

<b>Achat</b>	<i>Potentiel</i>	21%
<b>Objectif</b>		<b>3,60 €</b>
Cours au 22/02/2017(c)		2,98 €
Euronext Paris		
Reuters / Bloomberg	OLG.PA / OLG.FP	

Performances (%)	Ytd	1m	3m	12m
Absolute perf.	14%	1,7%	8,4%	46,8%
Cac Small perf.	4,3%	2,7%	14,0%	26,6%

**Informations boursières**

Capitalisation (M€)	149,0
Nb de titres (en millions)	50,0
Volume moyen 12 mois (titres)	43 961
Extrêmes 12 mois	1,94 € 3,40 €

**Actionnariat\***

ICMI	32%
Pathé	28%
IDG	7%
Administrateurs	0%
Auto-détention	1%
Public	32%

\* changement actionnariat post 2ème tranche IDG (20,0%)

**Données financières (en M €)**

au 30/06	2016	2017e	2018e	2019e
CA (y.c trading)	218,1	252,0	222,1	229,0
var %	110,6%	15,5%	-11,9%	3,1%
CA (hors trading)	160,0	192,0	202,1	209,0
var %	66,1%	20,0%	5,3%	3,4%
EBE	52,1	63,8	40,4	46,7
%CA	23,9%	25,3%	18,2%	20,4%
ROC	27,0	44,5	8,3	14,6
%CA	12,4%	17,7%	3,7%	6,4%
RNPG	9,8	24,8	-9,1	-1,3
%CA	4,5%	9,8%	-4,1%	-0,6%
Bnpa (€)	0,21	0,50	-0,18	-0,03
Bnpa dilué (€)	0,10	0,17	-0,06	-0,01
Gearing (%)	187%	82%	83%	77%
Dettes nettes	271,0	171,1	166,0	152,8
ROCE avec GW (%)	4,0%	7,2%	1,4%	2,5%
ROE (%)	6,9%	12,0%	-4,6%	-0,7%
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	5,1	7,9	6,6
VE/ROC (x)	14,0	7,3	38,4	21,0
PE (x)	10,4	6,0	ns	ns

**Analyste :**Eric Seclet  
01 44 70 20 78  
esecl@elcorp.com**OL Groupe**

Loisirs &amp; Services

**Le Parc OL tire l'activité et les résultats au S1****Publication du CA et des résultats S1 2016-17**

L'OL Groupe publie des chiffres semestriels solides et globalement en ligne avec nos attentes. Les produits d'activités s'élèvent à 111,8 M€ (+3,7%) et à 110,3 M€ (+35,0%) hors trading. L'EBITDA hors trading est cependant en légère diminution à 11,6 M€ (-3,0 M€) en raison d'une augmentation des charges de personnel, tout comme le ROC Groupe qui atteint 8,1 M€ (vs 30,8 M€ un an auparavant) compte tenu du faible niveau de trading observé sur la première partie de l'exercice.

**Commentaires**

L'OL Groupe affiche une génération de revenus solide au S1, imputable directement à l'exploitation du Parc OL qui a débuté en janvier 2016. L'activité a principalement été portée par : 1/ la billetterie (+184,2% à 21,6 M€) qui bénéficie à la fois d'un effet prix et volume (affluence moyenne en augmentation de +28,5% vs au 31/12/15), 2/ la hausse des droits TV (+14,5% à 62,5 M€) en lien avec l'augmentation des revenus bruts distribuables aux clubs de Ligue 1, 3/ la multiplication d'événements hors matchs (concerts, séminaires etc...) représentée par la nouvelle catégorie « Events » (3,9 M€ de CA) et 4/ les produits de partenariats (+24,3% à 13,8 M€). Côté trading joueurs, l'activité a été faible comparée à l'an passé (1,5 M€ de cessions vs 26,2 M€), le club ayant souhaité conserver un effectif compétitif pour la participation en Ligue des Champions. Toutefois, des cessions de joueurs majeurs pour le mercato d'été restent probables selon nous. Nous relevons ainsi notre hypothèse de cession à 60,0 M€.

Malgré une croissance élevée, la rentabilité affiche une légère baisse sur le semestre, tout en restant nettement positive. Le recul de l'EBITDA hors trading à 11,6 M€ (vs 14,6 M€) traduit principalement une progression des charges de personnel (+9,2 M€), qui était attendue (mercato d'été 2016 et absence de cessions de joueurs majeurs). Au final, après amortissements, résultats sur trading et comptabilisation de produits non récurrents à hauteur de 11,0 M€ (cession des actifs de Tola Vologe), le ROC Groupe ressort en baisse à 8,1 M€ (vs 30,8 M€). Néanmoins, compte tenu du faible niveau de trading enregistré au S1, nous considérons qu'il n'est pas représentatif sur le court terme.

Au 31/12/16, OL Groupe présente une situation financière renforcée grâce à l'entrée d'IDG à son capital qui s'est concrétisée le 29/12/16 par le versement d'une première tranche de 30 M€ (solde de 70 M€ à recevoir avant le 28/02/17). Pour rappel, IDG détiendra 20,0% du capital à l'issue de l'opération sur une base fully diluted. La trésorerie atteint 56,6 M€ (vs 23,3 M€) et les fonds propres 172,7 M€ (vs 155,6 M€). Si la dette nette reste importante (252,2 M€), une part importante des fonds levés sera allouée au désendettement (aucune indication précise à ce stade).

Suite à cette publication, nous ajustons nos estimations afin de prendre en compte : 1/ l'entrée au capital d'IDG pour un montant global de 100 M€, 2/ le recrutement de Memphis Depay pour un montant de 16 M€ hors incentives, 3/ la poursuite du parcours européen en Europa League, 4/ la cession des actifs de Tola Vologe et 5/ un montant de cession de 60 M€ lors du prochain mercato estival. Nous tablons désormais sur des produits d'activités de 252,0 M€ (vs 229,7 M€) et un ROC de 44,5 M€ (vs 16,5 M€).

**Recommandation**

**Après la mise à jour de nos estimations et de notre modèle de valorisation, notre objectif de cours ressort inchangé à 3,60 €. Notre opinion reste à Achat.**

Prochain évènement : Produits des activités T3 2016-17 le 11 mai 2017

<b>Compte de résultat (M€)</b>	<b>2014-15</b>	<b>2015-16</b>	<b>2016-17e</b>	<b>2017-18e</b>	<b>2018-19e</b>
Produits des activités (hors trading joueurs)	96,3	160,0	192,0	202,1	209,0
Produits des activités	103,5	218,1	252,0	222,1	229,0
Excédent brut d'exploitation	-7,2	52,1	63,8	40,4	46,7
Résultat opérationnel courant	-18,1	27,0	44,5	8,3	14,6
Résultat opérationnel	-18,1	27,0	44,5	8,3	14,6
Résultat financier	-3,4	-10,3	-19,9	-17,4	-16,4
Impôts	0,0	-6,9	0,0	0,0	0,5
Mise en équivalence	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Part des minoritaires	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,0
Résultat net part du groupe	-21,4	9,8	24,8	-9,1	-1,3
<b>Bilan (M€)</b>	<b>2014-15</b>	<b>2015-16</b>	<b>2016-17e</b>	<b>2017-18e</b>	<b>2018-19e</b>
Actifs non courants	348,6	472,2	456,9	443,2	429,5
<i>dont goodwill</i>	1,9	1,9	1,9	1,9	1,9
BFR	-37,8	-23,4	-44,5	-44,9	-45,8
Disponibilités + VMP	39,3	32,5	107,4	103,3	105,5
Capitaux propres	136,4	145,0	208,5	199,4	198,2
Emprunts et dettes financières	202,1	303,5	278,5	269,4	258,4
Total Bilan	467,5	604,4	670,6	657,2	650,8
<b>Tableau de flux (M€)</b>	<b>2014-15</b>	<b>2015-16</b>	<b>2016-17e</b>	<b>2017-18e</b>	<b>2018-19e</b>
Marge Brute d'autofinancement	-17,7	-6,7	-4,1	3,0	10,8
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	17,0	3,5	11,6
Investissements opérationnels nets	-151,4	-113,4	44,4	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	44,1	1,6	1,6
Augmentation de capital	50,8	0,0	38,8	0,0	0,0
Variation emprunts	123,4	77,0	-86,2	-9,1	-11,0
Dividendes versés	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Autres	26,0	17,5	61,2	0,0	0,0
Flux nets de trésorerie liés au financement	200,1	94,5	13,8	-9,1	-11,0
Variation de l'endettement financier net	35,5	-6,5	74,9	-4,0	2,2
<b>Ratios (%)</b>	<b>2014-15</b>	<b>2015-16</b>	<b>2016-17e</b>	<b>2017-18e</b>	<b>2018-19e</b>
Variation chiffre d'affaires	-7,7%	66,1%	20,0%	5,3%	3,4%
Marge EBE	-6,9%	23,9%	25,3%	18,2%	20,4%
Marge opérationnelle courante	-17,5%	12,4%	17,7%	3,7%	6,4%
Marge opérationnelle	-17,5%	12,4%	17,7%	3,7%	6,4%
Marge nette	-20,8%	4,5%	9,8%	-4,1%	-0,6%
Investissements opérationnels nets/CA	157,9%	63,5%	9,2%	8,2%	7,9%
BFR/CA	-36,5%	-10,7%	-17,7%	-20,2%	-20,0%
ROCE	-3,7%	4,0%	7,2%	1,4%	2,5%
ROCE hors GW	-3,7%	4,0%	7,2%	1,4%	2,5%
ROE	-16,0%	6,9%	12,0%	-4,6%	-0,7%
Payout	0%	0%	0%	0%	0%
Dividend yield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>Ratios d'endettement</b>	<b>2014-15</b>	<b>2015-16</b>	<b>2016-17e</b>	<b>2017-18e</b>	<b>2018-19e</b>
Gearing (%)	119%	187%	82%	83%	77%
Dettes nette/EBE	-22,7	5,2	2,7	4,1	3,3
EBE/charges financières	2,1	5,0	3,2	2,3	2,9
<b>Valorisation</b>	<b>2014-15</b>	<b>2015-16</b>	<b>2016-17e</b>	<b>2017-18e</b>	<b>2018-19e</b>
Nombre d'actions (en millions)	46,3	46,3	50,0	50,0	50,0
Nombre d'actions moyen (en millions)	29,8	46,3	48,2	50,0	50,0
Cours (moyenne annuelle en euros)	1,9	2,2	3,0	3,0	3,0
(1) Capitalisation boursière moyenne	55,7	101,5	143,5	149,0	149,0
(2) Dettes nette (+) / trésorerie nette (-)	162,8	271,0	171,1	166,0	152,8
(3) Valeur des minoritaires	2,8	2,8	2,7	2,7	2,7
(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	317,3	317,7	304,6
PER	ns	10,4	6,0	ns	ns
VE/EBE	ns	7,2	5,1	7,9	6,6
VE/ROC	ns	14,0	7,3	38,4	21,0
VE/CA	2,6	2,4	1,7	1,6	1,5
P/B	0,6	0,7	0,7	0,7	0,8
<b>Données par action (€)</b>	<b>2014-15</b>	<b>2015-16</b>	<b>2016-17e</b>	<b>2017-18e</b>	<b>2018-19e</b>
Bnpa	-0,22	0,10	0,17	-0,06	-0,01
Book value/action	2,9	3,1	4,2	4,0	4,0
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 de recommandations sur les 12 derniers mois :**

**Achat** : depuis le 29/11/2016

**Accumuler** : (-)

**Neutre** : (-)

**Alléger** : (-)

**Vente** : (-)

**Sous revue** : (-)

**Méthodes d'évaluation :**

**Ce document peut évoquer des méthodes d'évaluation dont les définitions résumées sont les suivantes :**

1/ Méthode des comparaisons boursières : les multiples de valorisation de la société évaluée sont comparés à ceux d'un échantillon de sociétés du même secteur d'activité, ou d'un profil financier similaire. La moyenne de l'échantillon établit une référence de valorisation, à laquelle l'analyste ajoute le cas échéant des décotes ou des primes résultant de sa perception des caractéristiques spécifiques de la société évaluée (statut juridique, perspectives de croissance, niveau de rentabilité...).

2/ Méthode de l'ANR : l'Actif Net Réévalué est une évaluation de la valeur de marché des actifs au bilan d'une société par la méthode qui apparaît la plus pertinente à l'analyste.

3/ Méthode de la somme des parties : la somme des parties consiste à valoriser séparément les activités d'une société sur la base de méthodes appropriées à chacune de ces activités puis à les additionner.

4/ Méthode des DCF : la méthode des cash-flows actualisés consiste à déterminer la valeur actuelle des liquidités qu'une société dégagera dans le futur. Les projections de cash flows sont établies par l'analyste en fonction de ses hypothèses et de sa modélisation. Le taux d'actualisation utilisé est le coût moyen pondéré du capital, qui représente le coût de la dette de l'entreprise et le coût théorique des capitaux propres estimés par l'analyste, pondérés par le poids de chacune de ces deux composantes dans le financement de la société.

5/ Méthode des multiples de transactions : la méthode consiste à appliquer à la société évaluée les multiples observés dans des transactions déjà réalisées sur des sociétés comparables.

6/ Méthode de l'actualisation des dividendes : la méthode consiste à établir la valeur actualisée des dividendes qui seront perçus par l'actionnaire d'une société, à partir d'une projection des dividendes réalisée par l'analyste et d'un taux d'actualisation jugé pertinent (généralement le coût théorique des fonds propres).

7/ Méthode de l'EVA : la méthode "Economic Value Added" consiste à déterminer le surcroît annuel de rentabilité dégagé par une société sur ses actifs par rapport à son coût du capital (écart également appelé "création de valeur"). Ce surcroît de rentabilité est ensuite actualisé pour les années à venir avec un taux correspondant au coût moyen pondéré du capital, et le résultat obtenu est ajouté à l'actif net comptable.

**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	Oui	Non	Oui

\* Animation boursière comprenant un suivi régulier en terme d'analyse financière

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