Xilam est assuré de toucher 100% à 120% des coûts directs engagés dans une série à partir de la livraison des épisodes. Afin de financer les coûts de production, Xilam fait appel à ses banques pour des crédits de production qui vont lui donner les moyens de financer la production, la production et la post production. La banque va alors devenir propriétaire des titres de créances de Xilam et lui verser progressivement des mille stones correspondants aux coûts engagés dans la série. La banque sera payée directement par les diffuseurs et le CNC.

Crédit de production



source : Euroland Corporate

Le coût de financement des productions s'élève en moyenne à 2,7% sur 2015 et est activé au bilan (faisant parti des coûts de production).

A fin 2015, les crédits de productions s'élevaient à 8,3 M€, étroitement corrélés aux investissements (52% en moyenne depuis 2012).

Pour le catalogue

Quand Xilam signe un contrat de vente de droits, le diffuseur paiera en plusieurs fois, suivant le rythme des livraisons. En passant par les lignes Dailly, Xilam reçoit l'argent en une fois. Le diffuseur paiera directement à la banque également.

Les lignes Dailly et les crédits de productions sont des dettes auto-liquidatives, qui se remboursent sans que les flux passent par Xilam

Les dettes non auto-liquidatives sont des dettes financières servant le financement de la croissance, le développement de nouvelles activités. La société ne devrait pas procéder à de nouveaux emprunts corporate à court terme (levée de 3,5 M€ en 2014 auprès de la BPI et de la banque Palatine).

Evolution de l'endettement depuis 2010

	2 010	2 011	2 012	2 013	2 014	2 015
Dettes financières non auto-liquidatives	0,3	1,8	2,6	2,8	5,5	4,2
<i>Part dans la dette total</i>	<i>4%</i>	<i>23%</i>	<i>25%</i>	<i>23%</i>	<i>45%</i>	<i>29%</i>
Non courantes	0,1	1,2	1,7	1,8	4,1	2,9
Emprunts	0,0	0,5	1,0	1,3	3,7	2,6
Location-financement	0,0	0,6	0,7	0,6	0,4	0,2
Courantes	0,3	0,6	0,9	1,0	1,4	1,3
Emprunts	0,2	0,4	0,6	0,6	1,0	1,0
Location-financement	0,0	0,2	0,3	0,4	0,4	0,3
Dettes financières auto-liquidatives	7,1	5,8	8,0	9,2	6,9	10,3
<i>Part dans la dette total</i>	<i>96%</i>	<i>77%</i>	<i>75%</i>	<i>77%</i>	<i>55%</i>	<i>71%</i>
Non courantes	0,4	0,1	0,5	2,1	0,1	1,6
Crédits de production	0,4	0,1	0,5	2,1		1,5
Concours bancaires					0,1	0,1
Courantes	6,6	5,7	7,4	7,1	6,8	8,7
Crédits de production	5,0	4,7	6,2	5,2	5,0	6,8
Concours bancaires	1,6	1,0	1,2	1,9	1,8	1,8
Total Dettes	7,4	7,6	10,6	12,0	12,4	14,4

...et un BFR financé par les crédits de productions

Compte tenu du préfinancement des productions des séries, Xilam affiche un BFR fortement négatif (-57% ces trois dernières années). La comptabilisation des préventes en « Avances clients et produits constatés d'avance » (5,2 M€), du solde des subventions restant à verser (2,7 M€) et du crédit d'impôt audiovisuel et cinéma (3,7 M€) couvrent largement les créances d'exploitation (7,4 M€).

Compte tenu de ces éléments, Xilam parvient à équilibrer la gestion de son cash ces dernières années.

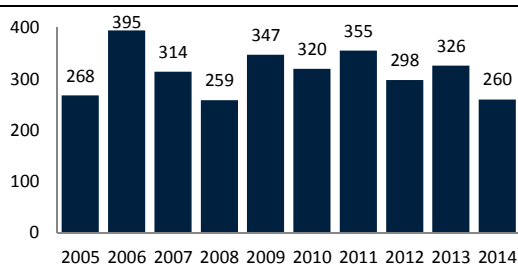
Tableau de flux de trésorerie

Tableau de flux (M€)	2012	2013	2014	2015
Marge Brute d'autofinancement	8,2	11,0	10,5	10,9
Variation de BFR	-3,1	-0,1	-1,8	-3,3
Flux net de trésorerie généré par l'activité	11,3	11,1	12,3	14,3
Investissements opérationnels nets	-13,0	-13,3	-10,6	-16,0
Investissements financiers nets	0,0	0,0	0,0	0,0
Flux nets de trésorerie liés aux investissements	-13,4	-13,2	-10,7	-15,6
Augmentation de capital	-0,9	0,0	0,0	0,0
Variation emprunts	-0,2	-0,3	-0,3	-0,3
Dividendes versés	0,0	0,0	0,0	0,0
Flux de trésorerie liés au financement	2,1	2,0	-1,4	1,6
Variation de l'endettement financier net	0,0	-0,1	0,2	0,2

Un marché de l'animation dynamique

Xilam se positionne comme un des leaders de l'animation en France et en Europe. Afin de rester compétitive une société de production doit produire de nouvelles séries afin d'étoffer son offre catalogue d'où sera tirée à terme la plus grande partie du chiffre d'affaires. Ainsi la nouvelle production permet une récurrence du chiffre d'affaires dans le catalogue.

Volume horaire de production depuis 2005



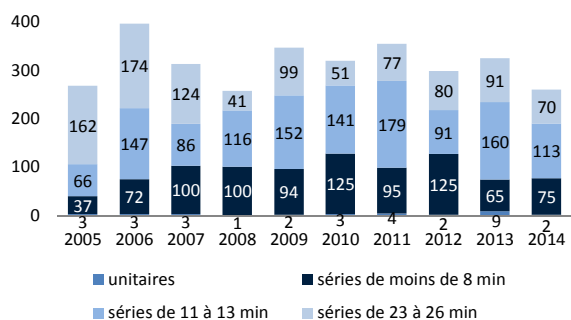
source: Le marché de l'animation 2014, CNC

La production audiovisuelle d'animation française correspond à des cycles biennaux ou triennaux, c'est-à-dire que la production est lancée deux à trois ans avant la sortie du programme. Le graphique le confirme avec la fluctuation du volume d'heures. Sur la période 2005-2014, on a un volume de production d'animation moyen de 314,2 heures.

Xilam: des formats adaptés au public et aux diffuseurs

Sur les 260 heures de programmes produites en 2014 (pour un montant de 178,1 M€), 258 heures sont dédiées aux séries. Le format court y est en progression de +4,5 points à 72,3%, le format moins de 8 minutes dépassant même le format 23-26 minutes en 2014 à 28,8%. Ce format est le plus adapté au jeune âge du public concerné, il est plus facile pour lui d'être attentif à un format court.

Evolution des formats d'animation en volume horaire



source: Le marché de l'animation 2014, CNC

Sept séries de Xilam sont en format de moins de 8 minutes (représentant 206 demi-heures de programmes), dont la série phare *Oggy et les cafards* et trois en format 13 minutes sur un total de 19 séries produites depuis sa création.

Le coût de production de ces séries varient selon leurs formats, le CNC nous donnent les coûts horaires suivants:

- 584 k€ pour les séries de moins de 8 minutes, en hausse de +12,1% vs 2013
- 694 k€ pour les séries de 11 à 13 minutes, en hausse de +4,0% vs 2013
- 770 k€ pour les séries de 23 à 26 minutes, en hausse de +8,2% vs 2013
- Et 977 k€ pour les unitaires, en hausse de +22,6% vs 2013

Le coût horaire de production est en hausse en 2014 de +4,7% à 684,8 K€, le niveau le plus élevé depuis 5 ans.

Un besoin de financement important et propre au secteur

Le marché de la production audiovisuelle d'animation a un besoin de financement très important. Les chaînes de télévision aussi bien françaises qu'étrangères sont les principales clientes et sont avec le CNC, les distributeurs et les coproducteurs les principales sources de financement.

Ils représentent au minimum 70% à 80% du coût total de l'œuvre audiovisuelle et plus de 100% des coûts directs. Les activités d'exploitation et d'investissement sont intimement liées chez tous les acteurs du marché et sont financées par des crédits bancaires liés aux contrats de chaque nouvelle production et remboursables dès l'encaissement des créances clients.

Financement de l'animation

	2010	2011	2012	2013	2014
Devis (en M€)	181,0	217,3	181,8	213,0	178,1
Financements français	76,5%	72,0%	76,9%	75,6%	74,4%
Producteurs français	17,2%	17,7%	20,0%	21,7%	18,9%
Préventes en France	5,2%	2,8%	3,0%	3,4%	4,9%
Diffuseurs	28,0%	26,6%	27,3%	27,2%	26,2%
SOFICA	1,6%	2,5%	1,6%	1,8%	1,2%
CNC	16,3%	14,1%	17,0%	15,8%	16,6%
Compléments CNC	5,0%	5,8%	3,9%	2,1%	3,1%
Autres	3,2%	2,3%	4,0%	3,6%	3,4%
Financements étrangers	23,5%	28,0%	23,1%	24,4%	25,6%
Coproductio n étrangère s	17,3%	20,0%	12,8%	12,0%	13,7%
Préventes à l'étranger	6,2%	8,0%	10,3%	12,4%	11,9%

source: *Le marché de l'animation 2014*, CNC

Le financement de l'animation est français à hauteur de 74,4% en 2014 (vs 75,6% en 2013) et fait appel à des financements étrangers à hauteur de 25,6% (vs 24,4% en 2013). Les premiers contributeurs sont les diffuseurs dont la participation est en légère baisse à 26,2% (vs 27,2% en 2013) ensuite viennent les producteurs français dont la part diminue plus nettement avec 18,9% (vs 21,7% en 2013) et le troisième contributeur et le CNC qui participe pour 16,6% en hausse par rapport à 2013 (15,8%).

Le financement par le CNC correspond à des subventions via un fonds de soutien qui ne repose sur aucun financement budgétaire. Des taxes tirées directement du marché de la diffusion d'animation financent ce fonds.

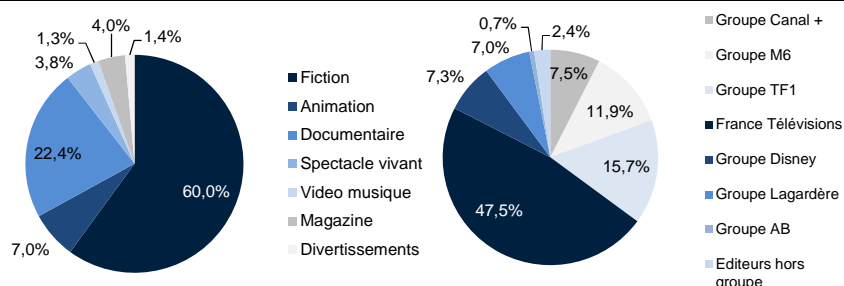
Une réforme du CNC a eu lieu en fin d'année 2015 afin de favoriser la création originale, les ventes à l'international et amplifier le mouvement de relocalisation sur le territoire français. C'est une des raisons pour laquelle Xilam a décidé de relocaliser une partie de sa production avec l'ouverture de deux nouveaux studio en France.

Une diffusion télévisuelle de l'animation

Avant toutes choses, **les chaînes de télévision sont obligées de contribuer à la production audiovisuelle, cette contribution s'élève à 13,2% de l'assiette globale* en 2014** (idem pour 2012 et 2013). Selon le CSA, l'assiette globale des principales chaînes gratuites s'élevait à 6,2 Mds€ en 2014 (- 1,5%) et leur contribution à 825,0 M€.

L'animation avec 7,0% des dépenses déclarées (57,3 M€), par les diffuseurs est en troisième position des investissements derrière la fiction (60,0%) et le documentaire (22,4 %).

Répartition des dépenses par genre et dans l'animation en 2014



source: Les chiffres clés de la production audiovisuelle 2014, CSA

Sur ces 57,3 M€, 86,2% du montant est dédié à la nouvelle production et 13,8% à l'achats de droits de diffusion.

* CA net de l'exercice précédent + recettes de l'exploitation de la TVR – frais de régie publicitaire - frais de programmation + diverses taxes

L'offre d'animation audiovisuelle est faible sur les chaînes historique...

Si l'offre d'animation progresse de 0,5 point en 2014 à 7,0% ce n'est pas grâce aux chaînes historiques qui diffusent de moins en moins d'animation chaque année. France 3 et TF1 sont les leaders avec respectivement 1 047 heures et 914 heures diffusées en 2014 soit une baisse de -3,9% et -5,6% par rapport à 2013. En 2014 les chaînes historiques affichent une baisse du volume d'animation diffusé de -11,1% par rapport à 2013 et -11,8% par rapport à 2010.

Volume d'animation sur les chaînes nationales historiques (hors films)

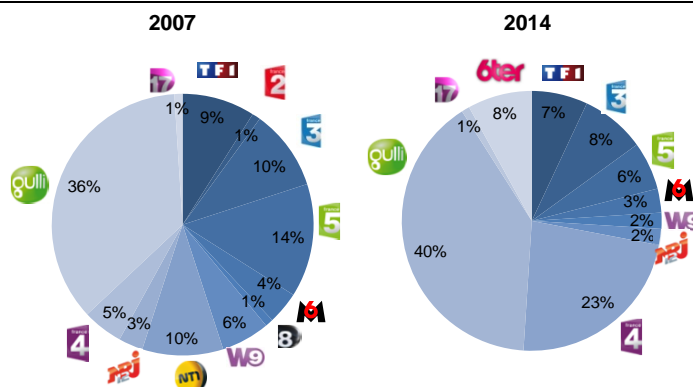
	2010	2011	2012	2013	2014
TF1	963	939	928	968	914
France 2	2	-	-	20	1
France 3	1073	995	1091	1089	1047
Canal +	263	246	239	222	215
France 5	1065	1053	1084	1027	782
M6	458	449	454	464	412
Total	3824	3682	3796	3790	3371

source: Le marché de l'animation 2014, CNC

... mais très présente sur la TNT

La création en 2005 de nouvelle chaîne a permis d'étoffer l'offre de programmes d'animation, ainsi en 2014 il y avait 13 484 heures d'animation sur les chaînes gratuites (vs 12 489 heures en 2013). Les chaînes historiques représentent seulement 24,0% de l'offre en 2014 soit presque deux fois moins que Gulli (40%) dont l'animation représente 61% de son offre avec pas moins de 5 339 heures proposées en 2014.

Evolution de l'offre d'animation sur les chaînes gratuites



source: Les chiffres clés 2014 de la télévision gratuite, CSA

Les œuvres d'animation diffusées par les chaînes gratuites sont d'origine française à 49,4%. Le reste provient d'Amérique (31,2%), d'Asie (5,3%) et d'Europe (14,1%).

L'exportation de l'animation: un prérequis pour les producteurs

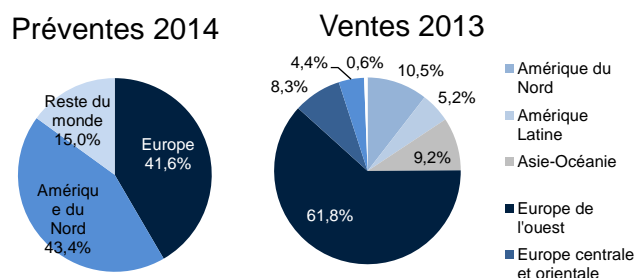
Pour se développer les sociétés de production françaises ont besoin de se vendre à l'international et elles y arrivent avec succès.

Selon le CNC, les ventes et préventes (ces dernières concernent les nouvelles productions) de programmes audiovisuels d'animation à l'étranger ont augmenté de 15,1% en 2013 à 98,9 M€. Cela confirme la qualité des programmes d'animation français.

Les distributeurs proposent un catalogue très varié pour répondre à la demande internationale, l'Allemagne et l'Italie sont les principaux acheteurs et se tournent vers les comédies d'animation pour les 6-10 ans avec des séries en format court de 7 minutes le plus souvent.

Pour les préventes, l'Amérique du Nord est devenu le premier partenaire de la France avec 9,2 M€ (+58,8%) soit 43,4% des préventes étrangères totales et dépasse l'Europe (41,6%). Pour la coproduction, le Canada et l'Inde sont respectivement le premier et le troisième partenaire des producteurs français.

Répartition des préventes et ventes étrangères de programmes français d'animation par zone géographique



source: Le marché de l'animation 2014, CNC

Pour les ventes de programmes c'est l'Europe de l'Ouest, avec notamment l'Allemagne-Autriche et ses chaînes jeunesse suivie par l'Italie qui sont les premiers acheteurs. Paradoxalement les ventes en Amérique du nord diminuent de 15,4% à 4,9 M€. Les marchés émergeant d'Asie du Sud Est sont de très bons clients pour les programmes d'animation français, tout comme l'Amérique latine où les ventes progressent de 22,5% à 2,4 M€, malgré la forte présence de Disney ou encore de Cartoon Network.

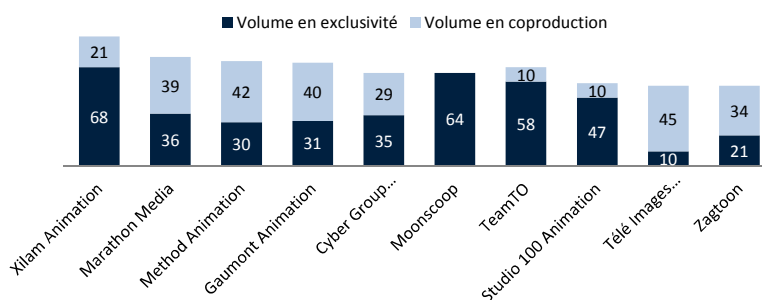
Enfin le Moyen-Orient progresse de 178,9% à 2,0 M€ où les chaînes disposent de moyens financiers conséquent.

Des grandes chaînes types Al Jazeera pour les pays arabes ou encore Disney pour l'Amérique du Nord ont un effet bénéfique pour les programmes d'animation français, qui sont valorisés auprès des autres diffuseurs régionaux une fois le contrat d'exclusivité de diffusion arrivée à son terme.

Concurrence et perspectives

La majorité des sociétés de production produisent un volume horaire de 10 heures en 2014 à l'exception de Method Animation et OuiDo Productions qui produisent respectivement 46 heures et 36 heures. Cependant elles ne sont que trois à s'autoproduire à 100% dont Xilam. La majorité fait appel à de la coproduction. Sur la période 2010-2014, Xilam Animation est le premier producteur d'animation avec 88 heures de programmes, devant Marathon Media (76 heures) et Method Animation (72 heures).

Les 10 premiers producteurs de programmes d'animation entre 2010 et 2014 (en volume horaire)



source: Le marché de l'animation 2014, CNC

Pour les sociétés de production française l'ouverture à l'international est essentielle pour produire des programmes de haute qualité et avoir la meilleure exposition possible grâce aux grandes chaînes de télévision spécialisées comme Nickelodeon, Disney ou encore Cartoon Network. Ces dernières années **les plateformes de diffusion numériques permettent d'exporter facilement les séries à travers:**

- Les Free-ad VoD c'est-à-dire la possibilité de revoir un programme gratuitement sur le site internet des chaînes de télévision ou par la création d'une chaîne gratuite via un site de partage de vidéos (ex: Youtube). La rémunération se fait par les publicités diffusées avant chaque programme.
- Les S-VoD via des plateformes payantes (ex: Netflix); le studio d'animation signe un contrat avec la plateforme comme avec une chaîne de télévision pour les droits de diffusions.

Par ailleurs, Xilam développe son CA catalogue grâce aux plateformes numériques, notamment avec sa propre chaîne Youtube ainsi elle a augmenté son CA de 78% sur les plateformes numériques en 2015 à 1,7 M€, soit 34,7% du CA total du catalogue. Pour 2016 il devrait atteindre la moitié du CA catalogue.

Pour finir, **la création de nouvelles chaînes de télévision est aussi bénéfique**, car ces dernières devront acheter des programmes. En France le lancement de la TNT et l'arrivée de Gulli, dont 61% de la programmation est de l'animation, a permis à Xilam de vendre nombre de ses séries.

Dates de lancement des chaînes de la TNT

Chaînes Historiques	2005 : Apparition TNT	2010	2012	2016
TF1, France 2, France 3, Canal +, Arte, France 5 et M6	W9, TMC, NT1, NRJ12, LCP, France 4, BFM D8, iTélé, Gulli	France Ô	D17, HD1, L'équipe 21, 6ter, Numéro 23 RMC Découverte, Chérie 25	LCI

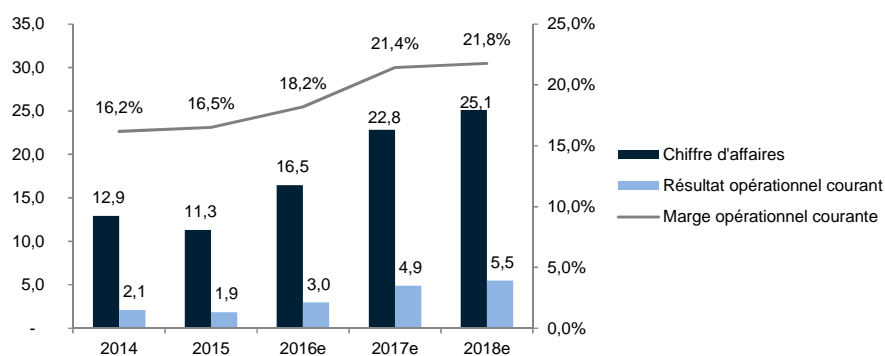
source: CSA

L'amélioration de la visibilité d'une série en France et surtout à l'international permet de dégager une marque forte qui pourra, à terme, développer le merchandising autour de cette marque.

Perspectives stratégiques et financières

Avec l'ouverture de deux nouveaux studios en France et la digitalisation de son studio vietnamien, Xilam entre dans une phase de développement qui va lui permettre de consolider son catalogue et soutenir sa croissance. **Nous attendons ainsi une croissance annuelle moyenne du chiffre d'affaires de plus de 30,0% entre 2015 et 2018.** Compte tenu de la croissance du nombre de demi-heures produites (35 en 2015 - 90 estimé en 2018), de la couverture croissante des frais de holding par les préventes et de la montée en puissance du catalogue, nous attendons une amélioration de la marge opérationnelle de **5,3 points à 21,8%.** **Nous estimons par ailleurs que Xilam pourra financer sa croissance grâce au préfinancement de ses coûts de production directs (préventes, subventions) et à ses banques (crédit de production, Dailly).**

Evolution du chiffre d'affaires et du résultat opérationnel 2014-2018e

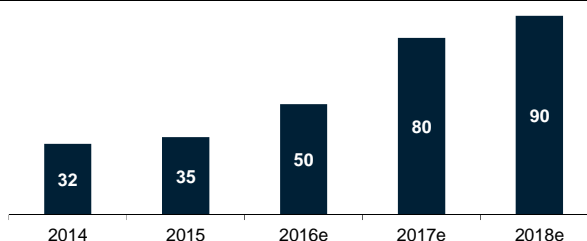


source : Euroland Corporate

Une croissance forte générée par les nouvelles et anciennes séries

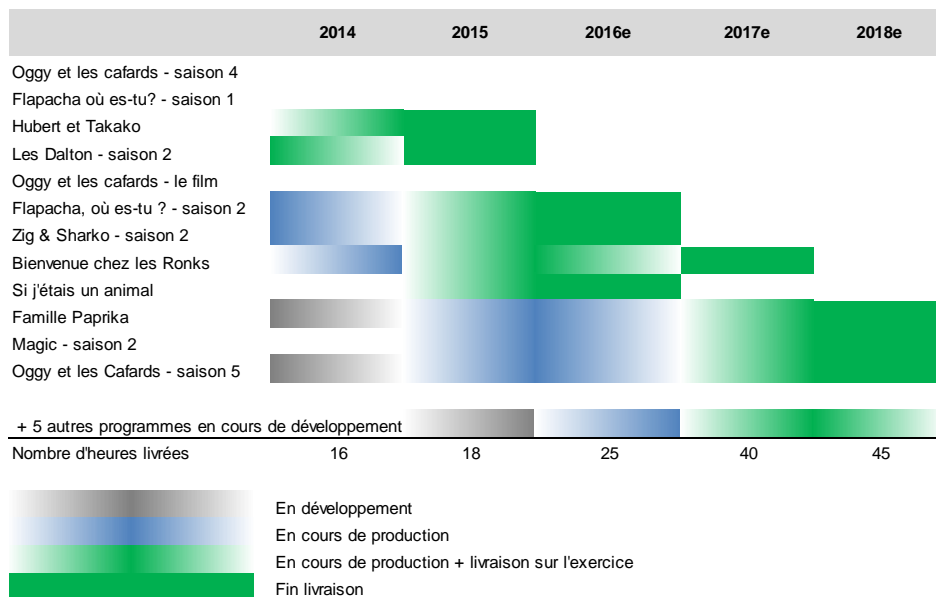
Xilam a communiqué sur un volume de nouvelles productions livrées en 2016 de 50 demi-heures et de 80 demi-heures en 2017. **Cette accélération est rendue possible grâce à l'augmentation du nombre de commandes qui a engendré l'ouverture de deux studios en France d'ici fin 2016.** 118 intermittents et 2 permanents seront recrutés pour la montée en cadence. Un des studios sera ouvert à Lyon sur le S1 2016, le second sur le S2 2016.

Evolution du nombre de demi-heures livrées



source : Euroland Corporate

Estimation des nouvelles productions

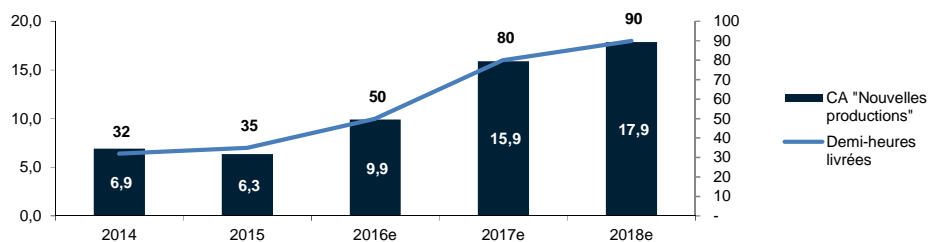


Compte tenu du volume d'heures livrées, nous attendons une croissance particulièrement forte des « Nouvelles productions » (TCAM du chiffre d'affaires de plus de 40% entre 2015 et 2018).

Les contributions au chiffre d'affaires seront principalement générées par:

- Oggy et les Cafards - saison 5
- Magic - saison 2
- Famille Paprika
- Bienvenue chez les Ronks (dont la livraison a débuté en 2015)
- Zig & Sharko - saison 2 (dont la livraison a débuté en 2015)
- Flapacha, où es-tu? - saison 2 (dont la livraison a débuté en 2015)

Chiffre d'affaires Nouvelles productions et nombre de demi-heures livrées



source : Euroland Corporate

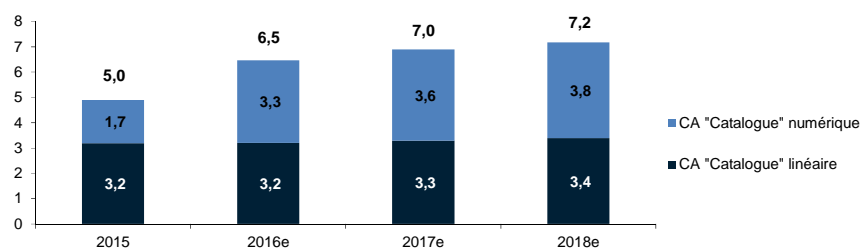
Chiffre d'affaires Nouvelles productions

	2015	2016e	2017e	2018e	TCAM 2015/18
Préventes	3,5	6,3	10,9	12,4	52,5%
Subventions	2,9	3,6	5,0	5,5	24,6%
Total	6,3	9,9	15,9	17,9	41,3%

source : Euroland Corporate

Un catalogue porté par le numérique

Depuis 20 ans, Xilam a su construire un catalogue de marques fortes qui lui permet aujourd'hui de financer une partie de ses productions. Le catalogue bénéficie non seulement du succès des séries et de la forte demande des diffuseurs en France et à l'international mais également des nouveaux usages sur plateformes numériques. Youtube permet, par exemple de diffuser les séries directement sur sa plateforme multichaine et de récolter les fruits de la publicité.

Evolution du chiffre d'affaires « Catalogue » de Xilam 2015-2018e (M€)

source : Euroland Corporate

A partir de 2016, le chiffre d'affaires du catalogue numérique devrait dépasser pour la première fois le chiffre d'affaires du catalogue en linéaire compte tenu de la montée en puissance de Youtube notamment pour lequel Xilam a constitué une équipe commerciale.

Estimations du chiffre d'affaires « Catalogue » numérique 2015-2018e

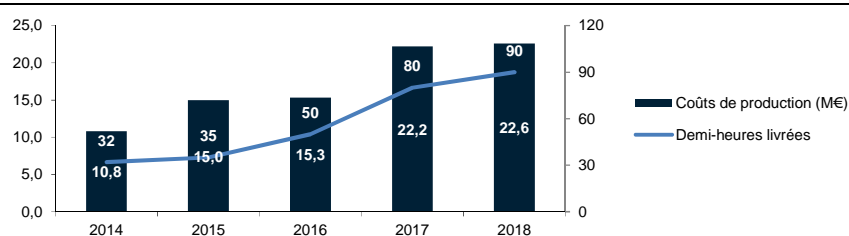
	2015	2016e	2017e	2018e	TCAM 2015/18
Youtube	0,8	1,6	1,7	1,8	31,3%
Hors Youtube	0,9	1,7	1,9	2,0	29,7%
Total	1,7	3,3	3,6	3,8	30,5%

source : Euroland Corporate

Des coûts de productions préalablement financés

Xilam a communiqué sur un coût total de production de 60 M€ pour les plus de 200 demi-heures livrées entre 2015 et 2018. Compte tenu des livraisons réalisées en 2015 (35 demi-heures dont près de 80% selon nous sur le programme mentionné), nous estimons qu'il reste un peu plus de 50 M€ à investir de 2016 à 2018 dont 35 M€/40 M€ sont déjà préfinancés par des crédits de production et des subventions.

Coûts de production et demi-heure livrées de 2015 à 2018



source : Euroland Corporate

Compte tenu de la forte augmentation des volumes de production, la quote-part des coûts de holding pris en charge en prévente et via les subventions est appelée à augmenter. Dans le même temps, avec des dotations aux amortissements fortement corrélées au chiffre d'affaires, nous estimons que la rentabilité opérationnelle devrait s'améliorer sur les prochains exercices.

Compte de résultat prévisionnel

Compte de résultat (M€)	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Chiffre d'affaires	12,9	11,3	16,5	22,8	25,1
Nouvelles productions	6,9	6,3	9,9	15,9	17,9
<i>dont préventes</i>	4,5	3,8	6,5	11,2	12,7
<i>dont subventions</i>	2,4	2,6	3,4	4,7	5,2
Catalogue	6,0	5,0	6,5	7,0	7,2
<i>dont CA hors numérique</i>	5,0	3,2	3,2	3,3	3,4
<i>dont CA numérique</i>	1,0	1,7	3,3	3,6	3,8
Résultat opérationnel courant	2,1	1,9	3,0	4,9	5,5
Résultat opérationnel	2,1	1,9	3,0	4,9	5,5
Résultat financier	-0,3	-0,2	-0,2	-0,1	0,0
Impôts	0,4	0,2	0,3	0,6	0,7
Résultat net part du groupe	1,4	1,4	2,5	4,2	4,7
Ratios (%)	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Variation chiffre d'affaires	0,6%	-12,7%	45,7%	38,8%	9,9%
Marge EBE	81,3%	96,3%	97,9%	101,7%	102,5%
Marge opérationnelle courante	16,2%	16,5%	18,2%	21,4%	21,8%
Marge opérationnelle	16,2%	16,6%	18,2%	21,4%	21,8%
Marge nette	11,0%	12,4%	15,0%	18,3%	18,8%

source : Euroland Corporate

Génération de cash en hausse

Malgré des investissements importants entre 2016 et 2018 afin d'assurer la production des demi-heures à livrer (cf. coûts de production), le FCF de Xilam devrait s'améliorer significativement pour atteindre 4,0 M€ en 2018 selon nous et lui permettre de financer ses emprunts corporate.

Variation de la trésorerie de 2015 à 2018e

Tableau de flux (M€)	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Marge Brute d'autofinancement	10,5	10,9	15,6	22,5	25,0
Variation de BFR	-1,8	-3,3	-0,6	-2,2	-0,8
Flux net de trésorerie généré par l'activité	12,3	14,3	16,2	24,8	25,8
Investissements opérationnels nets	-10,6	-16,0	-15,3	-22,2	-22,6
Investissements financiers nets	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Flux nets de trésorerie liés aux investissements	-10,7	-15,6	-15,3	-22,2	-22,6
Augmentation de capital	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Variation emprunts	-0,3	-0,3	0,0	0,0	0,0
Dividendes versés	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Flux de trésorerie liés au financement	-1,4	1,6	-1,3	2,9	-0,5
Variation de l'endettement financier net	0,2	0,2	-0,5	5,4	2,7

source: Euroland Corporate

Nous estimons que Xilam devrait poursuivre sa politique de recours à des crédits de production et afficher une composition de sa dette financière suivante sur les prochains exercices :

	2 014	2 015	2016e	2017e	2018e
Dettes financières non auto-liquidatives	5,5	4,2	3,2	2,5	1,8
<i>Part dans la dette total</i>	<i>45%</i>	<i>29%</i>	<i>24%</i>	<i>15%</i>	<i>11%</i>
Non courantes	4,1	2,9	1,9	1,2	0,5
Emprunts	3,7	2,6	1,7	1,0	0,3
Location-financement	0,4	0,2	0,2	0,2	0,2
Courantes	1,4	1,3	1,3	1,3	1,3
Emprunts	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Location-financement	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3
Dettes financières auto-liquidatives	6,9	10,3	9,9	13,5	13,7
<i>Part dans la dette total</i>	<i>55%</i>	<i>71%</i>	<i>76%</i>	<i>85%</i>	<i>89%</i>
Non courantes	0,1	1,6	1,6	1,6	1,6
Crédits de production		1,5	1,5	1,5	1,5
Concours bancaires	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Courantes	6,8	8,7	8,3	11,9	12,1
Crédits de production	5,0	6,8	6,5	10,1	10,3
Concours bancaires	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8
Total Dettes financières	12,4	14,4	13,1	16,0	15,5
Trésorerie	0,3	0,5	0,1	5,5	8,1

source: Euroland Corporate

Valorisation

Valorisation par les DCF

Nous avons retenu les hypothèses suivantes :

- Croissance du chiffre d'affaires : nous retenons un taux de croissance annuel moyen de 30,5% de 2015 à 2018 compte tenu de la croissance des volumes de production et de la commercialisation du catalogue en numérique. De 2018 à 2025, nous retenons un TCAM du CA de 3,2% puis un taux à l'infini conservateur de 2,0 %.
- Résultat d'exploitation : la marge d'exploitation devrait s'améliorer d'ici 2018 en raison de la meilleure couverture des coûts de holding. La marge opérationnelle est ainsi attendue à 21,8% en 2018. Nous prenons, par la suite, l'hypothèse d'une marge à 19,5%.
- Investissements : nous faisons l'hypothèse d'un niveau d'investissement (coûts de production des séries) de 90,2% du CA jusqu'en 2025.
- BFR : nous retenons un niveau de BFR de près de -50,0% du chiffre d'affaires hors taxe.
- Dette financière nette : prise en compte de celle du 31/12/2015 (13,9 M€)
- Synthèse des hypothèses de calcul du cmpr

Taux sans risque (OAT 10 ans)	0,4%
Prime de risque	5,5%
Bêta sans dette	2,2
Bêta endetté	4,5
Coût des capitaux propres	25,1%
Coût de la dette après impôt	3,0%
Coût moyen pondéré du capital	12,8%
Taux de croissance à l'infini	2,0%

Tableau des flux prévisionnels

En M€	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e
CA	16,5	22,8	25,1	27,1	28,7	29,9	30,8	31,4	32,0	32,7
Croissance	46%	39%	10%	8%	6%	4%	3%	2%	2%	2%
Résultat opérationnel courant	3,0	4,9	5,5	5,3	5,6	5,8	6,0	6,1	6,2	6,4
Marge opérationnelle courante	18,2%	21,4%	21,8%	19,5%	19,5%	19,5%	19,5%	19,5%	19,5%	19,5%
Taux d'impôt	10,5%	13,1%	13,5%	13,4%	13,6%	4,3%	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%
Impôts sur les sociétés corrigé	0,3	0,6	0,7	0,7	0,8	0,2	2,0	2,0	2,1	2,1
Dotations aux amortissements et provisions	13,9	19,1	21,1	23,1	24,7	26,0	27,1	28,0	28,6	29,3
Cash flow	16,6	23,4	25,8	27,6	29,6	31,6	31,1	32,0	32,8	33,5
Variation de BFR	-0,6	-2,2	-0,8	-1,0	-0,8	-0,6	-0,4	-0,3	-0,3	-0,3
Investissements	-15,3	-22,2	-22,6	-24,4	-25,9	-26,9	-27,7	-28,3	-28,9	-29,4
Capex en % du CA	-93,2%	-97,3%	-90,2%	-90,2%	-90,2%	-90,2%	-90,2%	-90,2%	-90,2%	-90,2%
Free cash flow	1,9	3,4	4,0	4,2	4,5	5,3	3,8	4,0	4,2	4,4
Free cash flow actualisé	1,7	2,7	2,8	2,6	2,5	2,6	1,6	1,5	1,4	1,3

Matrice de sensibilité de valorisation

		Taux de croissance à l'infini				
		1,0%	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%
C M P C	11,8%	4,8	4,9	5,1	5,3	5,6
	12,3%	4,4	4,6	4,7	4,9	5,1
	12,8%	4,1	4,2	4,3	4,5	4,7
	13,3%	3,8	3,9	4,0	4,1	4,3
	13,8%	3,5	3,6	3,7	3,8	3,9

		Marge opérationnelle courante				
		17,5%	18,5%	19,5%	20,5%	21,5%
C M P C	11,9%	4,7	4,9	5,0	5,2	5,4
	12,4%	4,3	4,5	4,6	4,8	5,0
	12,9%	4,0	4,1	4,3	4,4	4,6
	13,4%	3,7	3,8	3,9	4,1	4,2
	13,9%	3,4	3,5	3,6	3,8	3,9

La valorisation de Xilam par DCF ressort à 4,30 € par action avec un cmcpc de 12,80% et une croissance à l'infini de 2,0%

Valorisation par comparables

Compte tenu du profil de producteur indépendant de Xilam, nous avons choisi un échantillon d'acteurs européen midcaps dans l'univers de la production audiovisuelle et cinématographique.



Créé par Luc Besson, Europacorp est un des principaux studios indépendants européens, l'activité est essentiellement dédiée à la production et à la distribution d'œuvres cinématographiques et audiovisuelles. Au 31 mars 2016 son CA est de 147,2 M€ (vs 226,9 M€ en mars 2015). Au 31 mars 2015 il se répartissait de la façon suivante :

- Production (76,8%) ,
- Distribution (13,6 %) ,
- Vidéo (4,5%),
- Evenementiel (1,9%),
- EuropaCorp Cinémas (2,7%),
- Divers (0,5%)



Créé en 1985, le groupe Mondo TV est un des leaders européen dans la production et la distribution d'animation audiovisuelle ainsi que de films pour la télévision et le cinéma. Son catalogue contient plus de 1600 épisodes de séries animées et 75 films.

Son CA 2015 s'élève à 16,8 M€ (+48,5%) et se répartit de la façon suivante:

- Vente de droits (57,1%),
- Production (33,5%),
- Licence (3,8%),
- Autre (5,6%),

Son catalogue contient des séries comme « Ants », « Atomicron » ou encore « Beast Keeper »



Splendid medien AG, opère principalement dans les pays germanophones et le Bénélux, son activité se concentre autour de 2 segments.

- Contenu: Comprend les licences avec l'achat de droits sur les films, leur exploitation au cinéma et le home entertainment (DVD, Blu-Ray, VOD).Le groupe produit aussi ses propres films et a son propre catalogue de musique.
- Services: principalement du doublage et des services de post-production numériques

Elle réalise 56,8 M€ de CA en 2015 (-13,9%) dont 91,9% généré par le segment Contenu et 8,1% généré par le segment Services.

Principaux agrégats de l'échantillon

	Capitalisation	Dette nette	VE	CA 2016	CA 2017	CA 2018	EBE 2016	EBE 2017	EBE 2018	ROC 2016	ROC 2017	ROC 2018	RN 2016	RN 2017	RN 2018
EuropaCorp SA	121	85	206	203	219	0	13	19	0	13	19		6	10	0
Splendid Medien AG	24	9	33	69	76	83	16	18	20	5	6	7	3	4	5
Mondo TV S.p.A.	113	0	113	33	43	51	19	27	32	10	13	16	6	8	10

Multiples de valorisation de l'échantillon

	VE/CA 16	VE/CA 17	VE/CA 18	VE/EBE 16	VE/EBE 17	VE/EBE 18	VE/ROC 16	VE/ROC 17	VE/ROC 18	PER 16	PER 17	PER 18
EuropaCorp SA	1,0	0,9	nd	16,1	10,9	nd	ns	10,9	nd	20,6	12,7	nd
Splendid Medien AG	0,5	0,4	0,4	2,1	1,9	1,7	6,8	5,7	5,0	6,9	6,0	5,1
Mondo TV S.p.A.	3,4	2,6	2,2	5,9	4,2	3,5	11,3	8,7	7,1	18,8	14,1	11,3
Moyenne Midcaps Europe	1,6	1,3	1,3	8,1	5,6	2,6	9,1	8,4	6,0	15,4	10,9	8,2
Mediane Midcaps Europe	1,0	0,9	1,3	5,9	4,2	2,6	9,1	8,7	6,0	18,8	12,7	8,2
Xilam	1,5	1,1	1,0	1,6	1,1	1,0	8,4	5,1	4,6	4,5	2,7	2,4

En appliquant les ratios VE/ROC 2016 à 2018 aux agrégats de Xilam et en y appliquant une décote de taille de 20%, nous obtenons une valorisation par titre de 3,60 €.

A titre indicatif, nous présentons également les multiples de Medias européens qui font de la production audiovisuelle. Nous ne retenons pas ces acteurs compte tenu de leur taille.



Créé en 1987, le groupe TF1 est avant tout une chaîne historique française mais c'est aussi un producteur de contenus audiovisuels et cinématographique. L'activité Production/Distribution de droits audiovisuels génère 79,7 M€ soit 4,0% de son CA global en 2015. Elle est en légère hausse de +1,5% par rapport à 2014.

TF1 a produit en 2015 sa première série animé « Mini Ninja » qui compte 52 épisodes et est distribuée dans 140 pays.



Créé en 1987, le groupe M6 génère un CA 2015 de 1249,8 M€ (-0,6%) dont 7,5% par l'activité Production & Droits Audiovisuels. Outre les activités de production et de coproduction, l'activité inclut la distribution de droits cinématographiques audiovisuels tout au long de leur cycle d'exploitation, auprès du grand public (cinéma, vente de vidéos physiques et dématérialisées) puis professionnel (distribution du portefeuille de droits auprès des télévisions gratuites et payantes nationales, et internationale). Cette activité ressort en baisse de -15,9% à 93,6 M€ en 2015. M6 a coproduit en 2015 « Les nouvelles aventures d'Aladin et « Le Petit Prince (films sorties au cinéma)



Créé en 1992 par Jean-Luc Lagardère, le groupe Lagardère est un des leaders mondiaux de l'édition, la production, la diffusion et la distribution de contenus dont les marques fortes génèrent et rencontrent des audiences qualifiées grâce à ses réseaux virtuels et physiques. Il se structure autour de quatre métiers dont Lagardère Active qui concentre les activités suivantes: presse, audiovisuel (radio, TV et production audiovisuelle), digital et régie publicitaire. Avec des marques comme Paris Match, Lagardère Studios, Europe 1, Gulli, ELLE et Doctissimo, Lagardère Active réalise un CA de 962,0 M€ (+0,4%) en 2015 soit 13,4% du CA total du groupe.

Principaux agrégats de l'échantillon

	Capitalisation	CA 2016	CA 2017	CA 2018	EBE 2016	EBE 2017	EBE 2018	ROC 2016	ROC 2017	ROC 2018	RN 2016	RN 2017	RN 2018
Television Francaise 1 SA	2 322	2 161	2 205	2 255	195	254	243	120	185	183	53	122	119
Metropole Television SA	2 062	1 279	1 310	1 320	294	318	324	197	225	235	120	138	144
Lagardere SCA	2 833	7 240	7 275	7 436	631	654	693	407	429	437	181	207	226

Multiples de valorisation de l'échantillon

	VE/CA 16	VE/CA 17	VE/CA 18	VE/EBE 16	VE/EBE 17	VE/EBE 18	VE/ROC 16	VE/ROC 17	VE/ROC 18	PER 16	PER 17	PER 18
Television Francaise 1 SA	0,7	0,7	0,7	8,3	6,4	6,6	13,5	8,8	8,8	44,2	19,0	19,6
Metropole Television SA	1,5	1,4	1,4	6,4	5,9	5,8	9,6	8,4	8,0	17,2	15,0	14,3
Lagardere SCA	0,6	0,6	0,6	6,9	6,7	6,3	10,8	10,2	10,0	15,6	13,7	12,5

A titre indicatif, la valorisation induite par les multiples de VE/ROC après décote de 20% ressortirait à 4,9€.

Conclusion

Pour conclure, notre objectif de cours ressortant de la moyenne des méthodes par DCF (4,30 €) et par comparables (3,60 €) ressort à 3,90 €.

Eléments financiers

Compte de résultat (M€)	2012	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Chiffre d'affaires	10,2	12,9	12,9	11,3	16,5	22,8	25,1
Excédent brut d'exploitation	8,1	11,5	10,5	10,9	16,1	23,2	25,7
Résultat opérationnel courant	0,9	1,1	2,1	1,9	3,0	4,9	5,5
Résultat opérationnel	0,5	1,0	2,1	1,9	3,0	4,9	5,5
Résultat financier	-0,4	-0,3	-0,3	-0,2	-0,2	-0,1	0,0
Impôts	0,0	-0,3	0,4	0,2	0,3	0,6	0,7
Résultat net part du groupe	0,1	1,0	1,4	1,4	2,5	4,2	4,7
Bilan (M€)	2012	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Actifs non courants	27,5	30,8	32,6	38,8	41,0	44,9	47,3
<i>dont goodwill</i>	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7
BFR	-6,2	-5,4	-6,5	-8,9	-9,5	-11,7	-12,5
Disponibilités + VMP	0,2	0,1	0,3	0,5	0,1	5,5	8,1
Capitaux propres	9,7	10,8	12,1	13,5	16,0	20,2	24,9
Emprunts et dettes financières	11,4	13,7	12,6	14,4	13,1	16,0	15,5
Total Bilan	35,8	41,8	43,3	48,3	56,7	71,8	78,9
Tableau de flux (M€)	2012	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Marge Brute d'autofinancement	8,2	11,0	10,5	10,9	15,6	22,5	25,0
Variation de BFR	-3,1	-0,1	-1,8	-3,3	-0,6	-2,2	-0,8
Flux net de trésorerie généré par l'activité	11,3	11,1	12,3	14,3	16,2	24,8	25,8
Investissements opérationnels nets	-13,0	-13,3	-10,6	-16,0	-15,3	-22,2	-22,6
Investissements financiers nets	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Flux nets de trésorerie liés aux investissements	-13,4	-13,2	-10,7	-15,6	-15,3	-22,2	-22,6
Augmentation de capital	-0,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Variation emprunts	-0,2	-0,3	-0,3	-0,3	0,0	0,0	0,0
Dividendes versés	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Flux de trésorerie liés au financement	2,1	2,0	-1,4	1,6	-1,3	2,9	-0,5
Variation de l'endettement financier net	0,0	-0,1	0,2	0,2	-0,5	5,4	2,7
Ratios (%)	2012	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Variation chiffre d'affaires	ns	26,0%	0,6%	-12,7%	45,7%	38,8%	9,9%
Marge EBE	79,4%	89,7%	81,3%	96,3%	97,9%	101,7%	102,5%
Marge opérationnelle courante	8,6%	8,9%	16,2%	16,5%	18,2%	21,4%	21,8%
Marge opérationnelle	5,2%	8,0%	16,2%	16,6%	18,2%	21,4%	21,8%
Marge nette	1,4%	8,0%	11,0%	12,4%	15,0%	18,3%	18,8%
Capex/CA	-127,2%	-103,5%	-81,7%	-141,4%	-93,2%	-97,3%	-90,2%
BFR/CA	-60,4%	-42,0%	-50,3%	-78,6%	-57,7%	-51,4%	-49,9%
ROCE	3,0%	3,2%	5,7%	4,3%	6,6%	10,2%	10,9%
ROCE hors GW	3,1%	3,3%	5,8%	4,4%	6,7%	10,5%	11,1%
ROE	1,5%	9,5%	11,8%	10,4%	15,5%	20,7%	18,9%
Payout	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%
Ratios d'endettement	2012	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Gearing (%)	114%	126%	102%	103%	82%	52%	30%
Dettes nettes/EBE	1,4	1,2	1,2	1,3	0,8	0,5	0,3
EBE/charges financières	22,8	39,3	33,1	44,2	69,5	277,3	1 310,9
Valorisation	2012	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Nombre d'actions (en millions)	4,5	4,5	4,5	4,5	4,5	4,5	4,5
Nombre d'actions moyen (en millions)	4,6	4,5	4,5	4,5	4,5	4,5	4,5
Cours (moyenne annuelle en euros)	2,29	2,14	2,16	2,51	2,51	2,51	2,51
(1) Capitalisation boursière moyenne	10,5	9,6	9,6	11,2	11,2	11,2	11,2
(2) Dette nette (+)/trésorerie nette (-)	11,1	13,6	12,3	13,9	13,0	10,5	7,4
(3) Valeur des minoritaires	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
(4) Valeur des actifs financiers	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Valeur d'entreprise = (1)+(2)-(3)-(4)	21,6	23,1	22,0	25,1	24,2	21,7	18,6
PER	73,4	9,3	6,8	8,0	4,5	2,7	2,4
VE/EBE	2,7	2,0	2,1	2,3	1,5	0,9	0,7
VE/ROC	24,6	20,2	10,5	13,5	8,1	4,4	3,4
VE/CA	2,1	1,8	1,7	2,2	1,5	1,0	0,7
P/B	1,1	0,9	0,8	0,8	0,7	0,6	0,5
Données par action €	2012	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Bnpa	0,03	0,23	0,32	0,31	0,55	0,94	1,05
Book value/action	2,2	2,4	2,7	3,0	3,6	4,5	5,6
Dividende /action	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

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 5% 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 5% 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 26/05/2016

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.

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

* Animation boursière comprenant un suivi régulier en terme d'analyse financière avec ou non liquidité

Disclaimer

La présente étude est diffusée à titre purement informatif et ne constitue en aucune façon un document de sollicitation en vue de l'achat ou de la vente des instruments financiers émis par la société objet de l'étude.

Cette étude a été réalisée par et contient l'opinion qu'EuroLand Corporate s'est forgée sur le fondement d'information provenant de sources présumées fiables par EuroLand Corporate, sans toutefois que cette dernière garantisse de quelque façon que ce soit l'exactitude, la pertinence ou l'exhaustivité de ces informations et sans que sa responsabilité, ni celle de ses dirigeants et collaborateurs, puisse être engagée en aucune manière à ce titre. Il est important de noter qu'EuroLand Corporate conduit ses analyses en toute indépendance, guidée par le souci d'identifier les atouts, les faiblesses et le degré de risque propre à chacune des sociétés étudiées. Toutes les opinions, projections et/ou estimations éventuellement contenues dans cette étude reflètent le jugement d'EuroLand Corporate à la date à laquelle elle est publiée, et peuvent faire l'objet de modifications par la suite sans préavis, ni notification.

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 objet de la présente étude, 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 mentionnée dans la présente étude, 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. Les performances passées et données historiques ne constituent en aucun cas une garantie du futur. Du fait de la présente publication, ni EuroLand Corporate, ni aucun de ses dirigeants ou collaborateurs ne peuvent être tenus responsables d'une quelconque décision d'investissement.

Aucune partie de la présente étude ne peut être reproduite ou diffusée 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, seules les personnes considérées comme « personnes autorisées ou exemptées » selon le « Financial Services Act 1986 » du Royaume-Uni, ou tout règlement passé en vertu de celui-ci ou les personnes telles que décrites dans la section 11 (3) du « Financial Services Act 1986 (Investment Advertisement) (Exemption) order 1997 » peuvent avoir accès à ce document. Celui-ci ne saurait être distribué ou communiqué, directement ou indirectement, à tout autre type de personne. Toute personne qui viendrait à être en possession de cette publication doit s'informer et respecter de telles restrictions. De même, cette publication ne peut être diffusée aux Etats-Unis ni à ses ressortissants. Les valeurs mobilières faisant l'objet de cette publication n'ont pas été enregistrées auprès de la Securities and Exchange Commission et envoyer ces études à un résident des États-Unis est interdit.

Il est possible que EuroLand Corporate ait conclu avec l'émetteur sur lequel porte l'analyse financière un contrat en vue de rédiger et diffuser une (ou plusieurs) publication(s), laquelle (lesquelles) a (ont) été relue(s) par celui-ci. Toutefois, le cas échéant, ces publications ont été réalisées par EuroLand Corporate de façon indépendante, conformément à la déontologie et aux règles de la profession.

EuroLand Corporate
17 avenue George V
75008 Paris
01 44 70 20 80