

**Des résultats semestriels décevants****Publication des résultats semestriels 2023**

Malgré une croissance à deux chiffres (CA +28%, produits d'exploitation +11%), Xilam publie des résultats S1 décevants et inférieurs à nos attentes. Le ROC du groupe s'établit à 2,2 M€ (-55% YoY), pour une marge de 10,5% (contre 27,1% au S1 2022), et un RN de 1,8 M€ (vs 3,0 M€) principalement du fait d'importants investissements « de structure » et d'un mix défavorable. La génération de FCF est toutefois positive sur le semestre (2,2 M€ vs -4,9 M€ S1 2022), mais toujours insuffisante et pas encore normative selon nous. Nous revoyons notre prévision de ROC 2023e à 5,8 M€ (vs 10,2 M€ précédemment) et révisons notre OC à 30 € (vs 42 €).

**De nombreux éléments impactent la rentabilité**

Sur le semestre, la marge opérationnelle courante du groupe ressort en fort retrait, sous l'effet de plusieurs impacts, certains attendus, d'autres un peu moins:

- Des investissements pour structurer la croissance, notamment dans l'IT et le management, avec des frais fixes en forte hausse. Ces derniers sont destinés à accompagner la rentrée sur le segment adultes, dont les productions sont plus sophistiquées et nécessitent donc des investissements relatifs plus forts. Sur ce point, nous sommes surpris par le manque d'anticipation du groupe et par l'absence de communication de ces éléments au marché au moment où le choix d'aller sur ce segment a été décidé.

- Un mix doublement défavorable, avec 1/ une part importante de prestations sur le semestre, que nous estimons à près de deux tiers sur le semestre vs moins d'un tiers au S1 2022, moins bien margées que le propriétaire du fait d'une reconnaissance immédiate des charges afférentes, en particulier en ce qui concerne Twilight of The Gods, création margée comme « un produit d'appel » pour le segment adultes et 2/ un catalogue en recul par rapport aux nouvelles productions (20% vs un tiers du CA S1 2022)

- Un impact toujours dilutif de Cube, dans la lignée de la tendance observée en 2022
- Un effet de change légèrement négatif

**Bilan bien capitalisé, FCF positif**

Avec des fonds propres de 71,1 M€ et une dette nette non auto-liquidative de 3,7 M€, le bilan de Xilam jouit d'une solidité remarquable. Deux éléments additionnels: le remboursement d'un euro PP de 15 M€ post clôture, et un FCF de 2,2 M€ sur le S1 (vs -4,9 M€) du fait d'une forte réduction de BFR et de la croissance des prestations (marge immédiatement reconnue). Nous décomposons la variation de 7M€ de manière égale entre la réduction de la créance Netflix (les c10 M€ restants seront purgés d'ici la fin du S1 2024) et l'effet «mix». Nous pensons néanmoins que Xilam a un travail important à fournir avant de parvenir à générer du cash de manière normative de son modèle opérationnel et pourrait être encore impacté par la volatilité du mix.

**Perspectives et révision des estimations**

Avec c40 M€ d'investissements prévus en 2023 (+10% YoY), Xilam devrait poursuivre sur une belle dynamique de top line et maintient ses ambitions de 80 M€ de produits d'exploitation à horizon 2026. Nous ajustons notre prévision 2023e à 48,4 M€ de produits d'exploitation. Sur la rentabilité, la hausse des frais fixes et la teneur du mix devraient continuer d'impacter le groupe à court terme. Nous revoyons ainsi notre prévision de ROC 2023e à 5,8 M€ (vs 10,2 M€). A plus long terme, rappelons que la direction table sur un mix propriétaire/prestation/merchandising de 60%/30%/10% dans son plan 2026 (catalogue inclus dans le propriétaire). Nous devrions donc, logiquement, retourner vers des niveaux de rentabilité plus normatifs (c20%) une fois les opex fixes absorbés par la croissance du CA et un mix stabilisé.

**Recommandation**

**Nous maintenons notre recommandation (Achat) et revoyons fortement notre objectif de cours (30€ vs 42€) post ajustements, notamment de la marge normative. Notre vision positive du dossier n'est pas encore entamée mais nous regrettons toutefois le manque d'anticipation et de pilotage de la part de la direction, même si nous comprenons la complexité et la volatilité inhérentes au modèle économique de Xilam. Suite à la chute du cours en YTD (-50%), le titre se paie c16x notre estimation de ROC 2023e.**



Retrouvez l'actualité boursière des small caps chaque jour dans votre boîte mail, gratuitement. [Inscription ici.](#)

**Achat**

**Objectif de cours** 30,0 € (vs 42,0 €)

Cours au 28/09/2023 17,00 €

**Potentiel** 76,5%

**Données valeur**

XIL.PA / XIL.FP	
Euronext Comp B	
Capitalisation (M€)	83,5
Nb de titres (en millions)	4,91
Volume moyen 12 mois (titres)	1987
Extrêmes 12 mois	16,70 € 35,60 €

**Performances boursières**

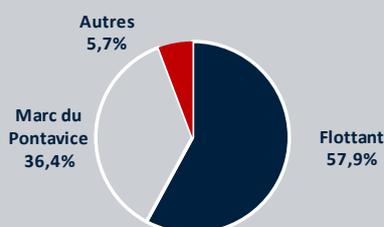
Performances (%)	Ytd	1m	3m	12m
Perf. Absolue	-50,1%	-24,3%	-35,5%	-48,2%
Perf CAC Small	-8,9%	-8,5%	-9,0%	-0,7%

**Données financières (en M€)**

au 31/12	2022	2023e	2024e	2025e
Produits d'exploitation	45,5	48,4	54,3	64,8
var %	13,0%	6,5%	12,2%	19,3%
CA	42,0	46,4	50,8	58,8
var %	18,0%	10,4%	9,5%	15,7%
ROC	9,1	5,8	7,4	11,2
% CA	21,7%	12,5%	14,6%	19,1%
RN	1,3	3,8	5,0	7,9
% CA	3,2%	8,2%	9,9%	13,4%
Bnpa (€)	0,27	0,78	1,02	1,60
ROCE (%)	6,3%	4,9%	5,5%	7,6%
ROE (%)	1,9%	5,2%	6,4%	9,1%
Gearing (%)	22,2%	6,4%	15,0%	16,1%
Dette nette	15,4	4,7	11,7	13,9
Dividende n (€)	0,0	0,0	0,0	0,0
Yield (%)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

**Multiples de valorisation**

	2022	2023e	2024e	2025e
VE/CA (x)	4,7	2,0	1,9	1,7
VE/EBE (x)	6,8	2,8	2,6	2,0
VE/ROC (x)	21,9	15,9	13,3	9,0
P/E (x)	134,4	21,9	16,7	10,6

**Actionnariat****Analyste**

Pierre LAURENT

01 44 70 20 78

pl Laurent@elcorp.com

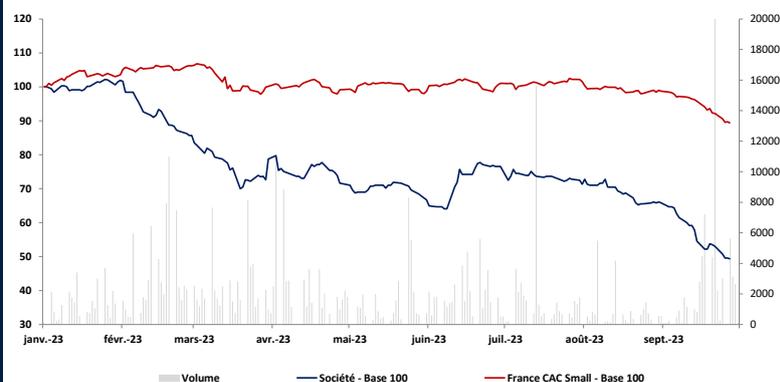


## Présentation de la société

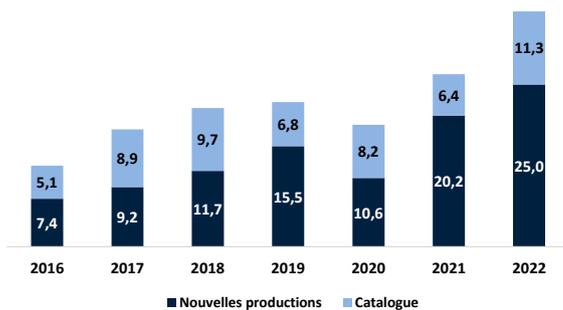
Fondé en 1999 par Marc du Pontavice, Xilam est le leader européen de la production de séries d'animation. La société, qui a réalisé plus de 42 M€ de chiffre d'affaires lors de son dernier exercice, produit et réalise des créations animées, en 2D et en 3D, principalement à destination des enfants. Elle 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.

## Evolution du cours (base 100)



## Evolution du CA hors subventions et autres (en M€)



## Argumentaire d'investissement

- **Un modèle économique dé-risqué.** Xilam fait préfinancer 100% de ses coûts de production auprès de ses diffuseurs et dispose chaque année de nombreuses subventions et crédits d'impôts liés à son activité. Il y a également une belle visibilité sur le chiffre d'affaires, les cycles d'exploitation des séries étant de plusieurs années.
- **Une qualité de contenu unique.** La société dispose d'une expertise créative et d'un savoir-faire réellement singuliers sur le marché de l'animation en Europe, lui permettant de développer à la fois des projets propriétaires, qui viennent nourrir un catalogue de productions d'excellente qualité, mais aussi des projets non-propriétaires, qui répondent à la forte demande du marché, notamment des grandes majors américaines et des plateformes, prêtes à payer cher pour du contenu de qualité.
- **Un pipeline enthousiasmant.** Avec plusieurs projets en développement et un niveau d'investissement record dans la production propriétaire (>40 M€), les perspectives sont au beau fixe pour la société, qui s'est armée d'une nouvelle feuille de route pour les concrétiser, baptisée Horizon 2026. Cette dernière a pour objectif de doubler le chiffre d'affaires sans détérioration de la rentabilité.
- **De nouveaux relais de croissance long-terme.** Xilam évolue sur un marché en pleine effervescence et regorgeant d'opportunités, tant au niveau réglementaire (directive SMA) qu'au niveau de la demande : le développement du contenu adulte, de la comédie d'horreur pour ados ou encore l'avènement de nouveaux diffuseurs aux moyens financiers considérables sont autant de catalyseurs forts pour la société, qui compte aussi lancer du merchandising.

## Evolution du ROC (en M€)



## Multiples de valorisation des comparables

Société	Capitalisation	CA			EBITDA			EBIT			RN		
		2023e	2024e	2025e	2023e	2024e	2025e	2023e	2024e	2025e	2023e	2024e	2025e
Dexter Studios Co., Ltd.	233,3	76,0	98,4	112,3	12,3	15,2	18,8	10,1	13,7	18,7	8,0	10,9	14,8
Iervolino & Lady Bacardi Entertainment S.p.A.	19,0	158,0	162,0	173,7	125,0	126,0	137,5	18,4	18,3	20,5	12,0	12,0	14,0
Leone Film Group SpA	21,9	91,5	101,5	110,5	48,0	52,4	57,2	7,2	7,9	8,6	4,3	4,9	5,6
Lucisano Media Group S.p.A.	24,4	99,5	113,7	117,5	25,1	30,4	36,8	9,5	11,2	13,2	7,6	8,3	9,0
Thunderbird Entertainment Group Inc	18,6	50,2	70,8	154,4	19,9	25,1	31,7	20,7	24,2	28,3	10,2	14,3	20,1
WildBrain Ltd.	216,2	366,8	362,6	393,2	67,4	69,1	74,7	58,0	73,9	83,9	-31,4	13,0	20,0

### Analyste

Pierre LAURENT

01 44 70 20 78

plaurant@elcorp.com



Compte de résultat (M€)	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Produits d'exploitation	33,5	24,7	40,2	45,5	48,4	54,3	64,8
Chiffre d'affaires	30,2	21,9	35,6	42,0	46,4	50,8	58,8
<b>Résultat opérationnel courant ajusté</b>	<b>9,2</b>	<b>4,6</b>	<b>8,7</b>	<b>9,1</b>	<b>5,8</b>	<b>7,4</b>	<b>11,2</b>
Résultat opérationnel	8,9	4,4	8,7	2,5	5,8	7,4	11,2
Résultat financier	-0,5	-0,4	-0,5	-0,7	-0,9	-1,0	-1,1
Impôts	1,5	1,0	1,4	0,4	1,1	1,4	2,2
Mise en équivalence	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Part des minoritaires	0,0	0,0	0,5	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Résultat net part du groupe</b>	<b>6,9</b>	<b>3,0</b>	<b>6,3</b>	<b>1,3</b>	<b>3,8</b>	<b>5,0</b>	<b>7,9</b>
Bilan (M€)	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Actifs non courants	73,2	94,6	101,7	103,7	97,9	106,7	112,7
<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>
BFR	2,0	-6,1	4,6	1,5	0,4	3,6	7,7
<b>Disponibilités + VMP</b>	<b>20,0</b>	<b>10,1</b>	<b>9,9</b>	<b>13,1</b>	<b>8,9</b>	<b>1,8</b>	<b>-0,3</b>
Capitaux propres	55,3	60,7	67,6	69,5	73,3	78,3	86,2
Emprunts et dettes financières	23,5	18,5	28,6	28,6	13,6	13,6	13,6
<b>Total Bilan</b>	<b>114,8</b>	<b>128,0</b>	<b>147,6</b>	<b>158,2</b>	<b>144,1</b>	<b>148,2</b>	<b>156,1</b>
Tableau de flux (M€)	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Marge Brute d'autofinancement	28,8	16,4	35,7	28,2	31,3	36,2	46,9
Variation de BFR	1,6	-7,1	10,8	-3,0	-1,2	3,2	7,3
<b>Flux net de trésorerie généré par l'activité</b>	<b>27,2</b>	<b>23,5</b>	<b>24,9</b>	<b>31,3</b>	<b>32,5</b>	<b>33,0</b>	<b>39,6</b>
Investissements opérationnels nets	-22,4	-23,9	-31,8	-28,0	-21,8	-40,0	-45,0
Investissements financiers nets	0,0	-1,0	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>-28,0</b>	<b>-21,8</b>	<b>-40,0</b>	<b>-45,0</b>
Augmentation de capital	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Variation emprunts	-12,1	-8,4	-2,5	0,0	0,0	0,0	0,0
Dividendes versés	0,0	0,0	0,0	0,0	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>0,0</b>	<b>-15,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>
Variation de trésorerie	17,7	-9,7	-0,1	3,3	-4,3	-7,0	-5,4
Ratios (%)	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
<b>Variation chiffre d'affaires</b>	<b>7,8%</b>	<b>-27,4%</b>	<b>62,3%</b>	<b>18,0%</b>	<b>10,4%</b>	<b>9,5%</b>	<b>15,7%</b>
Marge EBE	93,1%	71,0%	95,5%	70,0%	71,7%	76,0%	85,4%
<b>Marge opérationnelle courante</b>	<b>30,5%</b>	<b>20,8%</b>	<b>24,4%</b>	<b>21,7%</b>	<b>12,5%</b>	<b>14,6%</b>	<b>19,1%</b>
Marge opérationnelle	29,5%	19,8%	24,4%	5,9%	12,5%	14,6%	19,1%
Marge nette	22,8%	13,5%	17,8%	3,2%	8,2%	9,9%	13,4%
Capex (% CA)	-74,1%	-109,1%	-89,5%	-66,6%	-46,9%	-78,7%	-76,5%
BFR (% CA)	6,5%	-27,8%	12,9%	3,7%	0,8%	7,1%	13,1%
<b>ROCE</b>	<b>9,2%</b>	<b>3,8%</b>	<b>5,9%</b>	<b>6,3%</b>	<b>4,9%</b>	<b>5,5%</b>	<b>7,6%</b>
ROCE hors GW	9,3%	3,9%	6,2%	6,6%	5,1%	7,9%	7,9%
ROE	12,5%	4,9%	9,4%	1,9%	5,2%	6,4%	9,1%
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	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
<b>Gearing (%)</b>	<b>6,4%</b>	<b>13,9%</b>	<b>27,6%</b>	<b>22,2%</b>	<b>6,4%</b>	<b>15,0%</b>	<b>16,1%</b>
Dettes nettes/EBE	0,1	0,5	0,5	0,5	0,1	0,3	0,3
EBE/charges financières	57,4	38,9	68,0	42,0	37,0	38,6	45,6
Valorisation	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Nombre d'actions (en millions)	4,9	4,9	4,9	4,9	4,9	4,9	4,9
Nombre d'actions moyen (en millions)	4,9	4,9	4,9	4,9	4,9	4,9	4,9
Cours (moyenne annuelle en euros)	38,6	39,2	42,5	36,6	17,0	17,0	17,0
(1) Capitalisation boursière moyenne	189,6	192,5	208,7	179,8	83,5	83,5	83,5
(2) Dette nette (+)/ trésorerie nette (-)	3,5	8,4	18,6	15,4	4,7	11,7	13,9
(3) Valeur des minoritaires	0,0	0,0	3,2	3,8	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
Valeur d'entreprise = (1)+(2)+(3)-(4)	193,1	201,0	230,6	199,0	92,0	99,0	101,2
<b>VE/CA</b>	<b>6,4</b>	<b>9,2</b>	<b>6,5</b>	<b>4,7</b>	<b>2,0</b>	<b>1,9</b>	<b>1,7</b>
VE/EBE	6,9	12,9	6,8	6,8	2,8	2,6	2,0
<b>VE/ROC</b>	<b>21,0</b>	<b>44,1</b>	<b>26,6</b>	<b>21,9</b>	<b>15,9</b>	<b>13,3</b>	<b>9,0</b>
P/E	27,5	65,2	33,0	134,4	21,9	16,7	10,6
P/B	3,4	3,2	3,1	2,6	1,1	1,1	1,0
Données par action (€)	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
<b>Bnpa</b>	<b>1,4</b>	<b>0,6</b>	<b>1,3</b>	<b>0,3</b>	<b>0,8</b>	<b>1,0</b>	<b>1,6</b>
Book value/action	11,3	12,4	13,8	14,2	14,9	15,9	17,6
Dividende /action	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00

## Analyste

Pierre LAURENT

01 44 70 20 78

plaurant@elcorp.com



**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, depuis le 23/07/2021

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

**Neutre** : Du 02/10/2020 au 29/01/2021

**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."