

<b>Achat</b>	Potentiel	43%
<b>Objectif de cours</b>		<b>3,20 €</b>
Cours au 31/08/2015 (c)		2,24 €
Alternext Paris		
Reuters / Bloomberg		LEX:FP / LEX.PA

# Lexibook

Electronique

## A vous de jouer!

Performances	Ytd	1m	3m	12m
Perf. Absolue	-25,8%	-7,8%	-15,5%	-37,6%
Perf CAC small	22,2%	-3,8%	1,0%	16,9%

### Informations boursières (en M €)

Capitalisation (M €)	11,1
Nb de titres (en millions)	5,0
Volume 12 mois (titres)	12 406
Extrêmes 12 mois	2,00 € / 4,10 €

### Actionnariat

Famille Le Cottier	42,3%
Turenne Capital	7,5%
Public	50,2%

### Données financières (en M €)

au 31/03	2014/15	2015/16e	2016/17e	2017/18e
CA	39,9	48,0	55,1	60,5
var %	-7,6%	20,5%	14,7%	9,9%
EBE	-1,4	3,5	4,6	5,4
%CA	-3,6%	7,3%	8,3%	8,9%
ROC	-3,0	2,0	3,0	3,8
%CA	-7,5%	4,1%	5,5%	6,2%
RN pdg	-2,5	1,3	2,1	2,7
%CA	-6,2%	2,7%	3,8%	4,4%
Bnpa (€)	-0,50	0,27	0,43	0,54
Gearing (%)	338%	127%	78%	36%
ROCE (%)	-15%	9%	13%	16%
ROE (%)	-74%	20%	24%	24%
Dette nette 03/2015	11,3			
Dividende n	0,0			
Yield (%)	-			

### Ratios

	2014/15	2015/16e	2016/17e	2017/18e
VE/CA (x)	0,3	0,2	0,2	0,2
VE/EBE (x)	ns	3,2	2,4	2,1
VE/ROC (x)	ns	5,6	3,6	3,0
PE (x)	ns	8,5	5,3	4,2

### Analyste :

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

Compte tenu du savoir-faire de Lexibook sur le marché des jeux et jouets électroniques pour enfants, le groupe est aujourd'hui leader européen des produits électroniques sous licence et des tablettes éducatives pour enfants sous Android.

Lexibook a développé un portefeuille produits dense qui lui permet d'être présent sur les marchés en forte croissance des tablettes, des smartphones et de l'audio. Dans le même temps, la notoriété du groupe lui permet d'obtenir les principales licences Disney, Universal, Mattel lui conférant une attractivité forte auprès des enfants.

Tourné dès 1996 vers l'international, le groupe adresse aujourd'hui plus de 40 pays dans le monde à travers un réseau de distribution en expansion constante. Le chiffre d'affaires réalisé à l'international ressort ainsi en hausse de 9,2% sur les trois dernières années et représente 58,2% du chiffre d'affaires 2014/15.

Compte tenu de la stratégie R&D adoptée par le groupe, Lexibook met régulièrement sur le marché des produits électroniques innovants à forte valeur ajoutée qui répondent à des besoins d'éducation, d'éveil, de distraction des enfants et adolescents.

Après un accident de croissance lié à la saturation du marché des tablettes éducatives en 2014/15, Lexibook reprend le chemin de la croissance avec des licences fortes (Star Wars, Les Minions) et la sortie de nouveaux produits sur le segment des consoles connectées, des instruments de musique et des jeux connectés. Nous attendons ainsi une hausse de plus de 20% du chiffre d'affaires en 2015/16 à 48,0 M€.

Dans le même temps, Lexibook va bénéficier de la mise en place d'un plan de réduction des coûts fin 2014 et voir sa rentabilité se redresser rapidement. Nous attendons ainsi un REX de 2,0 M€ (vs -3,0 M€ en 2014/15).

Compte tenu de l'augmentation de capital de 1,9 M€ d'août 2015 et de l'amélioration de la génération de cash dès 2015/16, le profil bilanciel du groupe devrait s'améliorer rapidement en affichant un gearing en baisse (36% attendu en 2017/18e).

**Nous initions la couverture de Lexibook avec une opinion Achat et un objectif de cours de 3,20 € issu de la moyenne des valorisations par DCF et comparables.**



## Sommaire

<b>ARGUMENTAIRE D'INVESTISSEMENT</b>	<b>5</b>
<b>MATRICE SWOT</b>	<b>6</b>
<b>PRESENTATION DES ACTIVITES</b>	<b>7</b>
HISTORIQUE	8
COMPLEMENTARITE DE L'OFFRE SOUS LICENCE ET HORS LICENCE	10
UNE CAPACITE D'INNOVATION FORTE	12
EGP: UNE GAMME DIVERSIFIEE	13
JEUX ET JOUETS: UN SAVOIR-FAIRE HISTORIQUE	15
UNE ORGANISATION AGILE	16
<b>UN MARCHE DE L'ELECTRONIQUE ET DU JOUET EN CROISSANCE</b>	<b>19</b>
UN MARCHE DU JOUET SOUTENU PAR LA CROISSANCE DEMOGRAPHIQUE	19
LES LEVIERS DE CROISSANCE DE L'ELECTRONIQUE POUR LES JEUNES	20
UNE DISTRIBUTION DIVERSIFIEE	22
<b>PERSPECTIVES STRATEGIQUE ET FINANCIERES</b>	<b>23</b>
UN PIPELINE DE PRODUITS DENSE	23
UN DEVELOPPEMENT DE LICENCE QUI VA PORTER LA CROISSANCE	24
HAUSSE RAPIDE DE LA RENTABILITE	25
UN BILAN RENFORCE	26
<b>VALORISATION</b>	<b>27</b>
VALORISATION PAR LES DCF	27
VALORISATION PAR LES COMPARABLES	29
CONCLUSION	31
<b>ELEMENTS FINANCIERS</b>	<b>32</b>
COMPTE DE RESULTAT	32
BILAN	33
FLUX DE TRESORERIE	33



## Argumentaire d'investissement

**Nous sommes à Achat sur Lexibook avec un objectif de cours à 3,20 € compte tenu de la stratégie de développement mise en place et de la hausse de la rentabilité qui devrait ressortir dès le S1 2015/16.**

**Lexibook est positionné sur les marchés porteurs de l'électronique de loisirs, de l'audio et de la mobilité (tablettes, smartphones).** Adressant particulièrement le segment de l'enfance et de l'adolescence, Lexibook bénéficie de l'engouement croissant de ces catégories d'âges pour les appareils électroniques et connectés. Lexibook est ainsi leader européen des produits électroniques sous licence et des tablettes éducatives sous Android pour enfants.

**Compte tenu du succès de ses produits, Lexibook est devenu un partenaire stratégique pour des sociétés telles Disney ou Universal.** Lexibook s'est positionné comme acteur incontournable de la production de jeux, jouets, produits audio licenciés et obtient régulièrement des extensions de ses contrats de licence pour l'exploitation de nouveaux territoires, de nouveaux produits ou de nouvelles marques, principaux leviers de croissance du groupe. Lexibook a ainsi signé en 2015 la licence Star Wars pour son segment audio, vidéo, communication et jeux électroniques.

**Lexibook a construit un pôle de R&D solide** au sein duquel les produits de Lexibook sont développés. La filiale de Hong-Kong assure la conception, les achats, le contrôle qualité des produits des sous-traitants. Sa capacité d'innovation lui permet de proposer un portefeuille produits diversifié adressant des segments complémentaires: audio, vidéo, jeux, jouets électroniques... En septembre 2015, Lexibook devrait annoncer le lancement de nombreuses innovations telles que la console connectée Playdroïd.

**Lexibook est entré fin 2014 dans une phase de restructuration de ses coûts lui permettant de redresser rapidement sa rentabilité.** Lexibook va bénéficier de la croissance de son chiffre d'affaires et de la maîtrise de ses coûts (baisse des coûts de service après vente, honoraires, publicité) et devrait améliorer la génération de cash flow à court terme pour financer sa croissance.

## Matrice SWOT

### Forces

- Partenariats de licences stratégique
- Force d'innovation
- Management familial
- Diversité du portefeuille produits
- Diversification géographique

### Faiblesses

- Poids des dettes financières (dont 85% à court terme pour financer l'exploitation)

### Opportunités

- Sortie de nouvelles superproductions Disney
- Extension de la couverture géographique et produits des partenariats de licences
- Marché audio, tablettes et smartphones en forte croissance
- Développement de la distribution à l'international

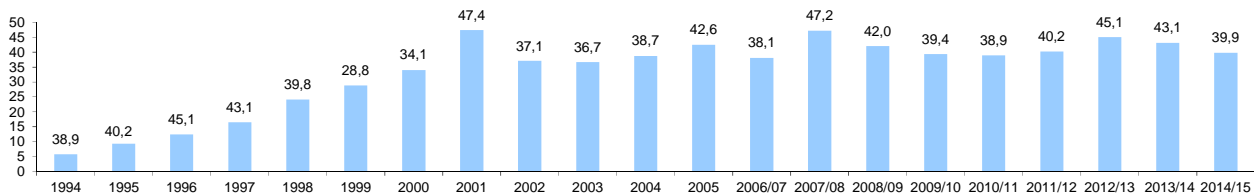
### Menaces

- Concurrence de fabricants
- Déflation des produits électroniques

## Présentation des activités

Créée en 1993 par Luc Le Cottier, Lexibook est spécialisé dans la conception et la commercialisation de produits électroniques de loisirs en marque propre et sous licence. Initialement orienté vers la bureautique de poche, Lexibook a fait évoluer son offre vers les jouets à partir de 1998 avec l'acquisition de YENO et a débuté son internationalisation dès 1996, d'abord en accompagnant les enseignes françaises de la grande distribution (Carrefour, Auchan, Leclerc, Casino..) puis en s'adressant aux chaînes locales (Makro, Metro, Jumbo, Tesco...). Aujourd'hui Lexibook est le leader européen des produits électroniques sous licence et des tablettes éducatives pour enfants sous Android.

### Chiffre d'affaires de Lexibook depuis 1994 (M€)



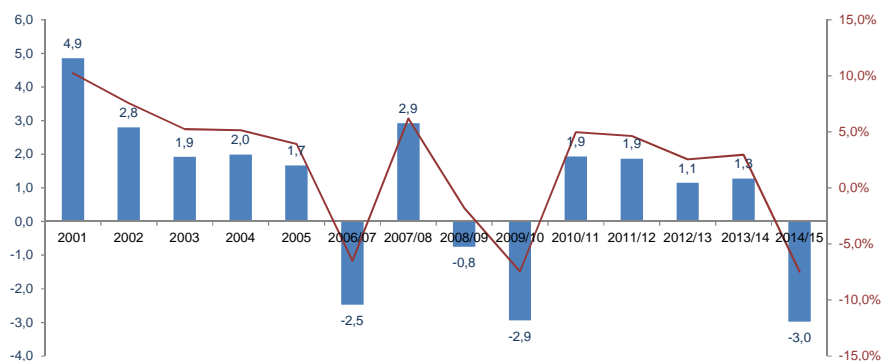
source: société / Euroland Corporate

Avec plus de 100 marques déposées (Touchman®, Digital Emotions®, TravelMachine®, Interactive for All®, Meteoclock®, Serenity®...). Lexibook occupe une position de leader sur les tablettes pour enfants, l'électronique de base (calculatrice 4 opérations, stations météo et dictionnaires électroniques) et sur les jeux électroniques sous licence (Barbie, Spiderman, Disney...).

A date, la société a commercialisé plus de 40 millions de produits dans plus de 40 pays. Ce succès s'explique par un renouvellement régulier de la gamme des produits proposés tout en nouant des partenariats stratégiques avec des sociétés comme Disney et en renforçant son réseau de distribution.

Lexibook s'attache à lancer des produits innovants à prix modéré pour enfants et adolescents. Le catalogue de Lexibook s'enrichit ainsi régulièrement de produits électroniques de loisirs au design séduisant, adapté à chaque cible et contenant des contenus pédagogiques à forte valeur ajoutée, adaptée à chaque âge.

Le groupe a la flexibilité d'un groupe fabless et s'appuie sur sa filiale de Hong Kong pour développer les produits, organiser les achats et suivre les différentes étapes de fabrication auprès de ses sous-traitants chinois.

**Evolution du résultat d'exploitation et de la marge d'exploitation**

source: société / Euroland Corporate

La forte rentabilité des années 2001/2002 est principalement liée au succès des convertisseurs en euro et de la téléphonie. En 2007, Lexibook s'est désengagé des produits de téléphonie devenus trop peu rentables. Depuis 2010, Lexibook s'est engagé dans la simplification de son organigramme avec la fermeture de plusieurs filiales à l'international (UK, Portugal, Allemagne, Italie, Pologne) qui lui a permis de maîtriser ses coûts et d'être à nouveau rentable. L'accident de rentabilité de 2014/15 est lié à la vente de 6 M€ de tablettes pour enfants à marge nulle après quelques années de distribution qui ont saturé le marché.

## Historique

1993: création de la société Lexibook.

1997: introduction au Nouveau Marché d'Euronext Paris et création des filiales en Espagne, au Portugal et au Royaume-Uni.

1998: acquisition des sociétés ITMC (France) et SPACE TOYS (HK). Création des filiales en Allemagne et en Pologne.

2004: campagne de publicité TV en France sur les Météoclocks, les ordinateurs éducatifs et karaokés.

2005: augmentation de capital avec appel public à l'épargne de 3,2 M€. Transfert sur Eurolist compartiment C.

2006: retrait du marché de la téléphonie résidentielle.

2007: création de la filiale aux Etats-Unis. Abandon des activités en Pologne.



2006/07: conclusion d'accords de partenariats majeurs dans le monde des licences: Spiderman, Barbie, Marsupilami, etc..., Lexibook devient le licencié exclusif des produits Barbie Electronique sur la zone EMEA (appel d'offre Mattel). Succès des téléviseurs et boomboxes à licences.

2008: émission d'obligations convertibles d'un montant total de 1,5 M€ auprès de Turenne Capital. Déploiement européen de la stratégie de produits électroniques sous licence. Fort développement des ventes à l'international.

2009: renouvellement des contrats de licences existants et signature de nouvelles licences (Ferrari, Little Petshop, Transformers).

2010: signature d'un protocole de conciliation avec ses partenaires bancaires et fermeture de filiales européennes.

2011: augmentation de capital de 2,7 M€ en février. Conversion obligataire pour 1 M€ validée en décembre 2011. Elargissement de la gamme tablettes pour enfants. Campagne publicitaire d'envergure en France.

2012: conclusion d'un contrat de développement participatif avec Oséo pour 1 M€ sur 7 ans. Lancement de 4 tablettes junior et 1 tablette senior en Europe. Campagne publicitaire renouvelée en France et premières campagnes en Allemagne, Angleterre et Espagne. Premiers succès commerciaux aux USA.

2013: lancement de la génération 2 des tablettes pour enfants et du Lexibook Market Premium. Mise en place de distributeurs en Scandinavie, Italie, Europe de l'Est et USA. Campagnes publicitaires renouvelées en France, Espagne, Angleterre. Renouvellement des contrats de licence Disney, Marvel et Mattel pour trois ans.

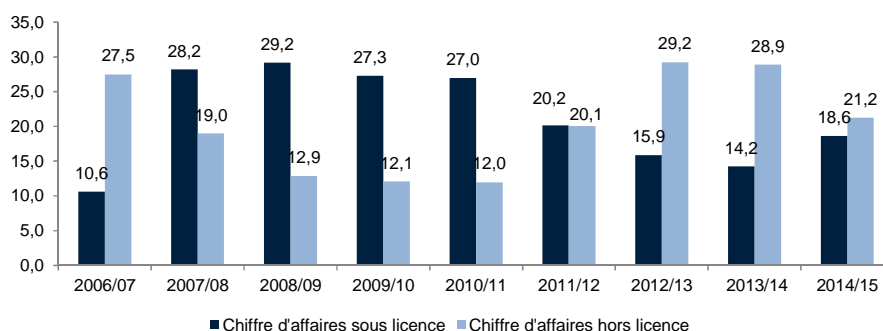
2014: obtention d'un PPI d'Oséo pour 600 k€ sur 7 ans. Conversion des OC Turenne pour 500 k€. Lancement de la Lexibox, la première console TV Android éducative et des Tablet Phones, premiers smartphones pour adolescents. Signature de la licence « Minions ».

2015: succès des produits sous licence « Reine des Neiges » et « Minions ». Signature de la licence « Star Wars ». Obtention d'un prêt pour 1 M€ sur 10 ans auprès de GIAC. Augmentation de capital de 1,9 M€ par placement privé en août 2015. Lancement de la Playdroïd.

## Complémentarité de l'offre sous licence et hors licence









Lexibook bénéficie d'une capacité d'innovation et de partenariats de licence qui viennent porter la croissance du groupe. En 2014/15, 46,7% du chiffre d'affaires est généré par les produits sous licence (vs 33,0% en 2013/14) et 53,3% hors licence (vs 67,0% en 2013/14). Lexibook a bénéficié de la forte montée en puissance de son segment audio qui est commercialisé à 70% environ sous licence (boomboxes, radios, écouteurs, haut-parleurs). Dans le même temps, la baisse des ventes de tablettes (-11 M€), exclusivement vendu hors licence, est venu peser sur ce segment.

## Répartition du chiffre d'affaires sous licence et hors licence



source: société / Euroland Corporate

## Typologie des produits licenciés et non licenciés

	% CA réalisé sous licence	% CA réalisé hors licence
 Jouets		
 Calculatrices		
 Dictionnaires-Traducteurs		
 Netbooks-Tablettes		
 Horlogerie		
 Météo		
 Multimédia		
 Téléphonie		
Tablettes	0%	100%
Communication (smartphone, talkie walkie)	40%	60%
Musique (guitare, micro)	100%	0%
Tour de son	70%	30%
Audio (casques, lecteurs CD)	70%	30%
Photo & vidéo	70%	30%
Consoles	0%	100%
1er âge	0%	100%
Jeux éducatifs	20%	80%
Jeux d'imitation (aspirateur, machine à coudre...)	50%	50%
Jeux électroniques, jeux de bains, robot...	0%	100%
Réveils	70%	30%

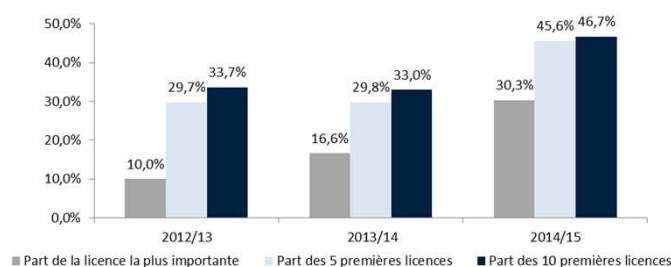
source: société / Euroland Corporate

### **Les licences: un levier de croissance fort pour la marque**

Depuis 1999, le groupe a développé une offre de produits sous licence afin de renforcer son offre sur certains de ses produits. Historiquement Lexibook a développé son offre autour de jeux d'imitation et d'accessoires High Tech. Aujourd'hui, le groupe a un panel large de produits sous licence: produits audio (tour de son, boomboxe), de communication (smartphone, talkie walkie), vidéo, horlogerie et musique. Ces accords permettent à Lexibook de proposer des produits avec des designs adaptés à la cible des 2-12 ans et qui séduisent la distribution. **Lexibook est ainsi devenu le leader européen des produits électronique sous licence.**

Les principales licences négociées par Lexibook sont conclues avec Disney, Universal sur les personnages phares de leur catalogue (La Reine des Neiges, Minnie, les Minions, Spiderman...). A ce titre, Lexibook vient de signer un accord de **licence avec Star Wars pour lequel les produits seront dévoilés en septembre 2015**. Sur les trois dernières années, 20% du chiffre d'affaires licence ont été réalisé en moyenne par le premier partenaire et 38% par les dix premiers.

### **Poids des partenaires licences dans le chiffre d'affaires « Licence »**



source: société / Euroland Corporate

Les contrats de licence portent sur une durée de 2 ans minimum et sont d'une durée de 3 à 5 ans reconductibles pour les plus importants. **Le renouvellement des contrats de licence est en cours et ne devrait pas poser de difficulté à Lexibook en termes de minimum garanti et de royalties. L'enjeu principal étant l'extension des contrats de licences à de nouveaux territoires, à de nouvelles marques ou à de nouveaux produits.**

### **Principales licences 2014**

#### **Les personnages «Minions», licence Universal,**

« Moi, moche et méchant » : Lexibook accompagne la sortie des deux films en 2015 et 2017 avec une gamme de téléphones portables, talkies walkies, appareils photos, casques, réveils...

### **La gamme « Violetta », licence Walt Disney**

Cette gamme comprend un ensemble d'instruments de musique et a connu un succès fulgurant en 2014. **La guitare Violetta a été la guitare sous licence la plus vendue en France.**

En étant un des principaux pourvoyeurs de royalties de Disney et en répondant à sa charte sociale et environnementale (salaire minimum, condition hygiène...), Lexibook a réussi à construire des barrières à l'entrée fortes en consolidant ses relations avec la marque.

Compte tenu des productions Disney 2015 à venir « Descendants » et « Soy Luna », Lexibook va continuer à bénéficier de licences fortes pour des produits électroniques appréciés des plus jeunes.

### **Une capacité d'innovation forte**

Lexibook dispose d'une équipe de R&D localisée à Hong Kong qui constitue le socle de la valeur ajoutée des produits électroniques du groupe. L'équipe s'occupe de la conception du produit, du design à la rédaction du cahier des charges nécessaire à la fabrication. Compte tenu de sa capacité d'innovation, Lexibook réussit à diversifier son portefeuille produits vers de nouveaux relais de croissance (enceintes et casques sans fil, consoles, instruments de musique à destination des enfants, smartphones pour adolescents...) et renforcer son leadership sur les segments traditionnels.

**Ce positionnement alliant innovation et partenariat de licence permet à Lexibook d'adresser des niches de marché et de préserver des niveaux de marge brute élevés (taux de marge brute de 42,5% en moyenne sur les trois dernières années).**

A noter que le niveau de marge nette (après versement des royalties) des produits licenciés et non licenciés est presque similaire compte tenu des prix de vente plus élevés des produits licenciés qui viennent compenser les versements de royalties au partenaire.

## Electronique grand public: une gamme diversifiée

Depuis 1994, Lexibook a développé des produits électroniques grand public en créant initialement une gamme variée de dictionnaires, traducteurs et organiseurs électroniques et en étendant progressivement sa gamme vers les segments audio, communication, image, tablette, instrument de musique,...etc.

**L'année 2014/15 a été marquée par la maturité du segment des tablettes pour enfants, le lancement des premiers smartphones pour adolescents, le développement du segment Audio et des instruments de musique à destination des enfants.**

### Audio : casques, tours de son, enceintes sans fil, boomboxes, lecteurs CD

Casque stéréo (de 19,99€ à 49,99€)



Tours de son Bluetooth (7999€ à 119,99€)



Enceintes Bluetooth (de 29,99€ à 59,99€)



Enceintes (de 39,99€ à 119,99€)



Boomboxes (de 49,99€ à 64,99€)



Lecteurs CD (de 39,99€ à 59,99€)



### Communication : talkies walkies, téléphones portables

Téléphones portables (de 39,99€ à 139,99€)



Talkies walkies (de 17,99€ à 59,99€)



**Image: appareils photos, caméras sportives**

Appareils photos numériques (de 24,99€ à 139,99€)

Caméras (de 59,99€ à 149,99€)



**Tablettes (de 99,99€ à 199,99€)**



**Musique**

Instruments de musique (de 29,99€ à 99,99€)

Karaoke (de 59,99€ à 99,99€)



**Autres**

Dictionnaires et traducteurs (de 29,99€ à 99,99€)

Réveil (de 24,99€ à 79,99€)



Stations météo (de 59,99€ à 99,99€)



## Jeux et jouets électroniques: un savoir-faire historique

Lexibook s'est positionné sur le segment des jeux et jouets électroniques avec l'acquisition, en 1998, des spécialistes des jeux électroniques éducatifs, ITMC en France et Space Toys à Hong Kong.

### *Une large gamme de produits*

Lexibook propose des contenus ludiques et pédagogiques adaptés aux enfants et aux adolescents. La société offre un accompagnement scolaire pour les enfants sur des appareils de dernière génération et permet aux parents d'en contrôler les contenus. Le contenu pédagogique est élaboré à partir de la filiale de Hong Kong en lien avec les programmes scolaires des pays couverts. L'exercice 2014/15 a été marqué par le lancement de la première console éducative sous Android, la Lexibox, destinée aux 3-6 ans.

### Jeux d'éveils:

Jeux de bains (de 5,99€ à 24,99€)



Jeux pour le sommeil (29,99€)



### Jeux éducatifs électroniques

1ers ordinateurs (de 29,99€ à 49,99€)



Robot ludo-éducatif Marbo (59,99€)



### Jeux électroniques interactifs

Consoles de jeux TV (de 49,99€ à 119,99€)



Consoles de jeux portables (39,99€)



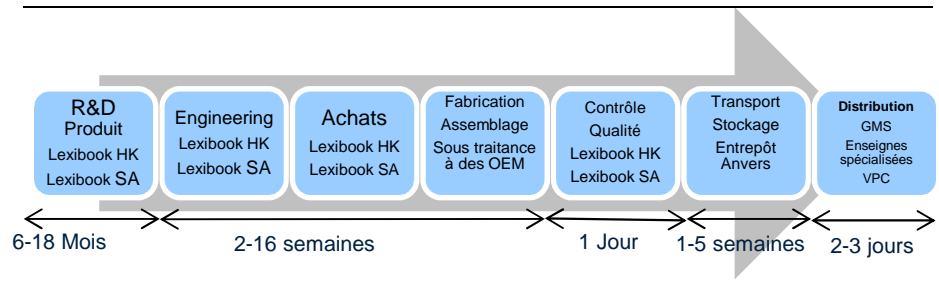
Jeux créatifs (de 19,99€ à 49,99€)



## Une organisation agile

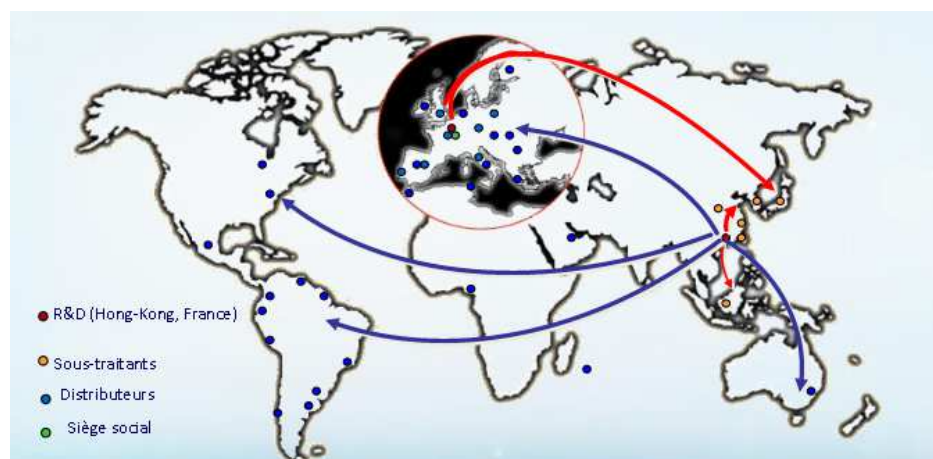
Lexibook est une société fabless qui sous-traite la fabrication de l'ensemble de ses produits auprès de 65 usines en Chine. La filiale Hongkongaise est le point de convergence entre la R&D, les achats, la fabrication, le contrôle qualité et le transport.

### Le process de fabrication Lexibook



Les produits Lexibook sont fabriqués par des usines qui assurent l'assemblage des composants selon un cahier des charges défini à Hong-Kong. Tous les produits font l'objet d'un contrôle qualité, assurant l'application des exigences des clients et des normes en vigueur des pays destinataires. En ce qui concerne les produits Lexibook sous marque propre, leur développement se fait à Hong Kong puis ils sont fabriqués par des fournisseurs chinois différents de manière à ce que les systèmes conçus par le groupe soient protégés. Les produits sont distribués aux centrales d'achats françaises et internationales, la société mère française et différents distributeurs répartis en Europe, Asie et Amérique.

### Une organisation logistique couvrant 41 pays

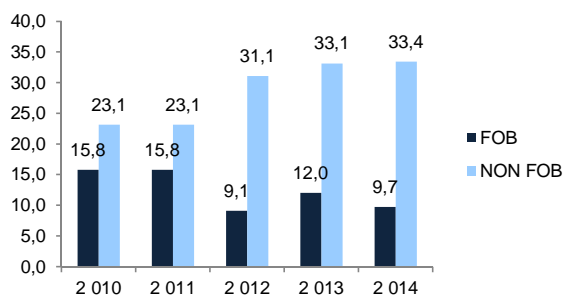




**Lexibook possède deux entrepôts à Anvers (5 000 palettes gérées par Norbert Dentressangle) et en Pennsylvanie (500 palettes) qui lui permettent de livrer l'Europe et les Etats-Unis.**

Grâce à la mise en place d'un EDI, Lexibook peut livrer à J+2 partout en Europe. Cette efficacité permet de répondre aux exigences de ses clients et de les fidéliser. Pour les clients qui achètent en lots complets, Lexibook peut livrer en FOB. La distribution en FOB consiste à livrer la marchandise depuis son entreprise et de la charger à bord du navire au bord d'exportation entreprise, en prenant en charge la responsabilité du dédouanement dans le pays destinataire. Une fois la marchandise à bord du navire, tout risque de perte est transféré à l'acheteur qui devient responsable du transport.

### Répartition des ventes FOB et non FOB



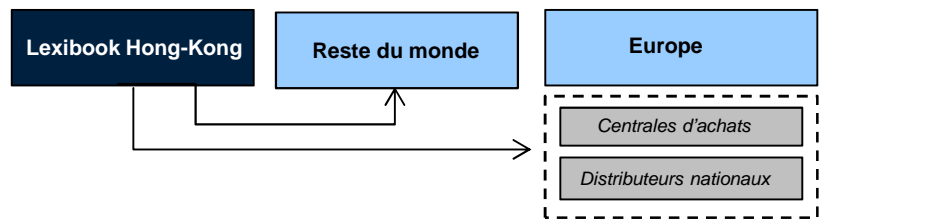
source: société / Euroland Corporate

**Ce mode de vente permet à Lexibook de couvrir une partie de son risque de change naturellement en achetant et en vendant en dollar.** A fin mars 2015, 100% des achats et 25,5% du CA (vs 26% en 2013/14) sont réalisés en dollar. La société a également recours à des couvertures de change pour éliminer ou limiter les risques financiers. L'internationalisation de l'offre devrait porter ce mode de livraison (les distributeurs achetant principalement des lots entiers) et améliorer la couverture de change naturelle de Lexibook.

### Une distribution multicanale efficace

Initialement tourné vers la France, Lexibook a développé sa notoriété auprès des grandes enseignes de distribution (Carrefour, Auchan...). Cette proximité a permis au groupe d'accompagner le développement de ses clients à l'international et ensuite d'adresser des acteurs locaux. Lexibook propose aujourd'hui ses produits à 41 pays dans le monde à travers un réseau géré en direct (grande distribution, magasins spécialisés, web) et via des distributeurs pour certains pays étrangers: AB Rekman en Pologne, Top Toys en Scandinavie, New Boy dans les Emirats, Exalto en Belgique, Schoolzone aux Etats-Unis, Datamatic en Italie.

Circuits de distribution



source: société / Euroland Corporate

Les produits Lexibook sont principalement vendus dans les hypermarchés et les magasins spécialisés. Lexibook n'est pas dépendant d'un client unique avec seulement 12% du chiffre d'affaires 2014/15 réalisé auprès du premier client, le reste étant réparti de manière uniforme entre ses autres clients.

Principales enseignes adressées

<p>Hypermarchés</p>	<p>VPC</p>	<p>Grands magasins</p>	<p>Magasins spécialisés</p>
<p>Chaînes de télé achats</p>	<p>Groupement d'achats</p>	<p>Sociétés de vente par internet</p>	

source: société/ Euroland Corporate

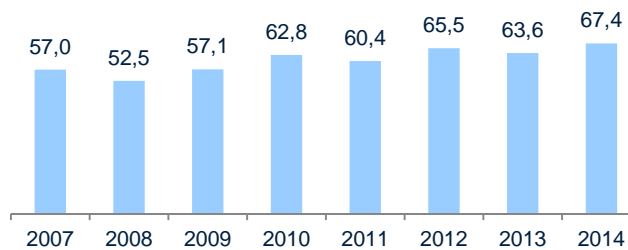
Lexibook a amélioré sa politique de distribution en direct via le web en optimisant l'ergonomie de son site, en lançant un programme de fidélité et en proposant une livraison en 24h dans toute l'Europe. Le site ne compte ainsi pas moins de 65 000 membres actifs et représente un levier de croissance et de hausse de la rentabilité pour le groupe.

## Un marché de l'électronique et du jouet en croissance

### Un marché du jouet soutenu par la croissance démographique

Le marché des jeux et jouets pèse environ 67,4 Mds € en 2014 dans le monde et 3,2 Md€ en France. Ce marché se caractérise par une progression annuelle de 2,4% dans le monde entre 2007 et 2014. Il est soutenu par la croissance de la démographie infantile, l'amélioration du pouvoir d'achat des ménages et la place importante qu'occupent les jeux dans l'éveil et l'éducation des enfants.

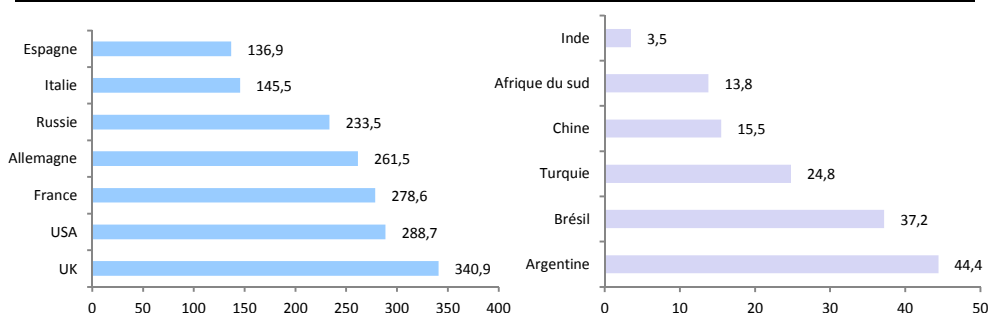
### Marché mondial des jeux et jouets (en M€)



source: Xerfi

Plus de 70% du chiffre d'affaires de Lexibook est réalisé en Europe (France incluse) cette zone se caractérise par un faible taux de natalité, mais possède une propension marginale à consommer élevée avec un budget moyen de 224 € par an et par enfant.

### Dépenses moyennes en jeux et jouets par an et par enfant en 2013 (€)



source: Toy Industry Association

Le positionnement de Lexibook en Europe, et plus récemment aux USA, lui permet de bénéficier d'un marché dynamique où le niveau de vie des ménages permet de consacrer des budgets importants à l'éveil et à l'éducation des enfants.

## Les leviers de croissance de l'électronique pour les jeunes

Le marché des jeux et jouets est particulièrement dynamique sur le segment des jeux électroniques, les robots, les tablettes, les jeux de construction et les jeux d'éveil.

Lexibook s'est ainsi positionné sur une niche porteuse de croissance à travers ses produits électroniques: tablettes, smartphones, consoles de jeux, jeux électroniques ...

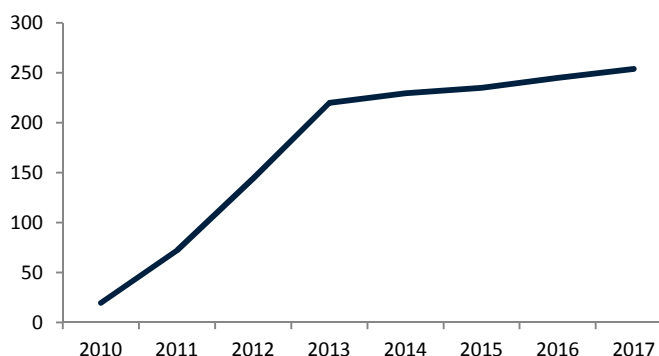
### **1/ Les tablettes numériques pour enfants**

Avec l'avènement des produits électroniques tels que les smartphones et les tablettes, les enfants délaissent les jouets traditionnels et se tournent vers des jouets électroniques aux contenus numériques de dernière génération, qui s'apparentent aux appareils utilisés par les adultes.

Ainsi l'année 2013 est caractérisée par une explosion des ventes de tablettes numériques pour enfants, propulsant la tablette Storio de Vtech à la première position des produits les plus vendus en France dans le secteur des jeux et jouets (350 000 tablettes vendues sur un total de 700 000).

En 2014 la pénétration des tablettes dans les foyers avec enfants est de l'ordre de 62% (vs 46% en 2013) et la part des enfants entre 1 et 12 ans équipés de tablettes est de 29%. L'équipement en tablettes des 7-12 ans devance ainsi désormais l'ordinateur (20%).

### **Ventes mondiales de tablettes (en millions)**



source: IDC

La croissance mondiale des tablettes, toutes catégories d'âge confondues est attendue à 6,7% pour l'année 2016. Compte tenu de l'effet mimétique observé dans l'acquisition de ces appareils chez les enfants, une croissance similaire est à prévoir dans la vente des ardoises High Tech pour enfants.

## 2/ Les smartphones

Le taux d'acquisition auprès des adolescents est passé de 53% en 2013 à 68% en 2014 et sa croissance est attendue à 8% d'ici fin 2015. Lexibook se différencie dans ce segment grâce au contenu scolaire qui s'ajoute à toutes les fonctionnalités qu'un smartphone classique propose. Dans un environnement de plus en plus digitalisé et une catégorie d'âge habituée à utiliser les appareils de nouvelles technologies, Lexibook se positionne sur un segment porteur.

## 3/ Les consoles de jeux

L'équipement en consoles de jeux connaît une progression de +11% chez les 7-12 ans et représente un levier de croissance important pour Lexibook qui apporte chaque année des nouveautés à sa gamme. Lexibook a ainsi mis sur le marché sa nouvelle console connectée, la Playdroïd, en septembre 2015,

## 4/ Les ventes de produits sous licence : un levier fort

Catalyseur de revenus, les ventes de produits sous licence représentent environ 20% des ventes de jeux et jouets en Europe et sont en croissance compte tenu de la forte influence de l'industrie cinématographique et de l'exposition des enfants aux médias via la télévision, les tablettes, et les téléphones.

### Part des ventes des produits sous licence dans le monde en 2013



source: Euromonitor international

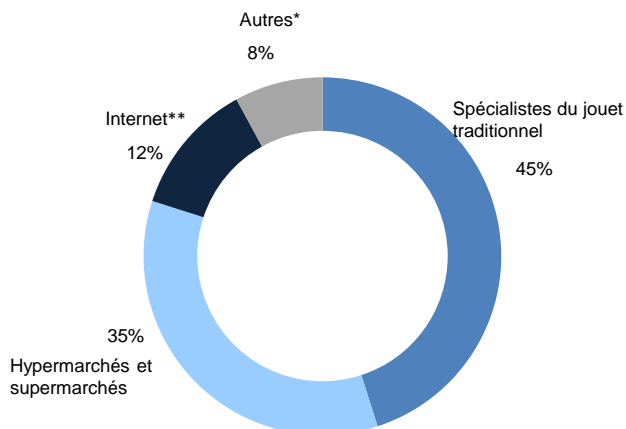
La vente des produits Lexibook sous licence représente plus de 45% de son chiffre d'affaires en 2014/15. Ces licences lui permettent de faire face à une concurrence de plus en plus présente, segmenter son offre, débanaliser les basics et susciter l'achat d'impulsion.

Le groupe NPD, leader mondial des études de marché, estime que les recettes de la licence Star Wars, dont la sortie est prévue pour fin 2015, devanceront celles atteintes par la licence Disney « La reine des Neiges » et atteindront les 70 millions d'euros (vs 55 millions d'euros en 2014). Le nouveau partenariat annoncé avec Walt Disney sur la licence Star Wars devrait ainsi favoriser la croissance du groupe.

### Une distribution diversifiée

Le marché du jouet se distingue par une domination des spécialistes du jouet et des grandes surfaces alimentaires, qui réalisent plus de la moitié de leurs ventes pendant la période de Noël.

### Canaux de distribution dans le secteur des jeux et jouets



source: FJP

(\*) Grands magasins, bazars, solderies

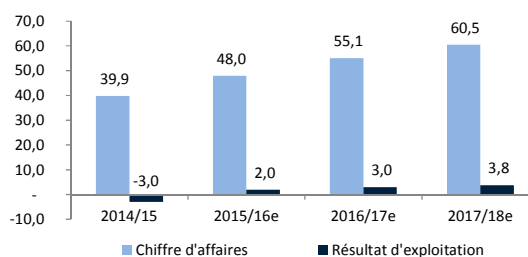
(\*\*) Acteurs n'intervenant que dans la vente en ligne et sites marchands des enseignes spécialisées

Lexibook présente un profil de distribution assez similaire aux acteurs du jouet et mise sur la diversité des points de vente avec une distribution auprès des moyennes et grandes surfaces et des spécialistes du jouet traditionnel.

## Perspectives stratégiques et financières

Afin de faire face à la concurrence, Lexibook alimente son catalogue régulièrement avec de nouveaux produits et de nouvelles licences tout en développant sa distribution à l'international. **Les prochains exercices devraient bénéficier de la sortie de nouveaux produits (consoles sous Android, smartphones pour adolescents, tablettes éducatives), de la commercialisation d'applications éducatives, de l'acquisition de nouvelles licences, de l'expansion des licences existantes et de l'extension du réseau de distribution.** Lexibook devrait ainsi afficher une forte croissance et revenir à la rentabilité dès l'exercice en cours. Nous attendons ainsi un CA 2015/16 en hausse de 20,5% à 48,0 M€ et un REX de 2,0 M€ (vs -3,0 M€ en 2014/15).

### Evolution du chiffre d'affaires et du ROC 2014/15-2017/18e



source: société / Euroland Corporate

### Un pipeline de produits dense

L'exercice 2015/16 va être marqué par la commercialisation de produits innovants d'ici la fin de l'année 2015. Sur son principal produit, les tablettes, Lexibook s'est à la fois engagé dans la refonte de la gamme afin de rationaliser son offre en passant de 12 à 3 modèles (5, 9 et 17 pouces) mais aussi dans le développement d'une offre à forte valeur ajoutée qui sera dévoilée en septembre. **Les ventes de tablettes devraient ainsi renouer avec la croissance sur l'exercice.**

Lexibook entend faire bénéficier les constructeurs de tablettes de son savoir-faire en terme de contenu et leur vendre des applications. En 2015, Lexibook a d'ores et déjà signé avec un fabricant qui apposera la mention « **Lexibook Inside** » sur ses tablettes pour convenir de l'intérêt pédagogique du produit.

Lexibook sort en septembre 2015 sa nouvelle console de jeux, la **Playdroïd**, qui fonctionne sous Android et permet au grand public de télécharger des milliers de jeux via Google Play. Lexibook propose ainsi une console unique sur le marché européen et vient compléter son offre de consoles qui était préalablement principalement limitée aux 3-6 ans via sa Lexibox.

La gamme Audio de Lexibook, principal contributeur à la croissance 2014/15, va être renforcée avec la sortie de tours de son bluetooth dédiées aux adolescents au design original (après avoir sorti les smartphones et tablet phones qui leur étaient dédiés en 2014/15). De nouvelles boomboses, casques et enceintes devraient bénéficier d'un marché audio dynamique et le développement des licences devraient favoriser la croissance.

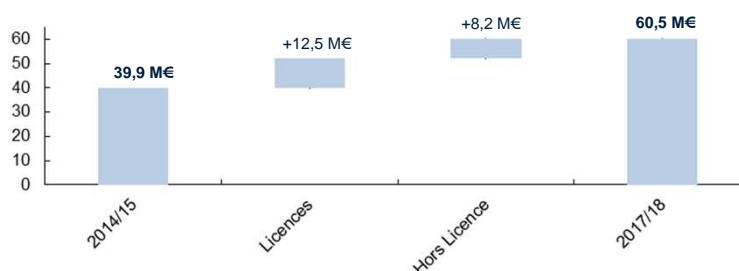
Les instruments de musique, jouets connectés, jeux électroniques, devraient également bénéficier de la sortie de nouvelles gammes, notamment liés aux licences signées par Lexibook.

### Un développement des contrats de licence qui va porter la croissance

Lexibook renouvelle chaque année ses contrats de licence en négociant l'extension à de nouvelles catégories et de nouvelles zones géographiques. Les principales licences Disney, Universal, Mattel, Hasbro vont ainsi pouvoir profiter du savoir-faire de Lexibook en terme de conception et de commercialisation d'instruments de musique, de radio réveils, de produits audio... **Lexibook entend étendre ses contrats au Canada, Mexique, Amérique du Sud, ce qui représente un des principaux enjeux de croissance sur le segment des licences.**

Lexibook a su se faire un nom sur le marché des licences pour jeux et jouets et récupère aujourd'hui les principales licences de Disney pour ses produits. Après la signature de l'exploitation des « Minions », Lexibook annonce la signature d'un contrat de licence avec Star Wars et continue ainsi à signer les principales licences à succès auprès des plus jeunes.

### Contribution des ventes sous licence et hors licence de 2014/15 à 2017/18e



source: société / Euroland Corporate

Compte tenu du catalogue produits de Lexibook, de sa capacité d'innovation et de la notoriété des licences exploitées, nous attendons une croissance annuelle moyenne forte entre 2014/15 et 2017/18e: +18,6% du CA licence et +11,5% du CA hors licence pour atteindre un CA de 60,5 M€.

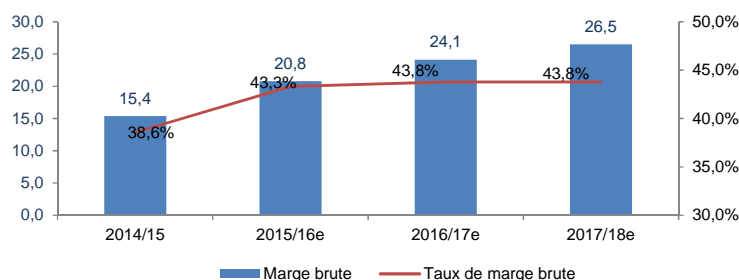


## Hausse rapide de la rentabilité

En parallèle d'une croissance rapide, Lexibook devrait retourner à l'équilibre dès l'exercice 2015/16 compte tenu: 1/ de la fin des opérations de déstockage sur les tablettes (6 M€ de CA généré à marge quasiment nulle), 2/ de la maîtrise des coûts fixes engagée par le groupe, 3/ de la croissance du chiffre d'affaires. Nous attendons ainsi une hausse de la marge d'EBE à 7,3% dès 2015/16 (vs -3,6% en 2014/15).

Avec un mix produits favorisé par la contribution des ventes sous licence, le taux de marge brute devrait ressortir légèrement en hausse. Nous attendons ainsi un taux de marge brute à 43,8% d'ici 2017/18e.

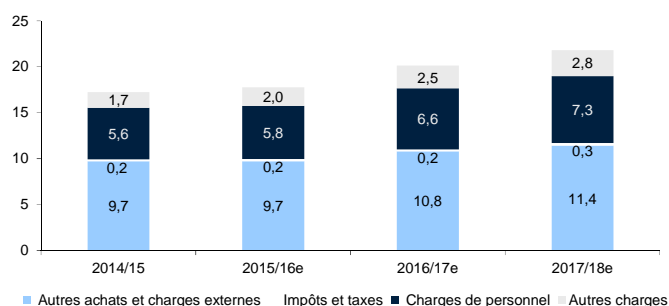
## Evolution du taux de marge brute de 2014/15 à 2017/18e



source: société / Euroland Corporate

Afin de contrôler au mieux ses charges, Lexibook s'est engagé dans un programme de **rationalisation de ses équipes de SAV permise par la meilleure qualité des produits (tablettes)**, dans la renégociation de ses principaux contrats de sous-traitance et dans la baisse des frais marketing.

## Evolution des charges externes 2014-2018e



source: société / Euroland Corporate

**Compte de résultat synthétique**

En M€	2014/15	2015/16e	2016/17e	2017/18e
<b>Chiffre d'affaires</b>	<b>39,9</b>	<b>48,0</b>	<b>55,1</b>	<b>60,5</b>
<i>Taux de croissance</i>	-7,6%	20,5%	14,7%	9,9%
<b>Marge brute</b>	<b>15,4</b>	<b>20,8</b>	<b>24,1</b>	<b>26,5</b>
<i>Taux de marge brute</i>	38,6%	43,3%	43,8%	43,8%
Charges opérationnelles	11,4	11,8	13,2	14,2
Frais de personnel	5,6	5,8	6,6	7,3
Frais généraux	9,3	8,9	9,5	9,8
<b>Résultat opérationnel courant</b>	<b>-3,0</b>	<b>2,0</b>	<b>3,0</b>	<b>3,8</b>
<i>Taux de marge opérationnelle courante</i>	-7,5%	4,1%	5,5%	6,2%
<b>Résultat opérationnel</b>	<b>-3,0</b>	<b>2,0</b>	<b>3,0</b>	<b>3,8</b>
<i>Taux de marge opérationnelle</i>	-7,5%	4,1%	5,5%	6,2%
Résultat financier	0,5	-0,5	-0,4	-0,3
Impôts	0,0	0,2	0,5	0,8
<b>Résultat net part du groupe</b>	<b>-2,5</b>	<b>1,3</b>	<b>2,1</b>	<b>2,7</b>
<i>Marge nette</i>	-6,2%	2,7%	3,8%	4,4%

source: Euroland Corporate

**Un bilan renforcé**

Début août 2015, Lexibook a procédé à une augmentation de capital de 1,9 M€ à un prix de 2,27 € par action. La levée de fonds va lui permettre de financer la très forte hausse de son activité au cours de l'exercice. Compte tenu du redressement progressif de sa rentabilité, nous attendons une amélioration de la génération de cash flow opérationnel sur les trois prochaines années pour atteindre 2,7 M€ en 2017/18e.

Compte tenu de la consommation de BFR de l'activité, Lexibook fait appel à de la dette qui lui permet de couvrir ses engagements à court terme. L'endettement net s'élevait ainsi à 12,1 M€ à fin mars 2015 auquel il faut ajouter l'obtention d'un prêt de 1,0 M€ auprès du GIAC après la clôture. Lexibook affiche un gearing de 338% à fin mars 2015 qui devrait se réduire selon nous compte tenu de la génération de cash à 36% à fin 2017/18.

## Valorisation

Nous valorisons Lexibook selon deux méthodes: 1/ l'actualisation des flux futurs de trésorerie (DCF) et 2/ la méthode des comparables boursiers.

### Valorisation par les DCF

Nous avons retenu les hypothèses suivantes sur une période de 5 ans :

- **Croissance du chiffre d'affaires:** nous retenons un taux de croissance annuel moyen de 11,1% de 2015/16 à 2019/20 compte tenu de la montée en puissance de l'offre à l'international, de l'innovation produits et du développement des licences.
- **Résultat d'exploitation:** la marge d'exploitation devrait s'améliorer d'ici 2017 en raison de la croissance, de l'amélioration du mix et du contrôle des charges. La marge opérationnelle est ainsi attendue à 7,2% en 2019/20e.
- **Impôts:** compte tenu des 14,6 M€ de déficits reportables (dont 12,0 M€ affectés à Lexibook SA) à fin mars 2015, nous estimons que Lexibook devrait bénéficier d'un taux d'imposition favorable pendant la période retenue.
- **Investissements:** nous faisons l'hypothèse d'un niveau d'investissement de renouvellement et de développement de l'ordre de 1,6% du chiffre d'affaires par an jusqu'en 2020 pour financer l'innovation produits.
- **BFR:** nous retenons un niveau de BFR de près de 22,7% du chiffre d'affaires hors taxe.
- **Dette financière nette:** prise en compte de celle du 31/03/2015 (11,3 M€).

### Synthèse des hypothèses de calcul du cmpc

Taux sans risque (OAT 10 ans)	1,0%
Prime de risque	5,0%
Bêta sans dette	2,0
Bêta endetté	4,2
<b>Coût des capitaux propres</b>	<b>22,2%</b>
<b>Coût de la dette après impôt</b>	<b>5,0%</b>
<b>Coût moyen pondéré du capital</b>	<b>11,4%</b>
Taux de croissance à l'infini	2,0%

source : Euroland Corporate

## Tableau des flux prévisionnels 2016e-2020e

En M€	2015/16e	2016/17e	2017/18e	2018/19e	2019/20e
<b>Chiffre d'affaires</b>	<b>48,0</b>	<b>55,1</b>	<b>60,5</b>	<b>66,6</b>	<b>73,2</b>
<i>Taux de croissance</i>	20,5%	14,7%	9,9%	10,0%	10,0%
<b>Résultat opérationnel courant</b>	<b>2,0</b>	<b>3,0</b>	<b>3,8</b>	<b>4,5</b>	<b>5,3</b>
<i>Taux de marge opérationnelle courante</i>	4,1%	5,5%	6,2%	6,7%	7,2%
- Impôts	0,2	0,5	0,8	1,1	1,4
+ DAP nettes	1,5	1,6	1,6	1,6	1,6
<b>Cash Flow opérationnel</b>	<b>3,4</b>	<b>4,1</b>	<b>4,5</b>	<b>4,9</b>	<b>5,5</b>
- Variation du BFR	1,8	1,2	0,6	1,4	1,5
- Investissements opérationnels	-0,8	-0,9	-1,0	-1,1	-1,2
<b>Free Cash Flows opérationnels</b>	<b>0,8</b>	<b>1,9</b>	<b>2,9</b>	<b>2,5</b>	<b>2,8</b>

source: Euroland Corporate

## Matrice de sensibilité de valorisation

		Taux de croissance à l'infini				
		1,0%	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%
C M P C	10,3%	3,4	3,6	3,9	4,2	4,5
	10,8%	3,1	3,3	3,5	3,8	4,1
	11,3%	2,8	3,0	<b>3,2</b>	3,5	3,7
	11,8%	2,6	2,7	2,9	3,1	3,4
	12,3%	2,4	2,5	2,7	2,9	3,1

		Taux de marge d'exploitation				
		6,2%	6,7%	7,2%	7,7%	8,2%
C M P C	10,3%	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0
	10,8%	2,8	2,8	2,8	2,8	2,8
	11,3%	3,2	3,2	<b>3,2</b>	3,2	3,2
	11,8%	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3
	12,3%	2,1	2,1	2,1	2,1	2,1

source: Euroland Corporate

Notre valorisation de Lexibook par DCF ressort à 3,20 € par action avec un cmc à 11,4% et une croissance à l'infini de 2,0%.

## Valorisation par les comparables

Lexibook est le leader européen des produits électroniques sous licence, des tablettes éducatives pour enfants sous Android et occupe une place croissante sur le marché de l'audio pour les jeunes. A ce titre, nous retenons un panel de spécialistes sur le secteur des jeux/jouets et des produits audio. Compte tenu de l'internationalisation de son offre, nous intégrons des acteurs non seulement français (Bigben, Guillemot) mais également américains (Mattel, Hasbro, JAKKS) et hongkongais (VTech).

**Bigben (FR):** créée en 1981, la société est spécialisée dans la vente d'accessoires de jeux vidéos, de produits audio et d'accessoires mobile. Elle emploie 331 personnes et est principalement présente en France (73,5% du CA 2014/15) et en Europe (23,3 %).

**Guillemot (FR):** actif sur le secteur des loisirs interactifs depuis 1984, la société est spécialisée dans la conception et la distribution d'accessoires pour consoles et de produits audio. Implanté dans onze pays, la société emploie 153 personnes.

**Jakks Pacific (USA):** créée en 1995, la société fabrique des jouets traditionnels et électroniques sous marque propre et sous licence. La société emploie 758 personnes et commercialise ses produits principalement aux Etats-Unis, en Europe et au Canada.

**Skullcandy (USA):** créée en 2003, la société conçoit et distribue des casques pour les univers audio et jeux. Ses produits sont distribués dans 80 pays et la société emploie 300 personnes.

**VTech (HK):** créée en 1976, la société est spécialisée dans la conception de produits éducatifs pour les enfants. Elle emploie environ 30 000 employés et est distribué dans 85 pays. C'est le leader des jeux pour enfants en France, Allemagne et Espagne.

**Mattel (USA):** crée en 1945, la société est spécialisée dans les jeux et jouets avec des marques en propre (Barbie, Polly pocket...) et des jeux sous licence. La société emploie 31 000 personnes et distribue ses produits sur tous les continents.

**Hasbro (USA):** créée en 1923, la société est spécialisé dans la conception de jeux/jouets sous marque propre (Monopoly, Transformers, My Little Petshop) et sous licence. La société emploie environ 5 200 personnes.

## Echantillon de comparables: données chiffrées

En M€	CA 2015	CA 2016	CA 2017	EBE 2015	EBE 2016	EBE 2017	ROC 2015	ROC 2016	ROC 2017	RN 2015	RN 2016	RN 2017
Guillemot Corp. SA	51	55	60	3	5	5	0	1	1	0	1	1
Bigben Interactive SA	194	202	209	13	15	17	6	8	10	6	8	9
JAKKS Pacific, Inc.	659	675	723	53	57	62	36	41	50	24	26	37
Skullcandy, Inc.	250	277	302	27	32	39	16	19	24	11	14	17
VTech Holdings Limited	1 706	1 771	1 815	231	243	252	203	213	219	183	191	197
Mattel, Inc.	5 105	5 037	5 209	788	856	896	575	635	692	380	446	493
Hasbro, Inc.	3 861	4 184	4 403	750	856	892	592	692	731	379	449	478

source: FactSet / Euroland Corporate

## Comparatif croissance et marge échantillon

Sociétés	Var CA 2015	Var CA 2016	Var CA 2017	TCAM 2014/2017	Marge EBE	Marge EBE	Marge EBE	Marge EBE	Marge ROC	Marge ROC	Marge ROC	Marge ROC
Guillemot Corp. SA	26%	7%	9%	13,9%	0%	7%	8%	8%	-7%	0%	2%	2%
Bigben Interactive SA	5%	4%	3%	4,1%	4%	7%	8%	8%	1%	3%	4%	5%
JAKKS Pacific, Inc.	8%	2%	7%	5,8%	7%	8%	8%	9%	4%	5%	6%	7%
Skullcandy, Inc.	34%	11%	9%	17,4%	9%	11%	12%	13%	5%	6%	7%	8%
VTech Holdings Limited	14%	4%	2%	6,8%	14%	14%	14%	14%	12%	12%	12%	12%
Mattel, Inc.	12%	-1%	3%	4,7%	16%	15%	17%	17%	12%	11%	13%	13%
Hasbro, Inc.	20%	8%	5%	10,9%	20%	19%	20%	20%	15%	15%	17%	17%
<b>Moyenne</b>	<b>15%</b>	<b>3%</b>	<b>4%</b>	<b>7%</b>	<b>16%</b>	<b>16%</b>	<b>17%</b>	<b>17%</b>	<b>12%</b>	<b>12%</b>	<b>13%</b>	<b>14%</b>
<b>Lexibook</b>	<b>20%</b>	<b>15%</b>	<b>10%</b>	<b>15%</b>	<b>-4%</b>	<b>7%</b>	<b>8%</b>	<b>9%</b>	<b>-7%</b>	<b>4%</b>	<b>6%</b>	<b>6%</b>

source: FactSet / Euroland Corporate

## Ratio de valorisation des comparables

	Capi. (M€)	Dette nette (M€)	VE (M€)	VE/CA 15	VE/CA 16	VE/CA 17	VE/EBE 15	VE/EBE 16	VE/EBE 17	VE/ROC 15	VE/ROC 16	VE/ROC 17	PER 15	PER 16	PER 17
Guillemot Corp. SA	19	-1	18	0,3	0,3	0,3	5,2	3,9	3,8	ns	17,6	14,8	ns	35,6	21,3
Bigben Interactive SA	51	39	90	0,5	0,4	0,4	7,0	5,9	5,3	14,5	10,8	8,7	15,3	6,7	5,6
JAKKS Pacific, Inc.	183	118	302	0,5	0,4	0,4	5,7	5,3	4,8	8,4	7,3	6,1	12,6	7,0	5,0
Skullcandy, Inc.	174	-30	144	0,6	0,5	0,5	5,3	4,5	3,7	9,1	7,4	6,1	13,6	10,6	8,5
VTech Holdings Limited	2 598	-280	2 318	1,4	1,3	1,3	10,0	9,6	9,2	11,4	10,9	10,6	12,7	12,1	11,8
Mattel, Inc.	6 758	932	7 690	1,5	1,5	1,5	9,8	9,0	8,6	13,4	12,1	11,1	20,2	17,3	15,6
Hasbro, Inc.	8 300	740	9 040	2,3	2,2	2,1	12,0	10,6	10,1	15,3	13,1	12,4	23,9	20,1	18,9
<b>Moyenne</b>				<b>1,0</b>	<b>1,0</b>	<b>0,9</b>	<b>7,9</b>	<b>7,0</b>	<b>6,5</b>	<b>12,0</b>	<b>11,3</b>	<b>10,0</b>	<b>16,4</b>	<b>15,6</b>	<b>12,4</b>
<b>Médiane</b>				<b>0,6</b>	<b>0,5</b>	<b>0,5</b>	<b>7,0</b>	<b>5,9</b>	<b>5,3</b>	<b>12,4</b>	<b>10,9</b>	<b>10,6</b>	<b>14,4</b>	<b>12,1</b>	<b>11,8</b>

source: FactSet / Euroland Corporate

Nous avons appliqué les ratios VE/CA, VE/EBE, VE/ROC et PE 2015, 2016 et 2017 de l'échantillon aux agrégats financiers de Lexibook et y avons appliqué une décote de taille de 20%. **La valorisation de l'action induite par la médiane des comparables ressort à 3,20 €.**

## Conclusion

Pour conclure, nous initions la couverture Lexibook avec une opinion Achat et un objectif de cours à 3,20 €, issu de la moyenne des valorisations par DCF (3,20 €) et comparables (3,20€).

### Ratios de valorisation ressortant de la valorisation de Lexibook

	Objectif de cours (€)	VE/CA 15	VE/CA 16	VE/CA 17	VE/EBE 15	VE/EBE 16	VE/EBE 17	VE/ROC 15	VE/ROC 16	VE/ROC 17	PER 15	PER 16	PER 17
Valorisation DCF	3,2	0,6	0,5	0,4	7,7	5,9	5,0	13,7	8,9	7,2	12,1	7,6	6,0
Valorisation comparables	3,2	0,6	0,5	0,4	7,7	5,9	5,0	13,6	8,9	7,2	12,1	7,6	6,0
<b>Valorisation moyenne</b>	<b>3,2</b>	<b>0,6</b>	<b>0,5</b>	<b>0,4</b>	<b>7,7</b>	<b>5,9</b>	<b>5,0</b>	<b>13,6</b>	<b>8,9</b>	<b>7,2</b>	<b>12,1</b>	<b>7,6</b>	<b>6,0</b>

source: Euroland Corporate

## Éléments financiers

### Compte de résultat

En M€	2010/11	2011/12	2012/13	2013/14	2014/15	2015/16e	2016/17e	2017/18e
<b>Chiffre d'affaires</b>	<b>38,9</b>	<b>40,2</b>	<b>45,1</b>	<b>43,1</b>	<b>39,9</b>	<b>48,0</b>	<b>55,1</b>	<b>60,5</b>
<i>Croissance</i>	-1,2%	3,4%	12,2%	-4,4%	-7,6%	20,5%	14,7%	9,9%
Autres produits	0,4	0,4	0,4	0,5	0,4	0,5	0,6	0,7
<b>Produits d'exploitation</b>	<b>39,3</b>	<b>40,6</b>	<b>45,5</b>	<b>43,6</b>	<b>40,3</b>	<b>48,5</b>	<b>55,7</b>	<b>61,2</b>
Achats consommés	22,0	21,9	26,0	23,1	24,5	27,2	30,9	34,0
Autres achats et charges externes	6,7	8,3	9,5	10,2	9,7	9,7	10,8	11,4
Impôts et taxes	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,3
Charges de personnel	4,5	4,7	5,7	5,8	5,6	5,8	6,6	7,3
Autres charges	-0,4	-1,1	-0,9	-1,2	-1,7	-2,0	-2,5	-2,8
<b>Excédent Brut d'Exploitation</b>	<b>5,5</b>	<b>4,3</b>	<b>3,1</b>	<b>3,1</b>	<b>-1,4</b>	<b>3,5</b>	<b>4,6</b>	<b>5,4</b>
<i>Marge d'EBE (EBE/CA)</i>	14,0%	10,6%	6,9%	7,2%	ns	7,3%	8,3%	8,9%
DAP nettes	3,5	2,4	2,0	1,8	1,5	1,5	1,6	1,6
<b>Résultat opérationnel courant</b>	<b>1,9</b>	<b>1,9</b>	<b>1,1</b>	<b>1,3</b>	<b>-3,0</b>	<b>2,0</b>	<b>3,0</b>	<b>3,8</b>
<i>Marge opérationnelle courante (ROC/CA)</i>	5,0%	4,6%	2,5%	3,0%	ns	4,1%	5,5%	6,2%
Autres produits (+) / Autres charges (-) non cot	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Résultat opérationnel</b>	<b>1,9</b>	<b>1,9</b>	<b>1,1</b>	<b>1,3</b>	<b>-3,0</b>	<b>2,0</b>	<b>3,0</b>	<b>3,8</b>
<i>Marge opérationnelle (ROP/CA)</i>	5,0%	4,6%	2,5%	3,0%	ns	4,1%	5,5%	6,2%
<b>Résultat financier</b>	<b>-0,6</b>	<b>-0,3</b>	<b>-0,2</b>	<b>-0,7</b>	<b>0,5</b>	<b>-0,5</b>	<b>-0,4</b>	<b>-0,3</b>
<b>Résultat avant impôt</b>	<b>0,9</b>	<b>1,3</b>	<b>0,9</b>	<b>0,6</b>	<b>-2,5</b>	<b>1,5</b>	<b>2,7</b>	<b>3,5</b>
Impôts sur les sociétés	0,2	0,3	-0,1	-0,1	0,0	0,2	0,5	0,8
<i>Taux d'IS apparent</i>	20,7%	20,6%	-14,6%	-17,3%	1,7%	10,5%	20,6%	23,6%
<b>Résultat net des entreprises intégrées</b>	<b>0,7</b>	<b>1,0</b>	<b>1,0</b>	<b>0,7</b>	<b>-2,5</b>	<b>1,3</b>	<b>2,1</b>	<b>2,7</b>
<i>Marge nette</i>	1,8%	2,6%	2,3%	1,5%	ns	2,7%	3,8%	4,4%
Quote part dans les résultats des SME	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Résultat net de l'ensemble consolidé</b>	<b>0,7</b>	<b>1,0</b>	<b>1,0</b>	<b>0,7</b>	<b>-2,5</b>	<b>1,3</b>	<b>2,1</b>	<b>2,7</b>
Intérêts minoritaires	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Résultat net Part du Groupe publié</b>	<b>0,7</b>	<b>1,0</b>	<b>1,0</b>	<b>0,7</b>	<b>-2,5</b>	<b>1,3</b>	<b>2,1</b>	<b>2,7</b>
<i>Marge nette pg</i>	1,8%	2,6%	2,3%	1,5%	-6,2%	2,7%	3,8%	4,4%



## Bilan

En M€	2010/11	2011/12	2012/13	2013/14	2014/15	2015/16e	2016/17e	2017/18e
Immobilisations incorporelles	5,2	3,6	4,1	3,5	3,4	2,7	2,0	1,4
Immobilisations corporelles	0,4	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Immobilisations financières	0,1	0,1	0,2	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3
Ecart d'acquisition	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Autres actifs non courants	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Actifs non courants</b>	<b>7,0</b>	<b>4,8</b>	<b>5,6</b>	<b>5,2</b>	<b>5,1</b>	<b>3,1</b>	<b>2,4</b>	<b>1,8</b>
Stocks et en-cours	5,8	6,0	9,7	11,0	8,7	9,5	10,4	10,8
Clients et comptes rattachés	9,2	7,0	15,4	16,0	13,5	15,1	16,6	17,6
Autres actifs courants	1,9	0,6	0,9	0,6	0,5	0,6	0,7	0,7
<b>Actifs courants</b>	<b>18,6</b>	<b>17,2</b>	<b>27,3</b>	<b>28,4</b>	<b>23,5</b>	<b>27,9</b>	<b>30,3</b>	<b>32,8</b>
<b>VMP et Trésorerie</b>	<b>1,7</b>	<b>3,5</b>	<b>1,3</b>	<b>0,8</b>	<b>0,8</b>	<b>2,7</b>	<b>2,6</b>	<b>3,7</b>
<b>Total Actif</b>	<b>25,6</b>	<b>22,0</b>	<b>32,8</b>	<b>33,6</b>	<b>28,6</b>	<b>31,0</b>	<b>32,7</b>	<b>34,6</b>
Capitaux propres part du groupe	3,6	5,3	6,4	6,4	3,3	6,5	8,6	11,3
Intérêts minoritaires	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Passifs non courants hors dettes financières	1,9	0,7	0,8	0,8	0,5	0,1	0,1	0,1
Emprunts et dettes financières	11,4	7,8	14,6	14,4	12,1	11,0	9,4	7,8
Dont part à moins d'un an	7,9	5,7	12,2	12,3	10,2	10,2	10,2	10,2
Dettes fournisseurs	4,8	6,2	9,1	10,5	11,6	12,1	13,2	13,8
Autres passifs courants	4,0	2,1	2,0	1,5	1,0	1,2	1,4	1,5
<b>Total Passif</b>	<b>25,6</b>	<b>22,0</b>	<b>33,6</b>	<b>33,6</b>	<b>28,6</b>	<b>31,0</b>	<b>32,7</b>	<b>34,6</b>

## Tableau de flux de trésorerie

En M€	2010/11	2011/12	2012/13	2013/14	2014/15	2015/16e	2016/17e	2017/18e
<b>Marge Brute d'autofinancement</b>	<b>1,5</b>	<b>2,1</b>	<b>1,6</b>	<b>1,7</b>	<b>-1,6</b>	<b>2,2</b>	<b>2,8</b>	<b>3,3</b>
Variation de BFR	-0,7	-3,5	10,0	1,1	-5,9	1,8	1,2	0,6
<b>Flux net de trésorerie généré par l'activité</b>	<b>2,2</b>	<b>5,6</b>	<b>-8,5</b>	<b>0,6</b>	<b>4,4</b>	<b>0,4</b>	<b>1,6</b>	<b>2,7</b>
Acquisition d'immobilisations	-0,1	-0,7	-0,8	-0,7	-0,6	-0,8	-0,9	-1,0
Cession d'immobilisations	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Variation de périmètre	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Investissements financiers nets	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Flux nets de trésorerie liés aux investissements</b>	<b>-0,1</b>	<b>-0,7</b>	<b>-0,8</b>	<b>-0,8</b>	<b>-0,7</b>	<b>-0,8</b>	<b>-0,9</b>	<b>-1,0</b>
Augmentation de capital	2,7	0,0	0,0	0,0	0,0	1,9	0,0	0,0
Emission d'emprunt	3,2	0,0	6,1	0,6	0,6	1,0	0,0	0,0
Remboursement d'emprunt	-0,9	-1,5	-1,5	-1,3	-3,7	-2,1	-1,6	-1,6
Dividendes versés	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Flux de trésorerie liés au financement</b>	<b>5,0</b>	<b>-1,5</b>	<b>5,3</b>	<b>-0,7</b>	<b>-3,1</b>	<b>0,8</b>	<b>-1,6</b>	<b>-1,6</b>
<b>Variation de trésorerie</b>	<b>6,8</b>	<b>3,4</b>	<b>-3,8</b>	<b>-1,1</b>	<b>-1,2</b>	<b>0,4</b>	<b>-0,9</b>	<b>0,1</b>

**Système de recommandations :**

Les recommandations d'EuroLand Corporate portent sur les douze prochains mois et sont définies comme suit :

Achat : Potentiel de hausse du titre supérieur à 15% en absolu par rapport au cours actuel, assorti d'une qualité des fondamentaux.

Accumuler : Potentiel de hausse du titre compris entre 0% et 15% en absolu par rapport au cours actuel.

Alléger : Potentiel de baisse du titre compris entre 0% et 15% en absolu par rapport au cours actuel.

Vente : Potentiel de baisse du titre supérieur à 15% en absolu par rapport au cours actuel, valorisation excessive.

Sous revue : La recommandation est sous revue en raison d'une opération capitalistique (OPA / OPE / Augmentation de capital...), d'un changement d'analyste ou d'une situation de conflit d'intérêt temporaire entre EuroLand Corporate et l'émetteur.

**Historique des recommandations sur les 12 derniers mois :**

Achat : Depuis le 31/08/2015

Accumuler : (-)

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.

**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 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**