

Achat	<i>Potentiel</i>	30%
Objectif		3,60 €
Cours au 28/11/2016(c)		2,76 €
Euronext Paris		
Reuters / Bloomberg	OLG.PA / OLG.FP	

Performances (%)	Ytd	1m	3m	12m
Absolute perf.	37,4%	-2,1%	-7,0%	38,1%
Cac Small perf.	1,3%	0,8%	2,8%	4,4%

Informations boursières			
Capitalisation (M€)			128,0
Nb de titres (en millions)			46,4
Volume moyen 12 mois (titres)			11861
Extrêmes 12 mois		1,85 €	3,40 €

Actionnariat			
ICMI			35%
Public			31%
Pathé			30%
Administrateurs			0%
ND Investissement			1%
Auto-détention			1%

Données financières (en M€)				
au 30/06				
	2016	2017e	2018e	2019e
CA (y.c trading)	218,1	229,7	223,8	230,0
var %	110,6%	5,3%	-2,6%	2,8%
CA (hors trading)	160,0	194,7	203,8	210,0
var %	66,1%	21,7%	4,6%	3,1%
EBE	52,1	45,0	44,5	50,1
%CA	23,9%	19,6%	19,9%	21,8%
ROC	27,0	16,5	16,0	21,6
%CA	12,4%	7,2%	7,1%	9,4%
RNPG	9,8	-3,4	-14	4,6
%CA	4,5%	-1,5%	-0,6%	2,0%
Bnpa (€)	0,21	-0,07	-0,03	0,10
Bnpa dilué (€)	0,10	-0,03	-0,01	0,05
Gearing (%)	187%	166%	161%	145%
Dette nette	271,0	234,7	225,6	210,2
ROCE avec GW (%)	4,0%	2,7%	2,7%	3,7%
ROE (%)	6,9%	-2,5%	-1,0%	3,2%
Dividende n (€)	0,00	0,00	0,00	0,00
Yield (%)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Ratios				
	2016	2017e	2018e	2019e
VE/CA (x)	2,4	1,7	1,6	1,5
VE/EBE (x)	7,2	7,6	7,5	6,3
VE/ROC (x)	14,0	20,7	20,8	14,6
PE (x)	10,4	ns	ns	22,3

Analyste :
Eric Seclet
01 44 70 20 78
eseclat@elcorp.com

Avec la participation d'Hermès Dolianitis

OL Groupe

Loisirs & services

Lyon sort les griffes !

- Organisé autour de l'Olympique Lyonnais, club de football fondé en 1950 et dirigé par Jean-Michel Aulas depuis 1987, l'OL Groupe est un des principaux acteurs en France du divertissement sportif et des médias. Avec la mise en exploitation du Parc OL depuis janvier 2016, le Groupe entre dans une nouvelle ère économique lui permettant d'envisager, grâce au développement de nouvelles activités en lien avec l'ouverture du Grand Stade, une progression de la rentabilité dès 2016-17 (EBITDA). Sur une base normative, et sous réserve d'une participation régulière à la Ligue des Champions, une marge d'EBITDA à 2 chiffres nous semble aujourd'hui crédible.
- Grâce au Parc OL, le Groupe va bénéficier : 1/ d'une hausse conséquente de ses recettes de billetterie qui s'est déjà matérialisée en 2015-16 (+150% à 27,7 M€), 2/ du *namings* de son stade et de ses infrastructures et 3/ d'une diversification accrue de ses revenus via l'accueil d'événements hors matches OL (séminaires, concerts, etc...), l'essor du *sponsoring* et du *merchandising*. Sur la période 2016-17 / 2018-19 et sous réserve d'une participation en Ligue des Champions, nous anticipons un TCAM des produits d'activités hors *trading* de +9,5%.
- Axe majeur de la stratégie, la formation constitue un véritable réservoir de croissance, tant sur le plan sportif que financier. En alimentant l'équipe première de jeunes joueurs talentueux puis en les cédant sur le marché des transferts, elle procure au Groupe une source de revenus supplémentaire et régulière, qui s'avère extrêmement profitable sur le plan comptable.
- Compte tenu de l'évolution de son *business model* et en dépit de la hausse des coûts d'exploitation engendrée par la mise en exploitation du Parc OL, nous attendons une amélioration significative de la rentabilité et de la génération de cash dans les années à venir. Pour 2016-17, nous estimons que le Groupe devrait afficher une marge d'EBITDA proche de 20%.
- Le cash-flow opérationnel est attendu positif en 2016-17 et le Groupe devrait selon nous générer de la trésorerie dès cet exercice. Nous attendons une dette nette en baisse de près de 30 M€ à 210,2 M€ en 2018-19 (hors levée de fonds en cours). Par ailleurs, la confirmation prochainement de l'entrée au capital du fonds chinois IDG Capital pour 100,0 M€ (20%) permettra de réduire le profil de risque du Groupe ainsi que le coût de la dette.
- Nous initions la couverture du titre avec une recommandation à l'Achat et un objectif de cours à 3,60 € issu d'une valorisation par les DCF.

Sommaire

ARGUMENTAIRE D'INVESTISSEMENT	5
MATRICE SWOT	7
PRÉSENTATION DE L'OL GROUPE	8
LE PARC OL : UN VECTEUR DE DÉVELOPPEMENT ÉCONOMIQUE	12
LA FORMATION : UN RÉSERVOIR DE CROISSANCE	15
L'OL : UNE MARQUE À FORTE VISIBILITÉ	16
LE SPORT BUSINESS : UNE INDUSTRIE EN PLEINE EXPANSION	17
UN MARCHÉ MONDIAL DU DIVERTISSEMENT SPORTIF EN CROISSANCE	17
FOOTBALL IS KING	19
UNE LIGUE 1 PORTÉE PAR LES DROITS TV...	20
...MAIS QUI PEINE ENCORE À ÊTRE COMPÉTITIVE SUR LE PLAN EUROPÉEN	22
PERSPECTIVES STRATÉGIQUES ET FINANCIÈRES	24
LE PARC OL, UN MOTEUR DE CROISSANCE	24
UN LEVIER SUR LA RENTABILITÉ	26
UNE GÉNÉRATION DE TRÉSorerIE EN AMÉLIORATION	27
VALORISATION DE L'OL GROUPE	28
VALORISATION PAR LES DCF	28
VALORISATION PAR LES COMPARABLES BOURSIERS	30
CONCLUSION	30
ANNEXES	31

Argumentaire d'investissement

L'OL Groupe opère un virage stratégique majeur avec la mise en exploitation du Parc OL depuis janvier 2016 visant à développer de nouveaux produits, réduire sa dépendance aux aléas sportifs et ainsi, améliorer son profil de rentabilité. Compte tenu de sa montée en puissance, l'exercice 2016-17 devrait être marqué par un retour à un EBITDA hors *trading* positif, une première depuis la saison 2008-09. Qualifié pour l'édition 2016-17 de la Ligue des Champions, il présente une visibilité forte sur ses résultats 2016-17.

Un acteur majeur du football professionnel en France

Appartenant à l'élite du foot français, l'Olympique Lyonnais figure parmi les clubs les plus titrés de l'Hexagone avec 21 titres chez les professionnels. Sur les 18 dernières saisons, il est le seul club à toujours figurer dans le top 5 de la Ligue 1. Cette remarquable régularité valide non seulement sa capacité à se renouveler et à traverser les cycles mais lui assure surtout une place qualificative en compétitions européennes (Ligue des Champions ou Europa League).

Le Parc OL comme levier de développement

Suivant l'exemple de ses voisins européens, l'OL s'est doté d'un complexe sportif nouvelle génération faisant de lui le premier club français de Ligue 1 propriétaire de son stade. La saison 2016-17 devrait être marquée par sa montée en puissance et ainsi tirer le socle de revenus hors *trading*. Nous attendons une hausse des revenus hors *trading* de +21,7% à 194,7 M€ compte tenu : 1/ d'une capacité d'accueil renforcée (près de 19 000 places supplémentaires), 2/ d'une offre Entreprises en phase avec les standards européens, 3/ du *namings* de l'enceinte et 4/ de son exploitation permanente à travers l'organisation d'événements extra-sportifs.

La formation, un relais sportif et financier

L'Olympique Lyonnais s'appuie sur un des centres de formation les plus compétitifs en France mais aussi en Europe. Pilier de la stratégie, il a largement participé à la réussite sportive du Club en alimentant l'équipe première de grands joueurs. Sur le plan financier, la formation s'avère particulièrement profitable et devrait continuer de contribuer positivement aux résultats compte tenu de la valeur marché de l'effectif (191,5 M€ au 30/06/2016 - valorisation OL Groupe sur la base de www.transfertmarkt.com). Nous retenons 35,0 M€ de cession pour la saison 2016-17 puis 20,0 M€ pour les années suivantes.

Vers un business model plus rentable

Caractérisé par une activité majoritairement à coûts fixes, l'OL Groupe va bénéficier de la montée en puissance du Parc OL pour pérenniser sa rentabilité sur le long terme. Si le risque lié aux aléas sportifs (exemple : non qualification pour la Ligue des Champions) n'a pas disparu, il est désormais partiellement réduit. Pour 2016-17, nous tablons ainsi sur un EBITDA hors *trading* de 10,0 M€ (vs -0,5 M€ en 2015-16). La génération de cash flow, attendue positive pour les 3 prochains exercices, permettra de réduire la dette nette de près de 30 M€ à 210,2 M€ d'ici 2018-19 (hors levée de fonds en cours). Enfin, la confirmation de l'entrée au capital du fonds chinois IDG Capital pour 100,0 M€ (20%) permettra de réduire sensiblement le profil de risque du Groupe dans la mesure où une part substantielle des fonds sera allouée au désendettement et à la réduction du coût de la dette.

Au regard des perspectives et de la stratégie envisagée, notre valorisation de l'OL Groupe par les DCF ressort à 3,60 € par action, soit un potentiel de hausse de +30%. Nous initions la couverture avec une opinion à l'Achat.

SWOT

Forces

- Seul club français de Ligue 1 propriétaire de son stade
- Centre de formation n° 1 en France et n° 4 en Europe
- Des performances sportives régulières sur le plan national (toujours dans le top 5 lors des 18 dernières saisons)
- Un savoir-faire avéré en *trading* de joueurs
- Un management stable et impliqué
- Une marque forte et visible en Europe

Faiblesses

- Résultats économiques encore dépendants des performances sportives
- Un endettement conséquent lié à la construction du Parc OL (gearing de 187% au 30/06/2016)
- Des recettes de sponsoring faibles par rapport aux autres clubs européens

Opportunités

- Hausse des droits TV en France et en Europe
- Marché mondial du divertissement sportif en croissance (TCAM de +5% sur la période 2013-17)
- Réception d'événements extra-sportifs permettant de générer des revenus complémentaires (concerts, séminaires, etc...)
- Éclosion de nouveaux talents issus du centre de formation
- Développement des produits de *merchandising*
- Ouverture au marché chinois

Menaces

- Absence de participation à la Ligue des Champions
- Baisse de la fréquentation du stade
- Renforcement capitalistique d'un club concurrent par un actionnaire étranger
- Intensification de la concurrence dans le domaine extra-sportif (stades, hôtels, parcs de loisirs, salles de spectacles, restaurants, etc.)
- Alourdissement de la fiscalité

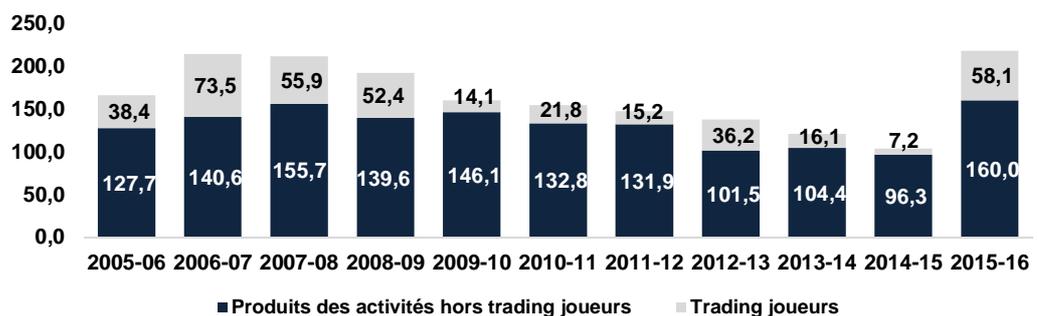
Présentation de l'OL Groupe

Un Groupe aux fondations solides...

Organisé autour de l'Olympique Lyonnais, club de football français créé en 1950 et dirigé par Jean-Michel Aulas depuis 1987, l'OL Groupe est un acteur leader du secteur du divertissement et des médias en France. Capitalisant sur le succès sportif du Club à l'échelle nationale et européenne, il exploite la marque OL afin de générer des revenus complémentaires. Le Groupe est notamment présent dans des activités telles que le *sponsoring*, le *merchandising*, mais également dans l'organisation d'événements, de manifestations et de voyages.

Grâce à la stratégie impulsée par Jean-Michel Aulas, basée sur la réussite sportive de l'OL, le Groupe a rapidement pu augmenter ses sources de revenus, en s'appuyant notamment sur le développement de la marque OL tout en conservant une structure financière solide. Depuis son arrivée à la tête du Club, les revenus ont fortement progressé pour atteindre 218,1 M€ à fin juin 2016 (vs 4 M€ en 1987), validant ainsi la pertinence d'un modèle économique précurseur en France, axé sur la diversification.

Évolution des produits d'activité de l'OL Groupe depuis 2005-06 (en M€)



source : société

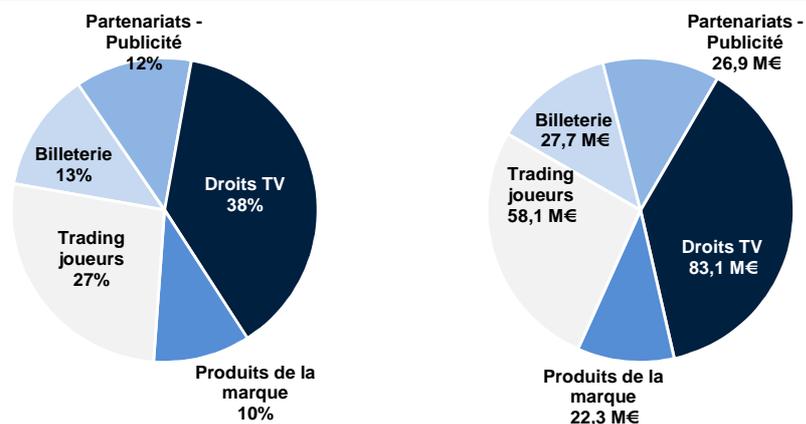
Doté d'infrastructures et d'un encadrement de qualité, le Groupe peut également s'appuyer sur un centre de formation d'excellence reconnu tant à l'échelle nationale qu'européenne (numéro 1 en France* et 4^{ème} en Europe**) pour alimenter son effectif de joueurs professionnels et ainsi contribuer à une plus grande régularité sportive du Club.

Avec l'exploitation du Grand Stade depuis janvier 2016, l'Olympique Lyonnais devient le premier club français de Ligue 1 propriétaire de son stade et rejoint l'élite européenne des clubs disposant de leur propre enceinte à l'image du Real Madrid ou de Manchester United. Le Groupe entend accélérer la diversification de ses revenus (billetterie, *sponsoring*, *merchandising*, séminaires, concerts, etc...) et ainsi décorrélérer davantage ses résultats financiers des performances sportives.

* source : Commission Nationale Paritaire de la Convention Collective National des métiers du Football, juin 2016

** source : CIES Football Observatory, novembre 2016

Ventilation des produits d'activités pour l'exercice 2015-16



source : société

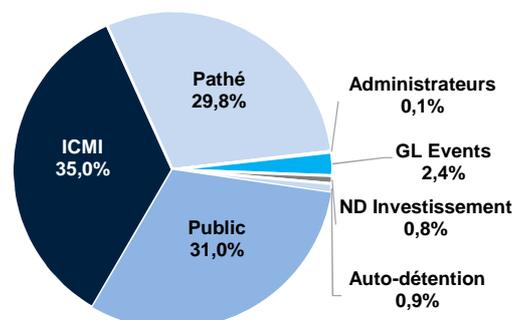
Actuellement, l'OL Groupe tire ses revenus de 5 sources :

- les droits audiovisuels : Ligue 1, coupes nationales et coupes européennes,
- les partenariats et la publicité : *sponsoring*, espaces publicitaires dans le stade,
- les produits de la marque : produits dérivés, produits liés à l'image,
- la billetterie : matchs nationaux et européens,
- le *trading* joueurs : achat/vente de joueurs sur le marché des transferts.

...disposant d'un actionariat stable et impliqué

Le Groupe est dirigé par Jean-Michel Aulas, Président-Directeur Général depuis 1987. Via sa holding ICMI, il contrôle actuellement 35,0% du capital d'OL Groupe tandis que Pathé, rentré au capital 1999, en détient 29,8%. Dirigeant impliqué, tant sur le plan financier que sportif, la réussite actuelle du Club repose essentiellement sur le succès de la stratégie qu'il a mis en place depuis près de 30 ans.

Actionariat au 31/08/2016



source : société

Historique

1950 : Création du club de football de l'Olympique Lyonnais.

1964 à 1973 : L'Olympique Lyonnais remporte trois Coupes de France.

1983 : Le Club descend en D2.

1987 : Jean-Michel Aulas arrive à la tête du Club avec un projet baptisé « OL-Europe » destiné à faire remonter l'équipe en D1 et à retrouver la Coupe d'Europe en 4 ans. Le chiffre d'affaires du Groupe est alors de 4 M€.

1989 : Grâce à la mise en place de structures adaptées et à un encadrement de qualité, Jean-Michel Aulas gagne son premier pari, l'OL remonte en D1 avec le titre de champion de France de D2. En parallèle, le Club renforce son centre de formation, posant déjà les fondations de la réussite actuelle du Club.

1991 : Quatre ans après la reprise du Club et conformément à son objectif initial, l'OL retrouve l'Europe après avoir terminé 5^{ème} du championnat.

1999 : Le Club renforce significativement ses capacités financières via la réalisation d'une augmentation de capital d'environ 18 M€ souscrite par la société Pathé. Cette opération permet de transformer le Groupe en une entreprise majeure de médias et de divertissement sportif. Le chiffre d'affaires est de 43 M€.

2002 à 2008 : La grande épopée lyonnaise. Le Club remporte 7 titres consécutifs de champion de France et règne sur la Ligue 1, une performance jamais égalée par aucun autre club en France. Sur la scène européenne, le Club se hisse 3 fois de suite en 1/4 de finale de la Ligue des Champions (de 2003-04 à 2005-06) et 2 fois d'affilée en 1/8 de finale (2007-08 et 2008-09).

Fort de ses nombreux succès sportifs qui n'ont fait que renforcer la renommée du Club, l'OL Groupe s'introduit en bourse et lève au total 88,4 M€ (90,6 M€ avec exercice partiel de l'option de surallocation), valorisant le Groupe à 318 M€.

2008 : L'OL remporte son 4^{ème} sacre en Coupe de France.

2010 : Pour la première fois de son histoire, le Club atteint le dernier carré (1/2 finale) de la Ligue des Champions.

2012 : Signature du permis de construire du Parc OL.

2013 : Pose de la première pierre du Grand Stade.

2015 : L'OL termine second du championnat de France 2014/15 et retrouve la Ligue des Champions après 2 années d'absence.

2016 : Livraison et début de l'exploitation du Grand Stade (janvier). L'OL se classe, comme la saison précédente, 2^{ème} du championnat de France de la saison 2015-16 et se qualifie directement pour la Ligue des Champions.

Un palmarès étoffé

Avec ses 21 trophées remportés chez les professionnels (équipe masculine), l'Olympique Lyonnais figure parmi les clubs les plus titrés en France. La stratégie impulsée par Jean-Michel Aulas a grandement participé à cette réussite puisque 17 trophées sur les 21 ont été remportés depuis qu'il a repris la direction du Club. Par ailleurs, l'OL figure parmi les clubs les plus réguliers de la Ligue 1. Il est ainsi le seul club à toujours figurer dans le top 5 lors des 18 dernières saisons, classement synonyme d'une place qualificative en compétitions européennes (Ligue des Champions ou Coupe UEFA).

Palmarès historique de l'Olympique Lyonnais (équipe professionnelle masculine)

Titre	Année	Total
Championnat de France L1	2002, 2003, 2004, 2005, 2006, 2007, 2008	7
Coupe de France	1964, 1967, 1973, 2008, 2012	5
Coupe de la Ligue	2001	1
Trophée des Champions	1973, 2002, 2003, 2004, 2005, 2006, 2007, 2012	8
Total		21

source : société

Le Parc OL : un vecteur de développement économique

Depuis une décennie maintenant, la planète foot assiste à la construction de stades de nouvelle génération, répondant à la fois à des enjeux réglementaires, télévisuels et sportifs. Débuté en Angleterre, ce mouvement s'est accéléré lors de l'organisation de l'Euro 2004 au Portugal, puis de la Coupe du Monde 2006 en Allemagne. **Avec l'exploitation du Parc OL et du Grand Stade (45 hectares au total), l'OL devient le premier club français de Ligue 1 propriétaire de son stade et rejoint l'élite du football européen. À terme, le Groupe estime à 70 M€ par an les recettes additionnelles que pourrait générer le Parc OL (billetterie, *sponsoring*, événements extra-sportifs etc...) par rapport à l'ancien Stade.**

Tableau comparatif entre le Grand Stade et le stade Gerland de la ville de Lyon (non exhaustif)

Critères	Grand Stade	Stade Gerland	Commentaires
Capacité d'accueil totale	59 186	40 450	Près de 19 000 sièges supplémentaires
<i>dont places VIP</i>	6000	1800	Une offre commerciale pour les entreprises améliorée
<i>dont loges</i>	105	39	
Affluence moyenne	48 017	31 620	Taux de remplissage de 81% sur les 10 premiers matchs de Ligue 1 vs 78% sur la première moitié de saison 2015-16 à Gerland
Catering	40 concessions / 300 kiosques	13 buvettes / caisses manuelles	Un espace catering modernisé favorisant la consommation
Connectivité	Connexion WIFI/3G/4G + application Parc OL	-	Système WIFI en propre permettant 25 000 connexions simultanées. Application installée par plus de 25 000 personnes
Programme de fidélité	Carte de paiement sans contact MyOL	-	Plus de 10 000 porteurs - 20/25% du CA match day

source : société, LFP, Euroland Corporate

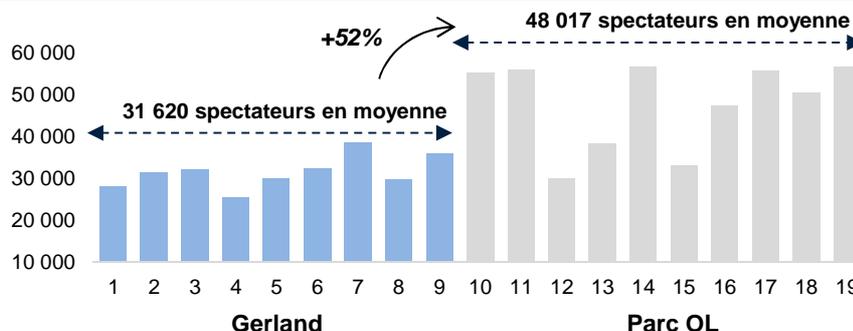
Un projet ambitieux qui porte déjà ses fruits

Le projet du Parc OL a vu le jour il y a une dizaine d'années partant d'un constat simple : 13 des 15 plus grands clubs européens sont propriétaires de leur stade, ce qui leur procure une force de frappe financière significative et par conséquent une compétitivité accrue sur le plan sportif. Il répond également à la nécessité pour un club de foot de diversifier ses sources de revenus pour compenser les aléas sportifs qui sont par nature aléatoires (exemple : non qualification pour la Ligue des Champions). Si le projet a mis du temps à se concrétiser, il marque le début d'une nouvelle ère économique pour le Groupe.

Livré en janvier 2016, après 30 mois de travaux, le Grand Stade dispose d'une capacité d'accueil nettement supérieure à celle du Stade Gerland, occupé par l'OL depuis 1950. Il offre ainsi 59 186 places les soirs de matchs, laissant entrevoir une forte hausse des recettes de billetterie à court terme. **Ainsi, avec seulement 7 matchs de championnat disputés à domicile lors du premier trimestre d'exploitation, l'OL a généré plus de recettes de billetterie (13,7 M€) que sur l'ensemble de l'exercice 2014-15 (11,1 M€) où il a accueilli 22 rencontres. De la même manière, sur la saison 2015-16, le revenu moyen « matchday » en championnat, incluant la billetterie Grand Public et VIP ainsi que les revenus de merchandising, a doublé atteignant 2,2 M€ (vs 1,1 M€ à Gerland).**

** Lors de son passage à l'Emirate Stadium en 2006-07, Arsenal a connu une hausse similaire avec un revenu moyen match day en très forte progression (+97% - source : Rapport annuel 2006-07 d'Arsenal).*

Évolution de l'affluence au stade pour l'OL sur la saison 2015-16 de la Ligue 1



source : LFP

Une offre BtoB aux standards européens

A l'image des grands clubs européens tels qu'Arsenal et le Bayern de Munich, l'OL Groupe renforce significativement son offre à destination d'une clientèle BtoB (grandes entreprises, ETI, PME) avec désormais 6 000 places VIP proposées via 6 salons thématiques (4 500 places), 105 loges (1 500 places). Avec le concept de loge « 365 », elles vont non seulement pouvoir assister aux matchs de l'OL, mais aussi utiliser ces espaces 365 jours/an dans le cadre d'événements internes (séminaires, showrooms, formations, etc...). Le Groupe entend ainsi fidéliser une clientèle premium dans la durée et accroître la récurrence de ses revenus indépendamment de la réussite sportive du Club. Preuve de l'engouement suscité par cette nouvelle offre, plus de la moitié des loges ont été louées (dont une partie selon le format « 365* ») et plus de 100 séminaires (17 000 personnes environ) se sont déroulés dans le Grand Stade.

D'ici 2018, l'objectif du Groupe est de compléter ses services avec un parc d'affaires à proximité du stade intégrant : 1/ un complexe hôtelier de 200 à 300 chambres et 2/ 11 000 m² de bureaux. Ce parc, dont la majorité des droits à bâtir devrait être cédée au cours de l'exercice 2016-17, ne générera pas de revenus à l'avenir mais lui permettra de proposer une offre complète à sa clientèle Entreprises.

Une expérience client renouvelée

Répondant parfaitement aux nouveaux usages du digital, le Grand Stade embarque en son sein une batterie de nouvelles technologies garantissant une expérience unique à ses supporters. Symbole de cet environnement ultra connecté, l'application *ParcOL* (compatible iOS, Android et Windows 10) permet aux spectateurs de consulter le calendrier des événements, de réserver des places, de commander depuis son siège des rafraîchissements, de suivre les statistiques du match en temps réel ou encore de recharger la carte de paiement sans contact *MyOL*. Vendue 2€ l'unité, cette dernière est gratuite pour les abonnés et est associée à un programme de fidélité. Grâce à cette dématérialisation du *cash*, le Groupe en apprendra non seulement un peu plus sur les habitudes de consommation de ses supporters mais pourra également favoriser leur consommation via des alertes mobiles personnalisées, accentuant davantage la relation club/supporters.

* La durée peut aller de 1 à 10 ans moyennant 170 K€ à 400 K€ par an selon le format de la loge (12, 15, 18 ou 24 places).

Une rentabilité du stade maximisée

Si l'exploitation du Grand Stade entraîne une hausse des coûts fixes, les revenus complémentaires hors compétition devraient significativement s'améliorer avec :

- l'ouverture d'une brasserie haut de gamme en partenariat avec Paul Bocuse (300 couverts environ) et des restaurants thématiques,
- un OL Store de 830 m² environ,
- l'accueil d'évènements sportifs et extra-sportifs (compétitions sportives, concerts, séminaires, etc...).

Enfin, le Parc OL accueille désormais le siège social de l'OL Groupe et depuis juillet 2016 le nouveau centre d'entraînement de l'équipe professionnelle, jusqu'ici localisé sur le site de Tola-Vologe à proximité du Stade Gerland.

Un financement 100% sur fonds privés

Avec ce projet, l'OL devient le premier club français à posséder un stade entièrement financé avec des fonds privés. À l'inverse des autres clubs de Ligue 1 (Marseille, Bordeaux, etc...) ayant majoritairement opté pour des PPP pour moderniser leur enceinte, le Groupe s'est appuyé sur un financement hybride mêlant fonds propres, dette obligataire et emprunt bancaire.

D'un total de 410 M€, le coût du projet est porté entièrement par la Foncière du Montout (FDM - filiale à 100% du Groupe) et inclut entre autres : l'acquisition du foncier, les frais liés à la construction et à la maîtrise d'œuvre, la décoration intérieure ainsi que les études, honoraires et coûts de financement. L'ensemble des dettes levées devrait générer des intérêts d'environ 7% par an à partir de 2016 (environ 20 M€ en 2016-17).

Plan de financement du Parc OL

Fonds propres	135,0	Commentaires
AK de la FDM	115,0	50 M€ d'incorporation de compte courant d'OL Groupe à la FDM + AK de 65 M€ de la FDM souscrite par OL Groupe.
Subvention CNDS	20,0	Versée dans le cadre de la rénovation/ construction des stades pour l'Euro 2016.
Avance OL Groupe	5,0	Partiellement issue de l'AK de 53 M€ réalisée en juin 2015.
Obligations	112,0	
Obligations VINCI	40,0	Obligations subordonnées à taux fixe, maturité 109 mois, intérêts payables annuellement à partir du 31/03/2017.
Obligations PATHÉ	40,0	" "
Obligations CDC	32,0	" "
Financement bancaire	136,5	Financement bancaire senior à taux variable de type "mini-perm", durée de 7 ans, remboursable <i>in fine</i> . Entièrement tiré.
Locations financières des SI	8,0	Location auprès de France Telecom Lease, 1er loyer en février 2016.
Revenus d'exploitation de la FDM	13,5	Revenus garantis par OL Groupe.
Coût total du projet	410,0	

source : société

La formation : un réservoir de croissance

L'Academy OL : un centre de formation de premier plan

Faisant très tôt le pari de la jeunesse, l'Olympique Lyonnais s'appuie aujourd'hui sur un des centres de formation les plus reconnus en France mais aussi en Europe. Pilier de la stratégie du Groupe, il a largement participé à la réussite sportive et financière du Club en alimentant l'équipe première de grands joueurs comme Karim Benzema, Hatem Ben Arfa, Anthony Martial ou encore Alexandre Lacazette et Nabil Fekir actuellement au Club.

Récemment, la performance de l'Academy a une nouvelle fois été confirmée, se classant 1^{ère} à l'échelle nationale devant le PSG et Toulouse et 4^{ème} sur le plan européen derrière le Real Madrid, le FC Barcelone et Manchester United.

Chaque année, elle accueille en permanence 40 jeunes environ (stagiaires + aspirants) qui sont encadrés par une quarantaine de personnes sur le nouveau site de l'Academy à Meyzieu. Un contrat de crédit de 14 M€ a été signé avec Groupama Banque (durée de 10 ans) permettant de rénover les installations du centre de formation mais également de financer la construction du nouveau centre d'entraînement de l'équipe professionnelle à Décines (opérationnel depuis l'été 2016), à proximité du Grand Stade.

Le trading de joueurs : une stratégie lucrative

Une des spécialités du Club réside dans sa capacité à gérer activement son actif de joueurs dans le but de dégager à terme une plus-value à la revente. Pour ce faire, il s'appuie largement sur la qualité des joueurs issus du centre de formation (60% environ de l'effectif professionnel au 30/09/2016) dont la valeur peut atteindre plusieurs millions d'euros sur le marché, à l'image de Samuel Umtiti, joueur formé à l'OL, dont le transfert au FC Barcelone a rapporté 25,0 M€ au Club lors du dernier mercato d'été.

Balance des transferts sur les 6 dernières saisons (y.c. *incentives*)

En M €	2010-11	2011-12	2012-13	2013-14	2014-15	2015-16
Cessions de joueurs	21,8	15,2	36,2	16,1	7,2	58,1
Acquisition de joueurs	23,4	9,1	11,8	2,3	3,5	41,2
Balance des transferts	-1,6	6,1	24,4	13,8	3,7	16,9
Balance des transferts cumulée	-1,6	4,5	28,9	42,7	46,4	63,3

source : société

Depuis 6 saisons, l'OL présente ainsi une balance des transferts régulièrement positive, lui assurant une source de revenus additionnelle. Aussi, sur 10 ans, l'activité de *trading* a généré un produit de 350,4 M€ (moyenne de 35 M€ / an) et 247,7 M€ de plus-values (moyenne de 25 M€ / an).

La stratégie menée par le Groupe s'avère extrêmement profitable sur le plan comptable dans la mesure où la plus-value dégagée dépend non seulement du montant du transfert, mais surtout de la valeur résiduelle du contrat du joueur cédé*. Par conséquent, les joueurs formés au Club n'étant pas valorisés au bilan, leur cession s'avère bien plus profitable (plus-value = montant de la cession) que celle de joueurs acquis, dont la plus-value** dépend de la valeur résiduelle et donc, du montant déjà amorti au moment de la transaction.

* Montant du contrat du joueur restant à amortir.

** Plus-value d'un joueur acquis = Montant de la cession - Valeur résiduelle

L'OL : une marque à forte visibilité

Capitalisant sur l'image de l'Olympique Lyonnais, le Groupe s'est attaché depuis plusieurs années à développer la notoriété de la marque OL à la fois au niveau local et national. Les succès sportifs enregistrés par le Club ainsi que la politique de communication ambitieuse menée permettent au Groupe de bénéficier d'une renommée européenne.

Échéances des principaux contrats de sponsors

	2016	2017	2018	2019	2020
Adidas	○	○	○	○	○
Alila Promotion	○	○	○		
April	○	○			
BeIN	○				
Cegid	○	○			
GDF-SUEZ	○	○			
Groupama	○	○	○		
Hyundai	○	○	○		
Intermarché	○	○	○		
MDA	○	○	○		
Oknoplast	○				
Orange	○	○	○		
Veolia	○	○	○	○	
24Option	○				

source : société



Avec un CA de 26,9 M€ (+20%) en 2015/16, les contrats de partenariats / publicité constituent la 3^{ème} source de revenus du Groupe (17% du CA hors *trading* joueurs). Grâce à l'audience générée par le football en France et en Europe, l'OL est en mesure de garantir une forte exposition médiatique aux entreprises françaises (GDF-Suez, Groupama) et internationales (Hyundai, Adidas). Signés en moyenne pour une durée de 3 ans, les partenariats font l'objet d'un renouvellement régulier, à l'image de Hyundai qui a récemment prolongé son bail de 2 ans avec le Club. Avec le Grand Stade, le Groupe devrait voir ses revenus sensiblement augmenter à l'avenir alors que le *namings* du Grand Stade pourrait rapporter plusieurs millions d'euros chaque année.

Si le Groupe a su capitaliser sur sa notoriété auprès des entreprises, il s'appuie également sur une base de supporters fidèles pour développer les ventes de produits de *merchandising* (maillots, ballons, accessoires, etc...). Il commercialise ses produits dérivés via : 1/ la vente à distance (canal principal), 2/ un réseau de distribution composé de grandes surfaces, 3/ un réseau de détaillants de la région lyonnaise et 4/ des boutiques en propre (3 au total). Source de diversification, cette activité est cependant plus sensible à l'actualité sportive du Club. Surfant sur la belle saison 2015/16 (2^{ème} place en Ligue 1) et la mise en service du Parc OL (concerts, séminaires, *catering*, etc...), les produits de la marque ont progressé de +62% à pc (cession de la filiale M2A au 30/06/2015) en 2015-16 à 22,3 M€.

Le sport *business* : une industrie en pleine expansion

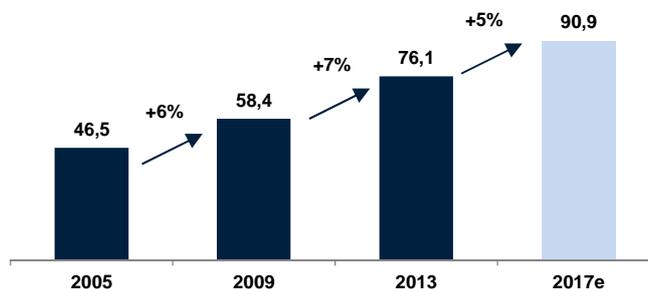
Un marché mondial du divertissement sportif en croissance

Un marché estimé à plus de 90 Mds\$ d'ici 2017

À travers l'organisation d'événements majeurs aux quatre coins du globe, le sport attire chaque année un très large public issu d'horizons socioprofessionnels et culturels différents. Selon une étude réalisée par le cabinet A.T. Kearney, le marché mondial du divertissement sportif représente une manne financière de près de 80 Mds\$ en 2014 et devrait atteindre 90,9 Mds\$ d'ici 2017, soit un TCAM de +5% sur la période. Celui-ci comprend notamment les droits audiovisuels, les recettes de billetterie et les revenus de sponsoring. En intégrant, les ventes de produits dérivés, de vêtements, d'équipements sportifs ainsi que les dépenses en nutrition sportive, l'industrie du sport pèserait pas moins de 700 Mds\$ à l'échelle mondiale en 2014, soit près de 1% du PIB mondial.

Évolution du CA mondial du divertissement sportif (en Mds \$)

TCAM (%)



source : A.T. Kearney, « *Winning in the Business of Sports* », novembre 2014

La popularité du sport en général est d'autant plus importante que l'industrie enregistre une croissance supérieure à celle du PIB mondial entre 2000 et 2012 (respectivement 3,1x supérieure à la croissance du PIB français et 1,6x à celle du PIB nord américain).

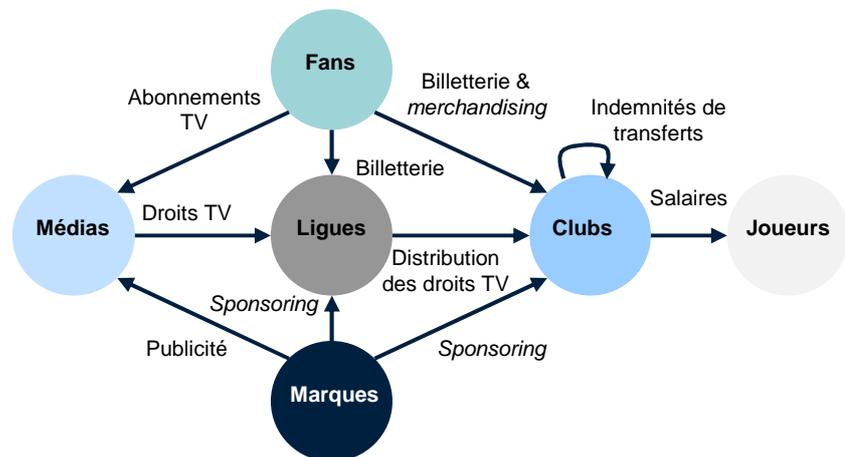
Une industrie répondant à un cycle

Chaque année, le tennis voit s'organiser les 4 tournois du Grand Chelem tandis que la planète foot assiste à l'organisation de l'Euro UEFA et de la Coupe du Monde de la FIFA tous les 4 ans (avec 2 ans d'intervalle). Le sport répond donc à une logique de cycles qui offre une certaine récurrence à son écosystème.

Sur la période 2009-13, où se sont déroulés à la fois les JO d'hiver, la Coupe du Monde de la FIFA 2010 et les JO d'été, l'industrie du divertissement sportif a vu ses revenus bondir de +30,3% à 76,1 Mds\$ (vs 58,4 Mds\$ en 2009), preuve de l'engouement généralisé pour les événements sportifs d'envergure internationale.

Un *business model* basé sur les droits TV et le sponsoring

Quelle que soit la discipline (football compris), l'essentiel des revenus des clubs provient de la vente centralisée des droits TV sous la forme d'appels d'offres par les fédérations. Par la suite, elles reversent chaque année la grande majorité des sommes perçues aux clubs. L'autre source de revenus permettant aux clubs de subvenir à leurs besoins vient des contrats de sponsoring passés avec les équipementiers sportifs et les industriels. Dans le monde du football, les droits TV représentaient 40% des produits d'activités des clubs en 2013 selon AT Kearney (vs 52% des produits hors *trading* pour l'OL en 2015-16).

Circuit de l'argent dans l'industrie du sport

source : A.T. Kearney, « *Winning in the Business of Sports* », novembre 2014

Football is king

Un leadership incontestable

Avec 35,3 Mds\$ de revenus en 2013, le football est le sport qui génère le plus de revenus sur le plan mondial, représentant 46% des ventes du divertissement sportif. Dans la région EMEA, premier marché pour le football, les ventes sont passées de 25,1 Mds\$ en 2009 à 35,3 Mds\$ en 2013. Ainsi, le football représente à lui seul 83% des recettes du divertissement sportif dans la zone. À titre de comparaison, l'ensemble des sports américains (football américain, basketball, hockey, NASCAR et le sport universitaire) ne pèsent « que » 26,3 Mds\$ en Amérique du Nord.

Marché mondial du divertissement sportif (en Mds\$, en 2013)

Sport	EMEA	Am. Nord	APAC	LATAM	Total	en % du total	TCAM	2005/09	2009/13	2013/17
Football	27,1	0,6	3,6	4,0	35,3	46%	Football	8%	9%	5%
Sports U.S.	0,0	26,3	1,7	0,0	28,0	37%	Sports US	5%	5%	4%
Formule 1	2,7	0,2	1,5	0,2	4,6	6%	Formule 1	3%	4%	4%
Autres	1,2	0,0	2,0	0,0	3,2	4%	Tennis	2%	5%	3%
Tennis	1,2	0,9	0,6	0,3	3,0	4%	Golf	3%	2%	4%
Golf	0,6	1,0	0,4	0,0	2,0	3%	Autres	11%	9%	9%
Total	32,8	29,0	9,8	4,5	76,1	100%	Total	6%	7%	5%

source : A.T. Kearney, « *Winning in the Business of Sports* », novembre 2014

Une popularité mondiale

Cette dynamique est le reflet de la forte popularité dont bénéficie la discipline à travers les 4 continents. Lors la Coupe du Monde de la FIFA 2014, c'est plus de 3 milliards de personnes qui ont regardé au moins une minute du tournoi devant leur télévision, soit près de la moitié de la population mondiale. Une telle audience a été rendue possible grâce à la couverture médiatique de cet événement sportif majeur, dont les droits audiovisuels se sont vendus à plus de 1,7 Mds\$ pour un mois de compétition, soit environ 56,7 M\$ par jour. En incluant les contrats de *sponsoring*, la FIFA a perçu près de 4 Mds\$ de revenus pour la compétition.

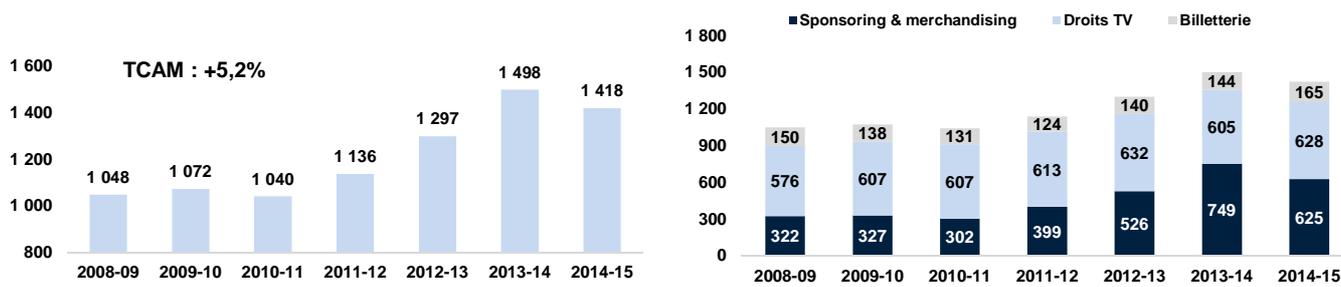
Plus globalement, on constate que les revenus du football augmentent plus vite que les autres sports. Entre 2009 et 2013 par exemple, le football enregistre un TCAM de +9% contre +5% seulement pour les sports U.S. Seul le cricket affiche une performance supérieure sur la période (TCAM de +10%).

Une Ligue 1 portée par les droits TV...

Une baisse de l'activité en trompe l'œil

Sur la saison 2014-15, les revenus de la Ligue 1 ont diminué de -5,3% à 1,4 Mds€, grevés par les postes *sponsoring & merchandising*. Le recul de ces derniers s'explique par : 1/ la non-reconduction d'un contrat de sponsoring de l'AS Monaco (-124 M€) et 2/ la baisse des revenus de *merchandising* du PSG (-65 M€). Retraités de ces variations, les revenus de la L1* se seraient à minima inscrits en hausse de +3% selon nous. Dans le même temps, les droits TV ont augmenté de +4,5% à 628 M€, se rapprochant du niveau de 2012/2013 (632 M€) et la billetterie est ressortie en hausse de +14,6% à 165 M€. À l'exception du PSG et de l'AS Monaco, l'écrasante majorité des clubs de Ligue 1 reste toutefois dépendante des droits TV. En effet, ils représentent généralement un peu plus de 50% de leurs produits hors *trading* voire même 70% dans certains cas.

Évolution des revenus hors *trading* de la Ligue 1 (en K€)



source : DNCG

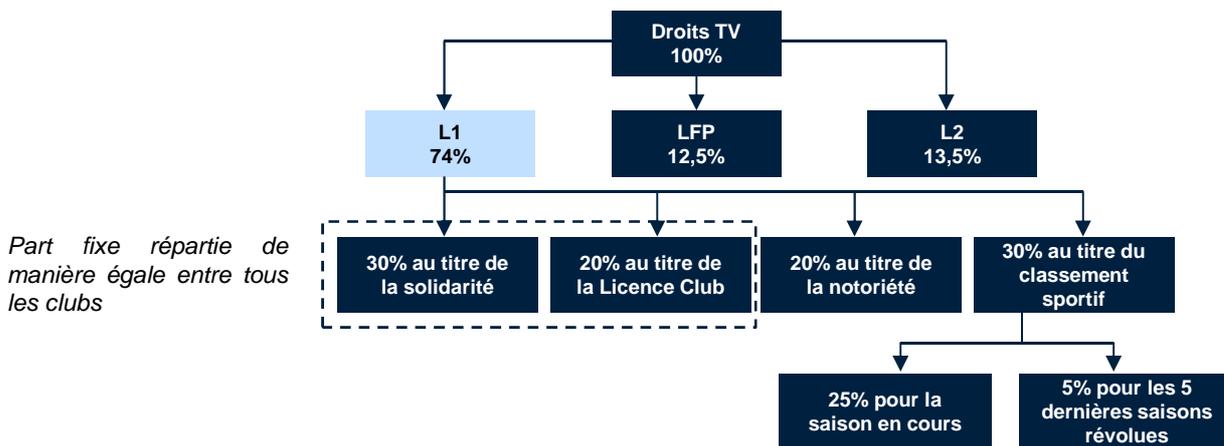
Des droits TV sécurisés jusqu'en 2020

Estimés à 640 M€ annuel pour la période 2012-16 contre 668 M€ pour 2008-12 suite au désengagement total d'Orange et partiel de Canal+, ils se répartissent de la façon suivante : 607 M€ pour les droits nationaux et 33 M€ pour l'international. L'arrivée de *beIN Sports* lors de la saison 2012-13 a totalement rebattu les cartes, ce qui a permis lors de l'appel d'offre réalisé par la LFP de voir les droits de retransmission renégociés nettement à la hausse à 748,5 M€ (+24%) pour la période 2016-17 / 2019-20. Côté droit international, la Ligue 1 décroche le jackpot, là encore grâce à *beIN Sports* qui versera 480 M€ sur la période 2018-19 / 2023-24, soit 80 M€ par an (+146%).

Dans un futur proche, Altice, qui a arraché les droits TV pour la Premier League anglaise à Canal+ pour un montant estimé à 120 M€, pourrait entrer dans la danse en Ligue 1 à partir de 2020. Cette concurrence accrue pourrait permettre aux clubs français de bénéficier de fonds supplémentaires et de se rapprocher un peu plus des montants perçus par les championnats espagnol et italien, qui émarginent respectivement à 949 M€ et 1,0 Mds€ pour la saison 2013-14.

* Le PSG et l'AS Monaco représentent 42,3% des revenus de la L1 (hors *trading* joueurs) sur la saison 2014-15.

Mode de redistribution des droits audiovisuels aux clubs de Ligue 1 et de Ligue 2



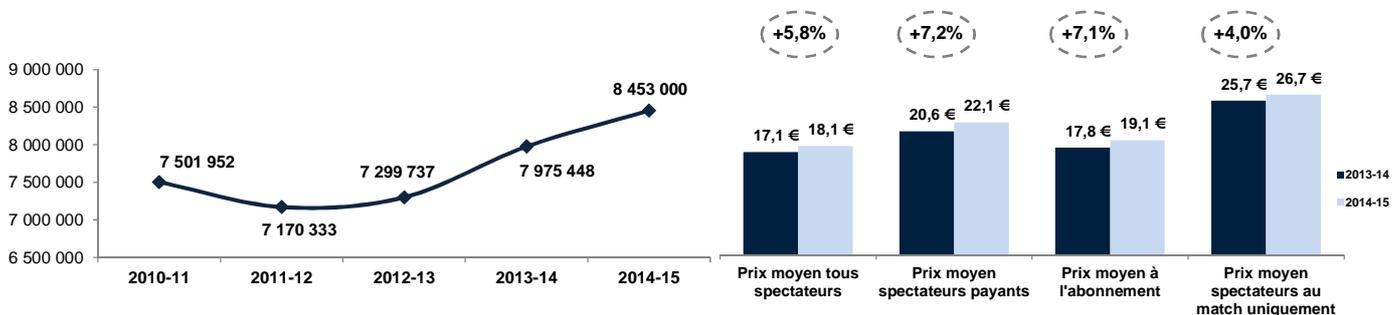
source : UCPF

Avec ses performances régulières sur le plan national et une notoriété forte, l'OL s'assure des revenus confortables, touchant en moyenne 43,3 M€ par saison sur la période 2010-15 (vs 45,5 M€ et 42,8 M€ respectivement pour le PSG et l'OM en 2014-15), soit 8,7% des droits audiovisuels de la Ligue 1.

Des recettes de billetterie en amélioration

Profitant de la fin des travaux de rénovation des stades (OM, Bordeaux, etc...), les recettes de billetteries s'inscrivent dans une tendance haussière. Sur la saison 2014-15, elles se sont établies à 165 M€ (+14,6%), portées par : 1/ une augmentation du prix des billets (+5,8%), 2/ un plus grand nombre de spectateurs payants (+20,9%) et 3/ une affluence en hausse (+6,0%).

Évolution de l'affluence totale de la Ligue 1 (en million de spectateurs) et du prix moyen des billets

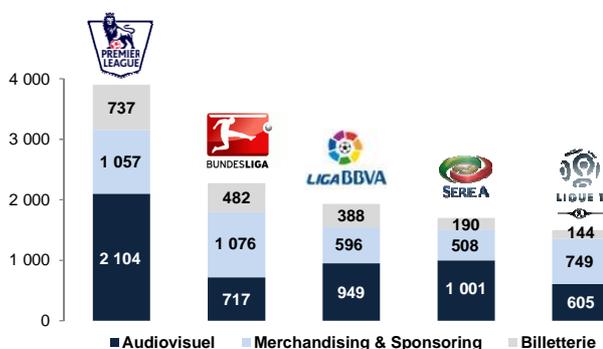


source : LFP, DNCG

... mais qui peine encore à être compétitive sur le plan européen

À bien des égards, la Ligue 1 est en retard par rapport aux autres grands championnats européens. Que ce soit sur le plan commercial ou sportif, le championnat de France apparaît moins compétitif et ce, malgré la montée en puissance du PSG et de l'AS Monaco. Elle a notamment beaucoup de retard en ce qui concerne la billetterie, le *sponsoring* et le *merchandising*.

Répartition des revenus des principaux championnats européens en 2013-14



source : Deloitte, « Annual review of football finance 2015 », juin 2015

Un rayonnement à l'international limité

Si avec la renégociation des droits de retransmission la Ligue 1 soutient désormais la comparaison avec l'Allemagne et l'Espagne, elle reste largement distancée par la Premier League. Le championnat anglais bénéficie en effet d'une très forte popularité à l'étranger (visionnée dans plus de 200 pays), lui permettant de générer 40% de ses droits TV à l'international là où la Ligue 1 n'en génère que 5%. À eux seuls, ils sont supérieurs aux recettes de billetterie et de *merchandising/sponsoring* du championnat français.

Des recettes de sponsoring et de billetterie encore trop faibles

Avec le retour du PSG et de Monaco sur le devant de la scène, la Ligue 1 se place devant l'Espagne et l'Italie en termes de revenus de *merchandising/sponsoring* (respectivement 596 M€ et 508 M€ vs 749 M€ pour la France). Toutefois, l'Allemagne demeure le leader en la matière avec ses 1,1 Mds€ de recettes. Côté billetterie, la France est largement en retard avec seulement 165 M€ de revenus générés lors de la saison 2014/15 à comparer aux 139,8 M€* réalisés par Arsenal cette année-là, soit 85% de la billetterie de la Ligue 1.

* Sur la base d'un taux EUR/GBP de 0,71832 au 31/05/2016 (date de clôture des comptes d'Arsenal)

Prix moyen de l'abonnement d'entrée de gamme et affluence moyenne par match par championnat (2014-15)



source : UCPF, LFP, worldfootball.net

* saison 2015/16

** prix d'un abonnement entrée de gamme plein tarif pour la saison 2016-17

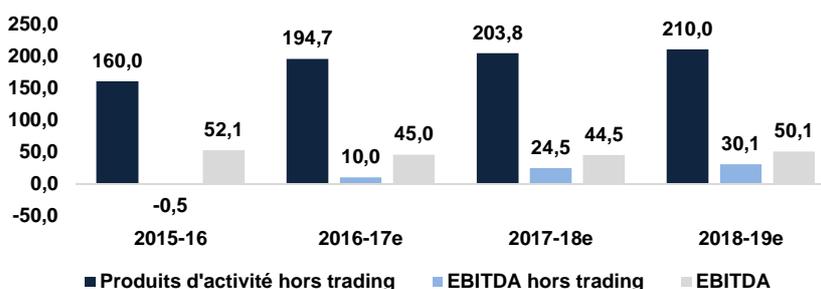
L'écart entre le championnat français et ses homologues étrangers s'explique avant tout par l'absence de clubs propriétaires de leur stade. En effet, ces derniers sont privés d'importantes ressources de *sponsoring* (notamment du *naming*), mais également de ventes de billets supplémentaires. À cela s'ajoute une attractivité moindre et un prix du billet nettement inférieur à celui pratiqué chez ses voisins. À titre d'exemple, suite à la rénovation de ses stades pour la Coupe du Monde de la FIFA 2006, le championnat allemand a vu ses recettes « jour de match » atteindre 469 M€ en 2012/13 contre 177 M€ en 2001/02, permettant à la quasi-totalité des clubs de dégager des bénéfices.

Fort de ce constat et bien conscient de l'atout économique que représente un stade pour un club de football, le Groupe a décidé de lancer la construction du Parc OL en se basant sur les modèles allemand et anglais, déjà éprouvés depuis plusieurs années. Véritable source de diversification, son exploitation quasi-permanente devrait permettre à la société d'accroître sa surface financière, à l'image des clubs étrangers propriétaires de leur stade (Manchester United, Real de Madrid, Juventus, etc...), et de redevenir plus compétitive sur le plan européen. Le Parc OL apparaît donc comme un atout supplémentaire pour rivaliser à nouveau avec les grandes écuries.

Perspectives stratégiques et financières

Avec l'exploitation du Parc OL depuis janvier 2016, le Groupe entre dans une nouvelle ère de développement, faisant évoluer son *business model* et par conséquent, son profil de risque. Grâce à la diversification des revenus attendue, sa dépendance aux aléas sportifs devrait sensiblement se réduire, laissant entrevoir un retour rapide à la rentabilité malgré les coûts fixes additionnels qu'engendrera sa mise en service. Nous tablons ainsi sur un TCAM des produits d'activités hors *trading* de +9,5% entre 2016-17 et 2018-19. Pour 2016-17e, nous attendons des produits d'activités hors *trading* de 194,7 M€ (+21,7%) ainsi qu'un EBITDA hors *trading* en nette amélioration à 10,0 M€ (vs -0,5 M€ en 2015-16).

Estimations pour la période 2016-17e / 2018-19e



source : Euroland Corporate

Le Parc OL, un moteur de croissance

Un levier fort sur les recettes de billetterie à court terme

En 2015-16, après seulement 6 mois d'utilisation du Grand Stade, l'OL Groupe est parvenu à générer 27,7 M€ de recettes de billetterie (+150%), soit un niveau jamais atteint auparavant. Cette hausse s'explique d'une part par **un effet volume** avec une hausse importante de la fréquentation en Ligue 1 (+52% vs la première partie de saison 2015-16 réalisée à Gerland et +15,2% vs l'ensemble de la saison 2014-15 selon nos estimations) et d'autre part, par **un effet prix** important lié à la hausse du nombre de places VIP (ticket moyen Ligue 1 à 32 € vs 16 € en 2014-15).

Si une forte augmentation a été constatée au cours de l'exercice 2015-16, nous attendons encore une progression significative sur l'exercice 2016-17e compte tenu : 1/ de l'exploitation en année pleine du stade, 2/ d'un prix moyen de la place qui sera vraisemblablement tiré à la hausse par la clientèle Entreprises et 3/ une progression du nombre d'abonnés provoquée par l'engouement autour du nouveau stade. Nous tablons ainsi sur un CA de 44,9 M€ (+62,0%) et de 47,9 M€ à horizon 2018-19e, soit un TCAM de +20,1% sur la période. Nos estimations s'appuient sur une qualification chaque année pour la Ligue des Champions, sachant que l'OL participe à l'édition 2016-17 et qu'il figure parmi les clubs les plus réguliers du championnat de France. Au total, nous retenons une base de 24 matchs à domicile par saison (21 en compétitions nationales et 3 en Ligue des Champions).

Forte visibilité sur les droits TV

Renégociés en nette hausse à 748,5 M€ (+24%) pour la période 2016-17 / 2019-20, les droits de retransmission de la Ligue 1 et Ligue 2 offrent un socle de revenus récurrent significatif à l'OL. Nous anticipons ainsi une hausse de +8,8% à 47,4 M€ en 2016-17, puis une stabilité à ce niveau sur les exercices suivants. Concernant les droits TV relatifs à la Ligue des Champions, ils sont attendus globalement stables par rapport 2015-16 à 38,0 M€ grâce à un reliquat de revenus relatifs à l'édition 2015-16 de la Ligue des Champions. Sur les saisons suivantes, nous restons conservateurs et prenons l'hypothèse de 3 équipes françaises en Ligue des Champions.

Le naming en soutien pour les revenus de sponsoring

En progression de +20% en 2015-16 à 26,9 M€, les revenus de partenariats et publicité seront portés par : 1/ une hausse de l'inventaire publicitaire liée à l'exploitation du Parc OL qui offre davantage d'espaces commerciaux et 2/ le *naming* du stade que nous estimons à 6,0 M€ en année pleine (intégration sur 6 mois uniquement en 2016-17). Grâce à ce dernier et à la forte visibilité de la marque OL, nous attendons un CA de 39,9 M€ en 2016-17 et un TCAM de +19,5% sur la période 2016-17 / 2018-19.

Des produits de la marque portés par la diversification

Bénéficiant de l'utilisation du Parc OL tout au long de l'année avec : 1/ l'accueil d'événements divers (concerts, séminaires, matchs sportifs, visites du Grand Stade, etc...) 2/ l'exploitation de l'OL Store situé à l'intérieur de l'enceinte, nous attendons un TCAM du CA des produits de la marque de +6,8% sur la période 2016-17 / 2018-19. Pour 2016-17e nous anticipons un CA de 24,5 M€.

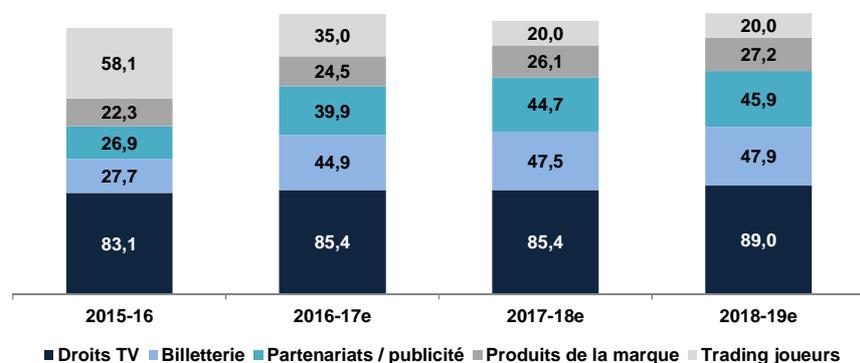
Un trading joueurs prometteur

Disposant d'un effectif de joueurs de qualité et en grande majorité issu du centre de formation de l'OL, le *trading* joueurs devrait fortement contribuer aux résultats sur les prochains exercices. Nous retenons ainsi 35,0 M€ puis 20,0 M€ sur les exercices suivants, un montant pouvant être considéré comme conservateur au regard de la valeur de l'effectif*.

Perspectives d'évolution du CA par segment à horizon 2018-19e (en M€)

TCAM du CA par segment (de 2016 à 2019)

- Billetterie : +20,1%
- Partenariats : +19,5%
- Produits de la marque : +6,8%
- Droits TV : +2,3%



source : Euroland Corporate

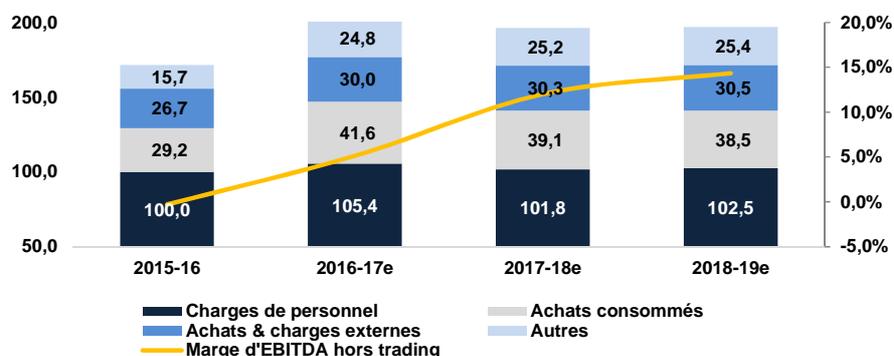
* 191,5 M€ au 30/06/2016 dont 142,4 M€ pour les joueurs formés à l'OL selon www.transfermarkt.com (données retraitées par l'OL Groupe)

Un levier sur la rentabilité

Vers une marge d'EBITDA hors trading à 2 chiffres

Caractérisé par une activité majoritairement à coûts fixes (charges de personnel et coûts d'exploitation du Parc OL notamment), l'OL Groupe va naturellement bénéficier de la diversification de ses revenus pour pérenniser sa rentabilité sur le long terme. **Nous tablons ainsi sur une marge d'EBITDA hors trading de 5,1% en 2016-17e à 10,0 M€. A l'avenir, et sous réserve d'une qualification régulière pour la Ligue des Champions, une marge d'EBITDA hors trading à 2 chiffres nous semble crédible sur le long terme compte tenu du changement de *business model* opéré.**

Évolution des principaux postes de charges (en M€)



source : Euroland Corporate

Des coûts fixes attendus en forte hausse mais maîtrisés dans la durée

Si l'exploitation du Parc OL va entraîner une hausse des coûts fixes de l'ordre de 40 M€ en année pleine par rapport à l'exercice 2014-15 (frais d'entretien, frais d'organisation, maintenance des SI, luminothérapie de la pelouse, surveillance, nettoyage, etc...), ces derniers seront compensés par l'augmentation des recettes. Outre une hausse qui devrait être encore importante en 2016-17e (+28%e) en raison de l'impact en année pleine de l'utilisation du stade, nous anticipons à l'avenir une légère baisse compte tenu de la courbe d'expérience de la gestion des charges sur le Parc OL. Les charges de personnel devraient quant à elles légèrement augmenter en 2016-17e (conservation de joueurs cadres bénéficiant de salaires importants) avant de diminuer selon nous compte tenu des cessions de joueurs qui pourraient se concrétiser lors des prochaines périodes de transferts.

Une génération de cash en amélioration

Compte tenu du redressement attendu des résultats et du fait que les investissements liés au Parc OL sont en grande partie achevés, l'OL Groupe devrait voir sa génération de cash s'améliorer sur les prochains exercices. Notre estimation tient compte : 1/ de l'acquisition de nouveaux joueurs pour un montant de 15,0 M€ par an, 2/ de la cession de joueurs pour un montant compris entre 20,0 M€ et 35,0 M€ par an, 3/ de CAPEX de maintenance de 3,0 M€ et 4/ du remboursement de la dette liée à la construction du Parc OL. D'ici 2018-19, nous attendons une dette nette en baisse de près de 30 M€ à 210,2 M€.

Tableau de flux (M€)	2015-16	2016-17e	2017-18e	2018-19e
Capacité d'autofinancement	-6,7	-9,9	7,1	13,0
Variation du BFR	19,3	21,1	0,4	0,8
Flux de trésorerie d'exploitation	12,6	11,2	7,5	13,8
Investissements opérationnels nets	-113,4	25,4	1,9	1,9
Investissement financiers nets	-0,2	-0,3	-0,3	-0,3
Flux nets de trésorerie liés aux investissements	-113,5	25,1	1,6	1,6
Augmentation de capital	0,0	0,0	0,0	0,0
Variation d'emprunts	77,0	-6,2	-9,1	-11,0
Autres	17,5	0,0	0,0	0,0
Flux de trésorerie liés au financement	94,5	-6,2	-9,1	-11,0
Variation de l'endettement financier net	-6,4	30,1	0,0	4,4

source : Euroland Corporate

Compte de résultat synthétique

En M€	2015-16	2016-17e	2017-18e	2018-19e
Produits des activités hors <i>trading</i>	160,0	194,7	203,8	210,0
Produits des activités	218,1	229,7	223,8	230,0
EBITDA hors <i>trading</i> (A)	-0,5	10,0	24,5	30,1
Résultat opérationnel courant hors <i>trading</i> (B)	-11,6	-7,0	7,5	13,1
EBITDA sur <i>trading</i> (C)	52,6	35,0	20,0	20,0
Résultat opérationnel courant sur <i>trading</i> (D)	38,5	23,5	8,5	8,5
EBITDA (A+C)	52,1	45,0	44,5	50,1
Résultat opérationnel courant (B+D)	27,0	16,5	16,0	21,6
Résultat financier	-10,3	-19,9	-17,4	-16,4
Impôts	-6,9	0,0	0,0	-0,7
Résultat net par du groupe	9,8	-3,4	-1,4	4,6

Ratios (%)	2015-16	2016-17e	2017-18e	2018-19e
Variation des produits d'activités hors <i>trading</i>	66,1%	21,7%	4,6%	3,1%
Variation des produits d'activités	110,6%	5,3%	-2,6%	2,8%
Marge d'EBITDA hors <i>trading</i>	-0,3%	5,1%	12,0%	14,3%
Marge d'EBITDA	23,9%	19,6%	19,9%	21,8%
Marge opérationnelle courante hors <i>trading</i>	-7,2%	-3,6%	3,7%	6,3%
Marge opérationnelle courante	12,4%	7,2%	7,1%	9,4%

source : Euroland Corporate

Valorisation de OL Groupe

Pour valoriser la société, nous avons retenu une seule méthode de valorisation, celle de l'actualisation des flux futurs de trésorerie (DCF). La méthode des comparables boursiers n'est pas retenue en raison d'un échantillon limité.

Valorisation par les DCF

Les principales hypothèses de notre valorisation par les DCF sont les suivantes :

- **Croissance des produits d'activité hors *trading*** : un TCAM de +9,5% entre 2016-17 et 2018-19 grâce à la forte hausse attendue des recettes de billetterie ainsi que des revenus liés aux partenariats et aux produits de la marque.
- **Rentabilité opérationnelle** : la marge opérationnelle courante hors *trading* devrait s'améliorer d'ici 2018-19 en raison d'une meilleure couverture des coûts fixes permise par la diversification des revenus. Nous prenons l'hypothèse d'une marge normative de 10,5% à partir de 2021-22, sous réserve d'une qualification en Ligue des Champions. Le résultat opérationnel courant sur *trading* est quant à lui capé à 8,5 M€ sur la période.
- **Impôts** : compte tenu des 90,0 M€ de déficits reportables au 30/06/2016, nous estimons que l'OL Groupe devrait bénéficier d'un taux d'imposition très faible jusqu'en 2025-26.
- **Besoin en fonds de roulement** : un BFR négatif moyen de -20% des produits d'activité (niveau observé sur 3 ans)
- **Investissements** : les CAPEX liés à l'acquisition de nouveaux joueurs ainsi qu'à la maintenance du Parc OL représenteront 8,5% du CA à partir de 2020-21.
- **Un taux d'actualisation (WACC) de 8,16% basé sur :**
 - un taux sans risque de 0,76 % ;
 - une dette financière nette estimé au 30/06/2017 à 234,7 M€
 - une prime de risque de 5,20%
 - un bêta endetté de 2,87

Hypothèses retenues pour le calcul du WACC

Taux sans risque (OAT 10 ans)	0,76%
Prime de risque	5,20%
Bêta sans dette	1,30
Bêta endetté	2,87
Coût des capitaux propres	15,7%
Coût de la dette après impôts	4,0%
Coût moyen pondéré du capital	8,2%
Taux de croissance à l'infini	2,5%

source : Euroland Corporate

Tableau des DCF

En M€	2016-17e	2017-18e	2018-19e	2019-20e	2020-21e	2021-22e	2022-23e	2023-24e	2024-25e	2025-26e
Chiffre d'affaires hors trading	194,7	203,8	210,0	216,3	222,8	229,5	235,2	241,1	247,1	252,1
<i>variation (%)</i>	21,7%	4,6%	3,1%	3,0%	3,0%	3,0%	2,5%	2,5%	2,5%	2,0%
Résultat opérationnel courant hors trading (A)	-7,0	7,5	13,1	17,8	22,8	24,1	24,7	25,3	25,9	26,5
<i>MOC hors trading (%)</i>	-3,6%	3,7%	6,3%	8,3%	10,3%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%
Résultat opérationnel courant sur trading (B)	23,5	8,5								
Résultat opérationnel courant Groupe (A+B)	16,5	16,0	21,6	26,3	31,3	32,6	33,2	33,8	34,4	35,0
<i>MOC Groupe (%)</i>	8,5%	7,8%	10,3%	12,2%	14,1%	14,2%	14,1%	14,0%	13,9%	13,9%
- Impôts	0,0	0,0	-0,7	-0,7	-1,9	-2,8	-3,0	-3,1	-3,2	-3,3
+ DAP nettes	28,5	28,5	28,5	28,6	28,7	28,8	28,9	29,0	29,1	29,2
Cash Flow opérationnel	45,0	44,5	49,4	54,2	58,1	58,6	59,1	59,7	60,3	60,9
- Variation du BFR	21,1	0,4	0,8	0,8	1,3	1,3	1,1	1,2	1,2	1,0
- Investissements opérationnels	-9,6	-18,1	-18,1	-18,9	-20,6	-21,2	-21,7	-22,2	-22,7	-23,1
Free Cash flow	56,5	26,8	32,1	36,1	38,8	38,7	38,5	38,7	38,8	38,7
Free Cash flow actualisé	54,7	24,0	26,6	27,6	27,4	25,3	23,3	21,6	20,1	18,5
Somme des FCF actualisés	269,1									
Valeur terminale actualisée	335,3									
Valeur d'entreprise	604,4									
Dette nette 2016-17e	234,7									
Provisions	1,5									
Intérêts minoritaires	7,1									
Valeur des capitaux propres	361,1									
Nombre d'actions (hors autocontrôle)	45,9									
Nombre d'actions fully diluted (y.c. OSRANE)	101,1									
Valeur par action	3,57									

source : Euroland Corporate

Matrice de sensibilité

		Taux de croissance à l'infini				
		2,00%	2,25%	2,50%	2,75%	3,00%
C	7,66%	3,75	3,92	4,10	4,30	4,52
M	7,91%	3,51	3,66	3,82	4,00	4,20
P	8,16%	3,29	3,43	3,57	3,73	3,90
C	8,41%	3,09	3,21	3,34	3,48	3,64
	8,66%	2,90	3,01	3,13	3,26	3,40

source : Euroland Corporate

Valorisation par les comparables

Compte tenu du fait que nous disposons d'un échantillon restreint de clubs de football cotés disposants d'un suivi analyste, nous avons choisi de ne pas retenir cette approche. Cependant, nous présentons à titre informatif les ratios de valorisation de ces derniers (Manchester United et Borussia Dortmund). Tout comme l'Olympique Lyonnais, ils sont propriétaires de leur stade et déploient une stratégie de valorisation de leur marque à l'international.

Consensus analystes sur les comparables (en M€)

Société	Capitalisation	Dette nette	VE	CA	CA	CA	EBITDA	EBITDA	EBITDA
				2016-17e	2017-18e	2018-19e	2016-17e	2017-18e	2018-19e
Manchester United	2 336,1	304,4	2 640,6	630,6	697,3	742,7	207,5	242,1	257,5
Borussia Dortmund	455,6	-30,1	425,5	341,6	354,7	412,3	58,3	61,1	110,1
OL GROUPE	129,4	162,8	292,2	194,7	203,8	210,0	45,0	44,5	50,1
				Var CA	Var CA	Var CA	Marge	Marge	Marge
				2016-17e	2017-18e	2018-19e	d'EBITDA	d'EBITDA	d'EBITDA
				-8,4%	10,6%	6,5%	32,9%	34,7%	34,7%
				-9,2%	3,8%	ns	17,1%	17,2%	ns
				21,7%	4,6%	3,1%	23,1%	21,8%	23,9%

sources : consensus analystes Factset au 28/11/2016, Euroland Corporate

Multiples de valorisation de l'échantillon de comparables

Société	Capitalisation	VE / CA		VE / EBITDA	
		2016-17e	2017-18e	2016-17e	2017-18e
Manchester United	2 336,1	4,2x	3,8x	12,7x	10,9x
Borussia Dortmund	455,6	1,2x	1,2x	7,3x	7,0x
Moyenne		2,7x	2,5x	10,0x	8,9x
Mediane		2,7x	2,5x	10,0x	8,9x

sources : consensus analystes Factset au 28/11/2016, Euroland Corporate

Conclusion

Notre valorisation de l'OL Groupe par les DCF ressort à 3,60 € (arrondi au supérieur) par action avec un WACC à 8,16% et un taux de croissance à l'infini de 2,5%. Cet objectif s'entend fully diluted (création maximum de 55,2 millions d'actions à échéance 2023 en lien avec les OSRANE). Par conséquent, nous initions le suivi de la société avec une opinion à l'Achat.

Compte de résultat (M€)	2014-15	2015-16	2016-17e	2017-18e	2018-19e
Produits des activités (hors trading joueurs)	96,3	160,0	194,7	203,8	210,0
Produits des activités	103,5	218,1	229,7	223,8	230,0
Excédent brut d'exploitation	-7,2	52,1	45,0	44,5	50,1
Résultat opérationnel courant	-18,1	27,0	16,5	16,0	21,6
Résultat opérationnel	-18,1	27,0	16,5	16,0	21,6
Résultat financier	-3,4	-10,3	-19,9	-17,4	-16,4
Impôts	0,0	-6,9	0,0	0,0	-0,7
Mise en équivalence	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Part des minoritaires	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0
Résultat net part du groupe	-21,4	9,8	-3,4	-1,4	4,6
Bilan (M€)	2014-15	2015-16	2016-17e	2017-18e	2018-19e
Actifs non courants	348,6	472,2	453,7	443,6	433,5
<i>dont goodwill</i>	1,9	1,9	1,9	1,9	1,9
BFR	-37,8	-23,4	-44,5	-45,0	-45,8
Disponibilités + VMP	39,3	32,5	62,6	62,6	67,0
Capitaux propres	136,4	145,0	141,6	140,2	144,8
Emprunts et dettes financières	202,1	303,5	297,3	288,2	277,2
Total Bilan	467,5	604,4	624,1	617,8	616,8
Tableau de flux (M€)	2014-15	2015-16	2016-17e	2017-18e	2018-19e
Marge Brute d'autofinancement	-17,7	-6,7	-9,9	7,1	13,0
Variation de BFR	5,2	19,3	21,1	0,4	0,8
Flux nets de trésorerie généré par l'activité	-12,5	12,6	11,2	7,5	13,8
Investissements opérationnels nets	-151,4	-113,4	25,4	1,9	1,9
Investissements financiers nets	-0,7	-0,2	-0,3	-0,3	-0,3
Flux nets de trésorerie liés aux investissements	-152,1	-113,5	25,1	1,6	1,6
Augmentation de capital	50,8	0,0	0,0	0,0	0,0
Variation emprunts	123,4	77,0	-6,2	-9,1	-11,0
Dividendes versés	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Autres	26,0	17,5	0,0	0,0	0,0
Flux nets de trésorerie liés au financement	200,1	94,5	-6,2	-9,1	-11,0
Variation de l'endettement financier net	35,5	-6,5	30,1	0,0	4,4
Ratios (%)	2014-15	2015-16	2016-17e	2017-18e	2018-19e
Variation chiffre d'affaires	-7,7%	66,1%	21,7%	4,6%	3,1%
Marge EBE	-6,9%	23,9%	19,6%	19,9%	21,8%
Marge opérationnelle courante	-17,5%	12,4%	7,2%	7,1%	9,4%
Marge opérationnelle	-17,5%	12,4%	7,2%	7,1%	9,4%
Marge nette	-20,8%	4,5%	-1,5%	-0,6%	2,0%
Investissements opérationnels nets/CA	157,9%	63,5%	7,9%	8,1%	7,9%
BFR/CA	-36,5%	-10,7%	-19,4%	-20,1%	-19,9%
ROCE	-3,7%	4,0%	2,7%	2,7%	3,7%
ROCE hors GW	-3,7%	4,0%	2,7%	2,7%	3,7%
ROE	-16,0%	6,9%	-2,5%	-1,0%	3,2%
Payout	0%	0%	0%	0%	0%
Dividend yield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Ratios d'endettement	2014-15	2015-16	2016-17e	2017-18e	2018-19e
Gearing (%)	119%	187%	166%	161%	145%
Dettes nettes/EBE	-22,7	5,2	5,2	5,1	4,2
EBE/charges financières	2,1	5,0	2,3	2,6	3,1
Valorisation	2014-15	2015-16	2016-17e	2017-18e	2018-19e
Nombre d'actions (en millions)	46,3	46,3	46,4	46,4	46,4
Nombre d'actions moyen (en millions)	29,8	46,3	46,4	46,4	46,4
Cours (moyenne annuelle en euros)	1,9	2,2	2,2	2,2	2,2
(1) Capitalisation boursière moyenne	55,7	101,5	101,5	101,6	101,6
(2) Dette nette (+)/ trésorerie nette (-)	162,8	271,0	234,7	225,6	210,2
(3) Valeur des minoritaires	2,8	2,8	2,8	2,8	2,8
(4) Valeur des actifs financiers	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Valeur d'entreprise = (1)+(2)+(3)-(4)	221,4	375,3	339,1	330,0	314,5
PER	ns	10,4	ns	ns	22,3
VE/EBE	ns	7,2	7,6	7,5	6,3
VE/ROC	ns	14,0	20,7	20,8	14,6
VE/CA	2,6	2,4	1,7	1,6	1,5
P/B	0,6	0,7	0,7	0,7	0,7
Données par action (€)	2014-15	2015-16	2016-17e	2017-18e	2018-19e
Bnpa	-0,22	0,10	-0,03	-0,01	0,05
Book value/action	2,9	3,1	3,1	3,0	3,1
Dividende /action	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 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 des recommandations sur les 12 derniers mois :

Achat : depuis le 29/11/2016

Accumuler : (-)

Neutre : (-)

Alléger: (-)

Vendre: (-)

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