

<b>Achat</b>	<i>Potentiel</i>	30%
<b>Objectif</b>		3,70 €
Cours au 04/10/2017(c)		2,84 €
Euronext Paris		
Reuters / Bloomberg	OLG.PA / OLG.FP	

Performances (%)	Ytd	1m	3m	12m
Absolute perf.	-3,4%	-0,7%	-6,6%	2,2%
Cac Small perf.	21,0%	5,3%	3,5%	30,8%

**Informations boursières**

Capitalisation (M€)	165,2
Nb de titres (en millions)	58,2
Volume moyen 12 mois (titres)	24 138
Extrêmes 12 mois	2,50 € 3,09 €

**Actionnariat**

ICMI	28%
Pathé	24%
IDG	20%
Administrateurs	0%
Auto-détention	1%
Public	28%

**Données financières (en M €)**

au 30/06	2017	2018e	2019e	2020e
CA (y.c trading)	250,0	258,8	245,5	248,3
var %	14,6%	3,5%	-5,2%	1,2%
CA (hors trading)	198,3	169,8	205,5	213,3
var %	23,9%	-14,3%	21,0%	3,8%
EBE	51,0	60,4	50,0	51,0
%CA	20,4%	23,3%	20,4%	20,5%
ROC	30,6	16,0	8,0	9,0
%CA	12,2%	6,2%	3,3%	3,6%
RNPG	4,9	1,0	-6,4	-5,4
%CA	1,9%	0,4%	-2,6%	-2,2%
Bnpa (€)	0,08	0,02	-0,11	-0,09
Bnpa dilué (€)	0,03	0,01	-0,04	-0,04
Gearing (%)	80%	71%	70%	66%
Dette nette	199,4	178,6	170,4	166,0
ROCE avec GW (%)	4,2%	2,3%	12%	14%
ROE (%)	2,0%	0,4%	-2,7%	-2,3%
Dividende n (€)	0,00	0,00	0,00	0,00
Yield (%)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

**Ratios**

	2017	2018e	2019e	2020e
VE/CA (x)	19	2,1	1,7	1,5
VE/EBE (x)	7,2	5,8	6,8	6,4
VE/ROC (x)	12,1	21,8	42,6	36,3
PE (x)	34,0	170,9	ns	ns

**Analyste :**

Eric Secler  
01 44 70 20 78  
esecler@elcorp.com

# OL Groupe

Loisirs & Services

## Des résultats solides, portés par le Groupama Stadium

### Publication des résultats 2016-17

L'OL Groupe, qui exploite pour son premier exercice complet le Groupama Stadium, dévoile des résultats 2016/17 solides, en ligne avec nos estimations. Avec des produits d'activité à 250,0 M€ (+14,6%) et à 198,3 M€ hors trading (+23,8%), le Groupe voit son EBITDA ressortir à 51,0 M€ (vs 51,5 M€e et 52,1 M€ en 2015/16) et son ROC à 30,6 M€ (vs 32,2 M€e et 27,0 M€ en 2015/16). Fait notable, l'EBITDA hors trading passe dans le vert à 2,6 M€ (vs -0,5 M€ l'an passé), une première depuis la saison 2008/09. Grevé par un résultat financier de -23,2 M€, le RNpg s'établit finalement à 4,7 M€ (vs 9,8 M€ l'an dernier).

### Commentaires

Malgré une forte hausse des achats et charges externes (+42,5% à 79,6 M€), qui s'explique par l'exploitation en année pleine du Groupama Stadium (vs 6 mois sur l'exercice précédent), l'OL Groupe est parvenu à afficher des résultats solides grâce à : 1/ une activité dynamique (hausse 38,2 M€ de produits d'activités hors trading vs 2015/16), 2/ un trading joueurs lucratif (94% des 51,7 M€ concernent des joueurs issus de l'Academy) et 3/ l'augmentation maîtrisée des charges de personnel (+9,1% à 109,2 M€), premier poste de dépenses du Groupe. Enfin, l'enregistrement de produits courants pour un montant de 10,7 M€ (cession d'actifs immobiliers et indemnité d'assurance joueur) permet finalement au ROC d'atteindre 30,6 M€, un record.

Concernant l'évolution des charges de structure, le management se montre optimiste quant à leur réduction (courbe d'apprentissage), ce qui pourrait contribuer positivement à l'amélioration de rentabilité indépendamment du trading joueurs.

Le creusement du résultat financier à -23,2 M€ (vs -10,3 M€) traduit l'effet en année pleine de la charge d'intérêts relative au financement du Groupama Stadium. À noter que ce montant inclut des frais de structuration de 2,7 M€, par définition non récurrent. Aussi, sur la base du refinancement annoncé qui devrait générer une économie de l'ordre de 6 M€ (cf. flash du 30/06/2017), nous estimons un résultat financier normatif aux alentours de 14 M€. Après la comptabilisation d'une charge d'impôts de 2,5 M€, le RNpg atteint finalement 4,7 M€.

Fort de l'arrivée, fin 2016, du chinois IDG à son capital pour un montant de 100 M€ (20%), l'OL Groupe a significativement réduit son endettement financier net. De 271,0 M€ en 2015-16, il est passé 199,4 M€, représentant un gearing de 80% (vs 187%). De même, les capitaux propres atteignent 249,2 M€ (vs 145,0 M€).

Suite à cette publication, nous maintenons nos estimations des produits d'activité mais revoyons à la marge notre ROC 2017/18 à 16,0 M€ (vs 17,1 M€) pour tenir compte : 1/ du mercato d'été actif réalisé par le Club et qui génèrera mécaniquement une hausse des amortissements joueurs (25,0 M€e vs 13,3 M€ précédemment), 2/ une stabilisation de la masse salariale compte tenu des arrivées qui sont venues compenser les départs de joueurs majeurs (Lacazette, Tolisso ou Valbuena).

### Recommandation

**Après la mise à jour de nos estimations et de notre modèle de valorisation, notre objectif de cours est maintenu à 3,70 €. Notre opinion reste à l'Achat.**

Prochain évènement : CA T1 2017-18 le 13 novembre 2017

<b>Compte de résultat (M€)</b>	<b>2016-17</b>	<b>2017-18e</b>	<b>2018-19e</b>	<b>2019-20e</b>
Produits des activités (hors trading joueurs)	198,3	169,8	205,5	213,3
Produits des activités	250,0	258,8	245,5	248,3
Excédent brut d'exploitation	51,0	60,4	50,0	51,0
Résultat opérationnel courant	30,6	16,0	8,0	9,0
Résultat opérationnel	30,6	16,0	8,0	9,0
Résultat financier	-23,2	-14,5	-14,5	-14,5
Impôts	-2,5	-0,5	0,0	0,0
Mise en équivalence	0,0	0,0	0,0	0,0
Part des minoritaires	0,1	0,0	-0,1	-0,1
Résultat net part du groupe	4,9	1,0	-6,4	-5,4
<b>Bilan (M€)</b>	<b>2016-17</b>	<b>2017-18e</b>	<b>2018-19e</b>	<b>2019-20e</b>
Actifs non courants	489,0	478,1	467,6	457,1
<i>dont goodwill</i>	1,9	1,9	1,9	1,9
BFR	-8,1	-17,0	-21,2	-30,7
Disponibilités + VMP	19,7	34,5	36,7	45,1
Capitaux propres	249,2	250,2	243,7	238,2
Emprunts et dettes financières	219,1	213,1	207,1	201,1
Total Bilan	614,2	599,5	609,4	611,3
<b>Tableau de flux (M€)</b>	<b>2016-17</b>	<b>2017-18e</b>	<b>2018-19e</b>	<b>2019-20e</b>
Marge Brute d'autofinancement	-5,9	-38,8	-4,5	1,5
Variation de BFR	-4,8	8,9	4,2	9,4
Flux nets de trésorerie généré par l'activité	-15,8	-29,8	-0,3	10,9
Investissements opérationnels nets	15,9	51,1	8,9	3,9
Investissements financiers nets	-0,7	-0,4	-0,4	-0,4
Flux nets de trésorerie liés aux investissements	15,2	50,7	8,5	3,5
Augmentation de capital	37,9	0,0	0,0	0,0
Variation emprunts	-79,7	-6,0	-6,0	-6,0
Dividendes versés	0,0	0,0	0,0	0,0
Autres	28,4	0,0	0,0	0,0
Flux nets de trésorerie liés au financement	-13,4	-6,0	-6,0	-6,0
Variation de l'endettement financier net	-14,0	14,8	2,1	8,4
<b>Ratios (%)</b>	<b>2016-17</b>	<b>2017-18e</b>	<b>2018-19e</b>	<b>2019-20e</b>
Variation chiffre d'affaires	23,9%	-14,3%	21,0%	3,8%
Marge EBE	20,4%	23,3%	20,4%	20,5%
Marge opérationnelle courante	12,2%	6,2%	3,3%	3,6%
Marge opérationnelle	12,2%	6,2%	3,3%	3,6%
Marge nette	2,0%	0,4%	-2,7%	-2,2%
Investissements opérationnels nets/CA	18,4%	12,0%	12,7%	12,5%
BFR/CA	-3,2%	-6,6%	-8,7%	-12,4%
ROCE	4,2%	2,3%	1,2%	1,4%
ROCE hors GW	4,3%	2,3%	1,2%	1,4%
ROE	2,0%	0,4%	-2,7%	-2,3%
Payout	0%	0%	0%	0%
Dividend yield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>Ratios d'endettement</b>	<b>2016-17</b>	<b>2017-18e</b>	<b>2018-19e</b>	<b>2019-20e</b>
Gearing (%)	80%	71%	70%	66%
Dettes nette/EBE	3,9	3,0	3,4	3,1
EBE/charges financières	2,2	4,2	3,4	3,5
<b>Valorisation</b>	<b>2016-17</b>	<b>2017-18e</b>	<b>2018-19e</b>	<b>2019-20e</b>
Nombre d'actions (en millions)	58,2	58,2	58,2	58,2
Nombre d'actions moyen (en millions)	52,3	58,2	58,2	58,2
Cours (moyenne annuelle en euros)	2,8	2,8	2,8	2,8
(1) Capitalisation boursière moyenne	148,3	165,2	165,2	165,2
(2) Dette nette (+)/ trésorerie nette (-)	199,4	178,6	170,4	156,0
(3) Valeur des minoritaires	2,9	2,9	2,8	2,7
(4) Valeur des actifs financiers	0,0	0,0	0,0	0,0
Valeur d'entreprise = (1)+(2)+(3)-(4)	350,6	346,7	338,4	323,9
PER	34,0	170,9	ns	ns
VE/EBE	7,2	5,8	6,8	6,4
VE/ROC	12,1	21,8	42,6	36,3
VE/CA	1,9	2,1	1,7	1,5
P/B	0,7	0,7	0,7	0,7
<b>Données par action (€)</b>	<b>2016-17</b>	<b>2017-18e</b>	<b>2018-19e</b>	<b>2019-20e</b>
Bnpa	0,03	0,01	-0,04	-0,04
Book value/action	4,3	4,3	4,2	4,1
Dividende /action	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	Non	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