

Achat	Potentiel	54,9%
Objectif de cours		5,50 €
Cours au 31/08/2021		3,55 €
Euro next growth		
Reuters / Bloomberg	ALLEX.FP / ALLEX.PA	

Lexibook

Electronique

L'accélération via la digitalisation

Performances	Ytd	1m	3m	12m
Perf. Absolue	160,1%	-14,9%	-9,4%	228,7%
Perf CAC small	21,5%	2,8%	2,2%	49,1%

Informations boursières (en M €)	
Capitalisation (M €)	24,2
Nb de titres (en millions)	6,8
Volume 12 mois (titres)	76 519
Extrêmes 12 mois	0,79 € / 4,45 €

Actionnariat	
Famille Le Cottier	30,4%
Vatel	12,1%
Public	57,5%

Données financières (en M €)				
au 31/03	2019/20	2020/21	2021/22e	2022/23e
CA	23,2	27,4	32,7	38,6
var %	8,3%	17,9%	19,5%	18,1%
EBE	0,8	3,0	3,7	4,9
%CA	3,5%	11,0%	11,2%	12,7%
ROC	0,1	2,2	3,2	4,4
%CA	0,4%	8,2%	9,7%	11,4%
RN pdg	-0,1	1,6	3,0	4,5
%CA	-0,5%	5,8%	9,2%	11,7%
Bnpa (€)	-0,02	0,23	0,44	0,66
ROCE (%)	1%	21%	26%	31%
ROE (%)	-3%	31%	37%	36%
Dette nette	4,3	2,7	10	-2,0
Gearing (%)	119%	52%	12%	-16%
Dividende n	0,0	0,0	0,0	0,0
Yield (%)	-	-	-	-

Ratios				
	2019/20	2020/21	2021/22e	2022/23e
VE/CA (x)	0,5	0,4	0,8	0,6
VE/EBE (x)	14,0	3,6	6,9	4,7
VE/ROC (x)	130,7	4,9	8,0	5,3
PE (x)	ns	5,2	8,1	5,3

Analyste :

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

Lexibook affiche l'une des meilleures progression de la cote depuis le début de l'année avec un cours en hausse de 160% environ. A l'achat depuis le mois de mai 2020, nous réitérons notre conviction compte tenu de la prise de parts de marché massive de Lexibook sur le digital, de sa place de leader sur les produits électroniques sous licence, de ses perspectives de croissance et de génération de cash.

Après un excellent exercice 2020/21 faisant ressortir un CA de 27,4 M€ (+17,9%) et un ROC de 2,2 M€ (vs 0,1 M€ en 2019/20), la société aborde l'exercice fiscal en cours avec une grande confiance, un bilan consolidé (capitaux propres de 5,2 M€, dette nette de 2,7 M€) et des perspectives de croissance solides, liées à sa présence accrue sur le digital, la signature de nouvelles licences fortes (Warner Bros Consumer Product en mai 2021 avec des marques telles que Harry Potter, Tom & Jerry et dont le CA devrait être compris entre 2 et 5 M€ par an selon nous) et des produits en propre qui remportent les suffrages (robots powerman, réveils électroniques...).

Le chiffre d'affaires T1 2021/22 publié en août s'est avéré particulièrement dynamique avec une hausse de 78,2% à 5,0 M€ et confirme la trajectoire prise par le Groupe.

Depuis trois ans, Lexibook génère environ 46% de son chiffre d'affaires sur ses produits en propre et 54% sur ses produits sous licence. L'équilibre des ventes permet à Lexibook de ne pas être dépendant d'un produit ou d'une licence en particulier. Compte tenu du pricing power sur les produits sous licence, de la maîtrise des minima garantis et des royalties reversés (10% en moyenne avec un différentiel selon les produits), les marges des produits sous licence sont équivalentes à celles en propre.

Lexibook dispose d'un laboratoire de développement de jeux à Hong-Kong (35 personnes sur 63 dans le groupe) et met régulièrement sur le marché des produits électroniques innovants à forte valeur ajoutée comme les robots Powerman sortis fin 2018. Sa gamme est renouvelée chaque année pour répondre à des besoins d'éducation, d'éveil et de distraction des enfants pour un coût de R&D représentant environ 3% du CA depuis trois ans. Pour l'exercice à venir, le management est très confiant à la fois sur les produits sous licence et sur les produits Lexibook. L'implantation de l'offre digitale devrait se poursuivre à l'international et contribuer à la croissance.

Le niveau de cours actuel représente une opportunité compte tenu du stade de développement dans lequel réside Lexibook, de son niveau de valorisation et de ses ambitions.

Sommaire

ARGUMENTAIRE D'INVESTISSEMENT	5
MATRICE SWOT	6
PRINCIPAUX CHIFFRES	7
HISTORIQUE	8
LEXIBOOK: UN LEADER SUR SON SECTEUR	10
COMPLEMENTARITE DE L'OFFRE SOUS LICENCE ET HORS LICENCE	11
UNE CAPACITE D'INNOVATION FORTE	12
UNE ORGANISATION AGILE	13
LE BUSINESS MODEL	15
UN MARCHÉ DU JEUX ET DU JOUET EN PLEINE CROISSANCE	19
L'INDUSTRIE DES JOUETS A BIEN TRAVERSE LA CRISE	19
LES PRINCIPAUX DRIVERS DU MARCHÉ DES JEUX ET JOUETS	20
PERSPECTIVES STRATEGIQUE ET FINANCIERES	21
VALORISATION	23
VALORISATION PAR LES DCF	23
VALORISATION PAR LES COMPARABLES	25
CONCLUSION	27
ELEMENTS FINANCIERS	28

Argumentaire d'investissement

Nous sommes à Achat sur Lexibook avec un objectif de cours à 5,50 € compte tenu du pivot réalisé sur le digital, des efforts de restructuration et de la stratégie de R&D autour des jeux et jouets et de son positionnement sur un marché résilient à la crise sanitaire.

Un marché des jeux et jouets résilient

Si le marché du jouet de 3,6 Mds€ en France, est en hausse de plus de 1% par an depuis 10 ans, le marché a montré une très bonne résilience à la crise avec une croissance de plus de 3% en 2020 et une hausse identique attendue en 2021. Effectivement, le premier confinement ayant eu lieu dans une période creuse pour le marché des jouets (mars/mai), le puissant rattrapage de la consommation qui a eu lieu après a joué favorablement et permis de rattraper le retard. L'engouement des ménages pour les jeux et jouets devraient se poursuivre et jouer en faveur de la croissance de Lexibook.

Un positionnement porteur sur les licences, l'international et le digital

Lexibook s'est positionné sur des niches porteuses, étend son offre à l'international et sur le digital, ce qui lui permet d'afficher une forte croissance. Les exercices 2021/22 et 22/23 vont être marqués par l'ouverture de nouveaux pays tels que la Russie, la Pologne... A travers notamment l'extension du partenariat avec Amazon. Par ailleurs, Lexibook pourra compter sur une actualité cinématographique dense avec pas moins de 10 films prévus sur l'exercice, qui sont des supports importants aux ventes de produits sous licence.

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 et l'achat de composants électroniques stratégiques. Sa capacité d'innovation lui permet de proposer un portefeuille produits diversifié adressant des segments complémentaires: audio, vidéo, jeux, jouets électroniques... En septembre 2021, Lexibook devrait annoncer le lancement de nombreuses innovations et une diversification vers des produits non électroniques (jeux en bois) répondant à une demande forte des parents/enfants..

Lexibook a finalisé sa phase de restructuration amorcée en 2015 et présente désormais une structure allégée qui lui permet de dégager marge et cash. Doté d'un bilan solide, elle est en ordre de marche pour continuer à délivrer sur les prochaines années.

Matrice SWOT

Forces

- Leader sur les produits électroniques sous licence
- Management familial
- Partenariats de licences fortes
- Force d'innovation
- Richesse et diversité du portefeuille produits
- Diversification géographique
- Structure de coûts fixes allégée

Faiblesses

Opportunités

- Actualité cinématographique
- Extension de la couverture géographique et produits des partenariats de licences
- Développement de la distribution à l'international
- Consolidation du secteur

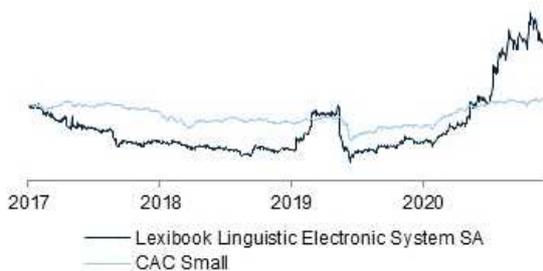
Menaces

- Concurrence
- Déflation des produits électroniques
- Prix des composants électroniques
- Prix du transport



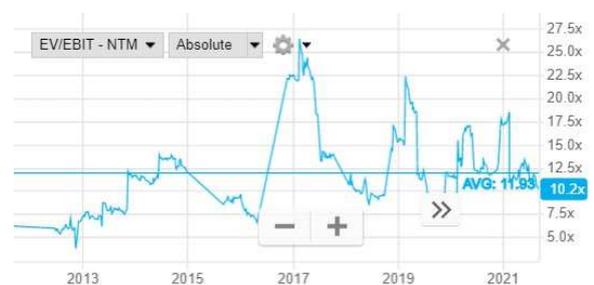
Une activité soutenue par la digitalisation de l'offre, la richesse du catalogue de jeux et jouets et des partenariats de licences forts. Lexibook devrait capitaliser sur sa R&D pour continuer de sortir des produits électroniques à succès à destination des enfants tout en poursuivant sa politique de maîtrise des coûts. Sa place de leader lui permet de préserver sa marge brute à travers pouvoir de négociation et pricing power.

Cours de bourse vs CAC small



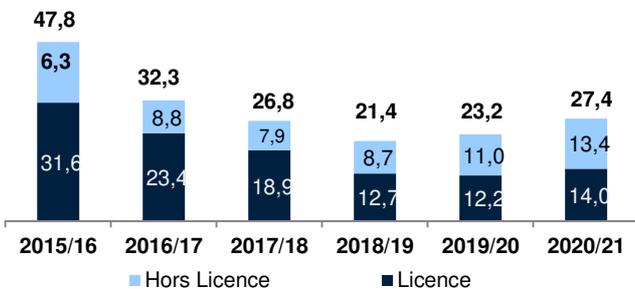
source: Factset / Euroland Corporate

Evolution EV/EBIT depuis 10 ans



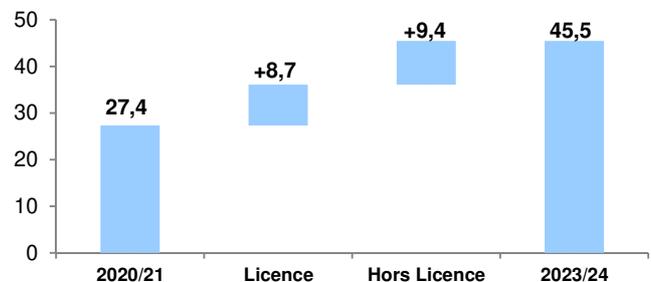
source: Factset / Euroland Corporate

Evolution du chiffre d'affaires 2016-2021 (en M€)



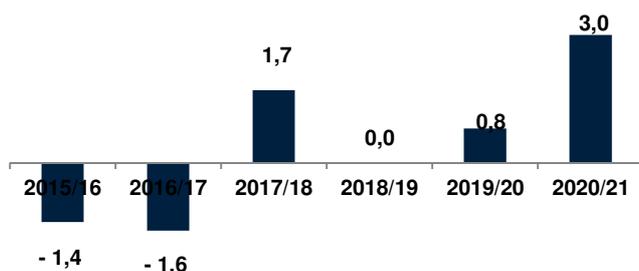
source: Lexibook / Euroland Corporate

Bridge chiffre d'affaires 2021-2024e (en M€)



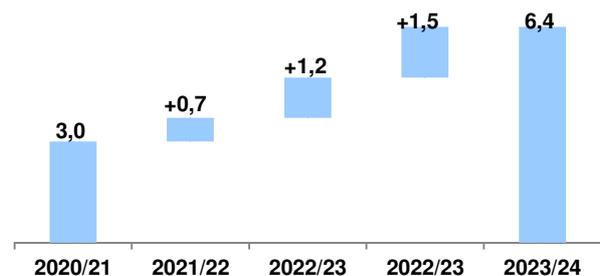
source: Euroland Corporate

Evolution de l'EBE société 2016-2021 (en M€)



source: Lexibook / Euroland Corporate

Bridge EBE 2021-2024e (en M€)



source: Euroland Corporate

Historique

1993: Création de la société Lexibook

1997: Introduction en bourse

1998-2008: Acquisition des sociétés ITMC (France) et SPACE TOYS (HK). Signature de nombreux accords de licence dont Disney. Lancement des reveils, montres, calculatrices...

2008-2010: Recentrage sur les 2 pôles français et hongkongais. Lexibook consolide ses accords de licence et concentre ses développements sur les produits à plus forte marge.

2011-2014: Succès du lancement des tablettes pour enfants. Campagne publicitaire télévisée d'envergure en France, en Espagne et au Royaume-Uni. Premiers référencements majeurs aux USA. Développement des ventes en Scandinavie, en Italie et en Russie. Une augmentation de capital est réalisée le 28 février 2011 pour 2,7M€.

2014-2015: Nouvelles campagnes publicitaires télévisées d'envergure en France, en Angleterre et en Espagne. Maturité du segment des tablettes pour enfants. Développement des ventes sur les segments audio et sur les instruments de musique à destination des enfants.

2015-2016: Nouvelles campagnes publicitaires télévisées d'envergure en France et en Angleterre. Succès des produits sous licence « La Reine de Neiges » et les « Minions ». Signature de la licence Star Wars. Lancement de la Playdroid, première console TV sous Android, et du premier pingouin robot éducatif Marbo. Augmentation de capital en 2015 pour 1,9 M€. Deuxième augmentation de capital de 2,5 M€ en 2016.

2016-2017 :Lancement des premiers karaokés nomades et connectés sous la marque iParty. Lancement des premiers téléphones et accessoires sous licence « La Reine de Neiges », « Avengers » et les « Minions ». Succès d'une augmentation de capital à hauteur de 2,5 M€ en Mai 2016. Lancement d'un plan d'économies pour optimiser les charges structurelles du Groupe.

2017-2018: Lancement du dictionnaire officiel du Scrabble en France et de la marque Decotech. Signature de la licence « The Voice, la plus belle voix ». Augmentation de capital de 1M€ par attribution gratuite de BSAR aux actionnaires.

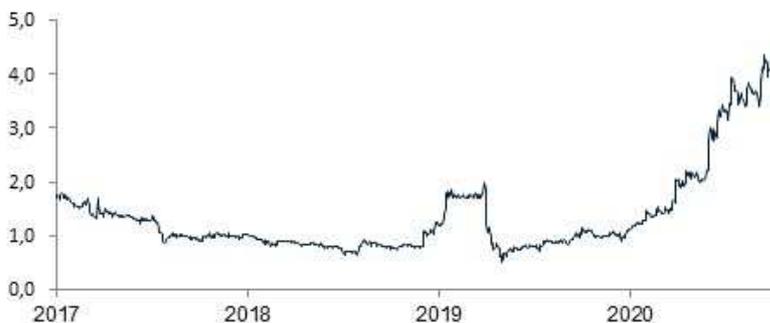
2018-2019: Lancement du PowerMan, le premier robot ludo-éducatif. Campagne de publicité TV en France. Impact du mouvement des gilets jaunes et de la restructuration des enseignes de distribution en difficultés financières sur les commandes clients lors de la saison de Noël.

2019-2020: Augmentation de capital à hauteur de 1,5 M€ en Décembre 2019 et souscription d'un prêt de 1,5M€ auprès de Vatel Capital en mars 2020.

2020-2021: Signature des licences Baby Shark avec Nickedoleon et Super Mario avec Nintendo. Mise en place d'un Prêt Garanti par l'Etat de 2,2 M€.

Histoire boursière

Evolution du cours de bourse depuis l'IPO



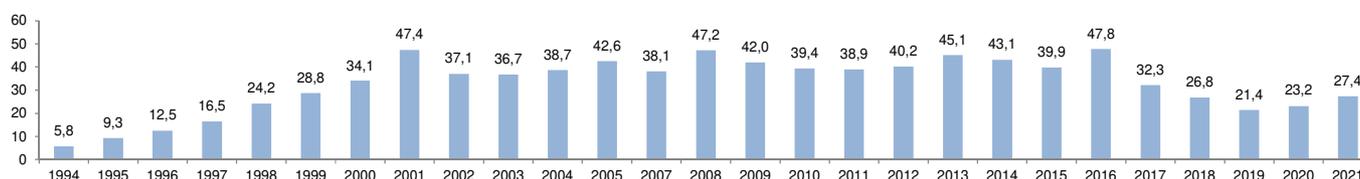
source: Factset / Euroland Corporate

- Durant 2 ans, entre 2017 et 2019, le cours de Lexibook s'érode. Perdant plus de 50% de sa valeur (2,0 € vs 0,8 €), le groupe est en perte de vitesse réalisant un chiffre d'affaires 2017 de 32,3 M€ en baisse de -32,4% et continuant de diminuer en 2018 et 2019.
- Fin 2019, Lexibook retrouve des couleurs grâce à un fort CA T4 et présente de bonnes dynamiques à l'international et sur le e-commerce. Pour accompagner la croissance attendue de l'activité, la société réalise un placement privé de 1,5 M€. Porté par un contexte stimulant, le cours retrouve en 2 mois son niveau de 2017.
- Entre un T3 2019/20 décevant et les mesures de restrictions imposées par l'apparition de la Covid-19, le cours flanche face à cet avenir instable et inconnu. Le cours perd alors 75% de sa valeur en un mois avec des baisses instantanées de -36,6% le 14 février et de -23,1% lors de l'annonce du confinement national.
- Après la lourde chute et l'atteinte d'un point bas à 0,5€, Lexibook enclenche une période faste et connaît depuis une envolée de son cours. La société renoue avec la croissance et répartit plus équitablement son CA entre ses activités Licence et hors Licence. Faisant preuve d'une belle résilience durant la crise sanitaire, Lexibook tisse des nouveaux partenariats et renforce son bilan. Le cours connaît depuis le 1^{er} janvier 2021 une hausse de 160% et devrait continuer de croître après avoir renoué avec un résultat net positif en 2021.

Lexibook: un leader sur son secteur

Créée en 1993 par Luc Le Cottier, Lexibook est spécialisée 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...) et aux pure players de la vente sur le digital (Amazon, C-Discount..).

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



source: société / Euroland Corporate

Avec plus de 42 marques déposées (Powerman®, ChessMan Elite®, i Party® ...), Lexibook occupe une position dominante sur les produits électroniques pour enfants, l'électronique de base (calculatrice 4 opérations, stations météo et dictionnaires électroniques) et sur les jeux électroniques sous licence (Barbie, Spiderman, Disney...).



Le succès de ses marques s'explique par un renouvellement régulier de la gamme des produits proposés tout en nouant des partenariats stratégiques avec des sociétés 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, adapté 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.

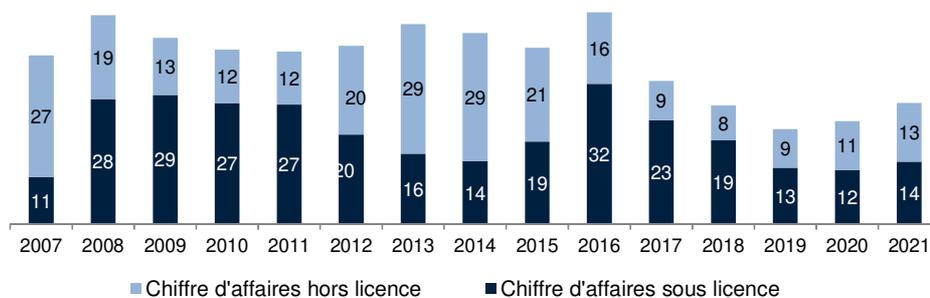
Complémentarité de l'offre sous licence et hors licence

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, boombox), 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.

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...). Lexibook vient de signer un accord de **licence avec Marvel pour lequel les produits seront dévoilés en septembre 2021**.

En 2020/21, 51,2% du chiffre d'affaires est généré par les produits sous licence et l'équilibre avec les produits en propre est appelé à être préservé.

Répartition du chiffre d'affaires sous licence et hors licence (M€)



source: société / Euroland Corporate

Les contrats de licence sont sur une durée de 2 ans minimum et peuvent aller jusqu'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 ou à de nouveaux produits.

Sur l'exercice 2021/22, Lexibook va bénéficier de l'actualité cinématographique dynamique (report de sorties, nouveautés...).

Les principales sorties cinéma en 2021/22 sont:

- 07/07/2021 – Les Croods 2
- 28/07/2021 – Spirit : l'indomptable
- 11/08/2021 – La Pat'Patrouille Le Film / Pil
- 18/08/2021 – Baby Boss 2
- 06/10/2021 – Hotel transylvanie : changements monstres
- 20/10/2021 – Ron Déblocage
- 24/11/2021 – Encanto, la fantastique famille Madrigal / Far from the Tree
- 22/12/2021 – Tous en scène 2
- 9/02/2022 – Steve
- 9/03/2022 – Turning Red

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.

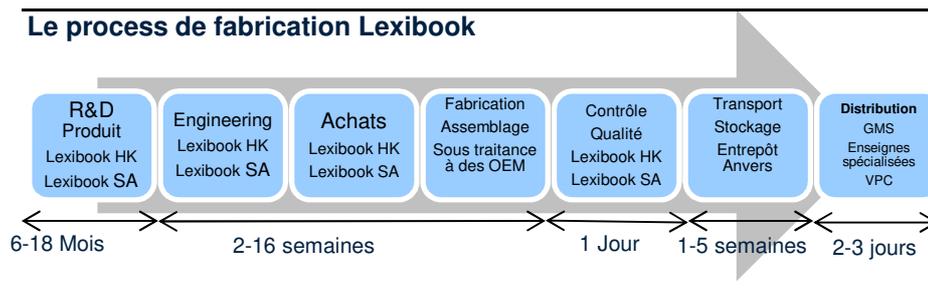
Ce positionnement alliant innovation et partenariat de licence permet à Lexibook d'adresser des niches de marché et de préserver des niveaux de marge brute élevés (taux de marge brute de 48,8% en moyenne sur les trois dernières années).

Une organisation agile

Lexibook est une société fabless qui sous-traite la fabrication de l'ensemble de ses produits auprès de 50 fournisseurs en Chine. La filiale Hongkongaise est le point de convergence entre la R&D, les achats, la fabrication, le contrôle qualité et le transport.

Au début d'octobre de chaque année Lexibook commence à présenter les produits à Hong Kong pour la prochaine saison de Noël n+1, et à différents salons, dont le plus gros est celui de Nuremberg, fin janvier. Suite à ces salons, Lexibook négocie les présences en catalogue, les référencements produits. Cette étape dure jusqu'à l'été (avec des pays comme l'Espagne par exemple). Les commandes sont reçues entre mai et novembre, divisées en 3 ou 4 cadences entre septembre et décembre. Pour la collection permanente, les négociations ont lieu l'été et les livraisons à partir de janvier. Ils s'agit de produits à plus petits prix.

Le process de fabrication Lexibook



source: société / Euroland Corporate

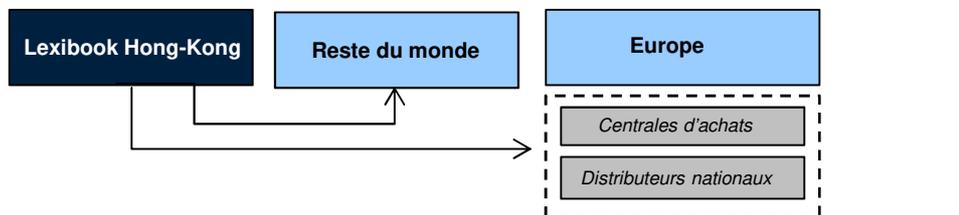
Les produits Lexibook sont fabriqués par des usines qui assurent l'assemblage des composants selon un cahier des charges défini à Hong-Kong. Tous les produits font l'objet d'un contrôle qualité, assurant l'application des exigences des clients et des normes en vigueur des pays destinataires. En ce qui 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



source: société

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 2020/21 réalisé auprès du premier client, le reste étant réparti de manière uniforme entre ses autres clients.

Principales enseignes adressées



source: société / Euroland Corporate

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.

Lexibook a capitalisé sur le digital en 2020 avec la crise du Covid. La part de CA généré par le e-commerce représente près de 30% du CA (vs 20% en 2019/20). En faisant l'hypothèse que 20% du CA des enseignes sont également générés par le digital ou le clic and collect, Lexibook devrait avoisiner les 50% de ventes digitales.

Le business model de Lexibook

Reconnaissance du chiffre d'affaires

Les produits provenant de la vente de biens sont enregistrés lorsque les risques et avantages significatifs inhérents à la propriété des biens ont été transférés à l'acheteur à la livraison pour les ventes non FOB, ou à la mise à disposition au port de Hong-Kong pour les ventes FOB.

Compte tenu de la typologie de ses clients, le chiffre d'affaires brut du Groupe fait l'objet de remises ou d'éléments soustractifs et en particulier **de remises de fin d'année et de participations publicitaires**. Les participations publicitaires sont comptabilisées en charge (ligne « services extérieurs ») du compte de résultat. Les remises (remises sur factures et remises de fin d'années) sont comptabilisées en diminution du chiffre d'affaires.

Evolution des participations publicitaires

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Participations publicitaires	1,8	2,2	1,9	1,1	0,9	1,2	1,9
% CA	4,5%	4,6%	5,9%	4,1%	4,2%	5,3%	6,9%

Pour ce qui concerne le business model de vente via Amazon, Lexibook a choisi l'option all inclusive c'est à dire, que Lexibook paye une commission sur les ventes et des frais de services pour le marketing et la logistique (correspondant à des services optimisant les ventes et réduisant les frais logistiques). A ce titre, après prise en compte, coté retail, des remises de fin d'année et participations publicitaires et, côté Amazon, des commissions et services, le taux de marge brute est plus élevé sur les ventes Amazon.

Produits en propre et produits sous licence: des rentabilité très proches

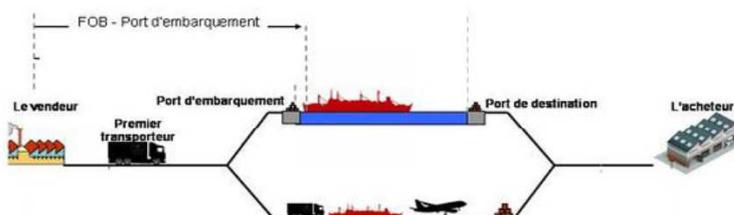
Alors que Lexibook doit payer des minimums garantis (soit une fois à la signature du contrat, soit annuellement) et des royalties (entre 5 et 14% selon les produits et les licences) pour utiliser ses licences, elle propose ses jeux et jouets à des prix plus élevés qui lui permettent de préserver sa marge brute au même niveau que les produits en propre.

On remarque que, sur la période (cf graphique p 11), le mix licence/hors licence évolue au gré des succès (tablettes en 2013/2014, robots powerman en 19/20...) et de l'actualité cinématographique avec une tendance de fonds qui est à la convergence des poids.

Les minimums garantis des contrats de licence sont immobilisés à la signature du contrat puis amortis sur la durée du contrat. Contrairement aux royalties qui passent en charge, les versements de minima garantis passent dans le tableaux de flux.

Ventes FOB et non FOB: des marges équivalentes

Le chiffre d'affaires comprend des recettes liées à la vente de produits en FOB et non FOB. La distribution en FOB consiste à livrer la marchandise à bord du navire au port d'exportation, 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.



Le client FOB bénéficie de prix intéressants mais doit supporter tous les coûts. Cette méthode de vente est utilisée par les acheteurs sur des produits à forte demande (ex: bataille navale acheté en FOB par Carrefour) sur lesquels il souhaite optimiser les coûts.

A ce titre, le prix FOB est généralement légèrement inférieur au prix non FOB. Ces ventes sont plébiscitées par Lexibook car elles sont payées à la livraison et optimisent le BFR. En terme de marge toutefois, elles sont équivalentes dans la mesure où, pour les ventes non FOB, Lexibook finance non seulement le transport mais aussi la visibilité chez le distributeur, les participations publicitaires, les remises...etc.

Répartition du chiffre d'affaires en ventes FOB et non FOB

Répartition du CA (en %)	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
FOB	26%	41%	23%	27%	23%	24%	24%	20%	19%	14%	18%	18%
NON FOB	74%	59%	77%	73%	77%	76%	76%	80%	81%	86%	82%	82%

L'évolution en faveur du non FOB est liée aux lancements de nombreuses nouveautés et aux conséquences de la crise du Covid sur la chaîne logistique. Les enseignes préfèrent en effet miser sur des produits « classiques » sur lesquels elles maîtrisent les volumes, et laisser les fournisseurs gérer les flux dans un contexte de pénurie de containers

Alors que les ventes non FOB sont réalisées en euros et en livre, les ventes FOB sont, elles réalisées en dollar et permettent de couvrir naturellement ces fluctuations. 100% des achats sont réalisés en dollar et Lexibook en couvre les 2/3.

La saisonnalité du chiffre d'affaires est très marquée sur le T4 calendaire avec les ventes de jeux et jouets pour Noël. Compte tenu de l'activité, environ 50% du chiffre d'affaires est généré traditionnellement sur cette période (50% en 2020/21).

Une attention particulière pour les coûts de transports et les achats de composants en 2021/22

Le principal poste de charges est celui des « **Autres charges externes** », 24% du CA en moyenne ces trois dernières années). Il est constitué principalement les frais de transports et la publicité dont les participations publicitaires.

Les coûts de transport sur achats sont généralement composés de fret maritime. Les tensions sur l'approvisionnement depuis fin 2020 pèsent sur le prix des containers. En ce moment, 20 000 € le container sur le S2 (x10) et 10 000 € au S1 qui viendront peser sur la MOC.

Les frais publicitaires sont principalement composés des frais de campagnes TV. Néanmoins les campagnes digitales devraient avoisiner le tiers du en 2021/22.

Les charges de personnel pèsent en moyenne 14% du chiffre d'affaires des trois dernières années avec un effectif qui s'est réduit pour faire face à la nécessité d'adopter une structure plus agile. Le point bas ayant été atteint en terme de taille d'effectif.

Evolution des effectifs depuis 2016

	2015/16	2016/17	2017/18	2018/19	2019/20	2020/21
Effectifs fin de période	105	100	74	64	60	63
Effectifs moyens	116	103	87	69	62	62

Compte de résultat depuis 2015/16 (M€)

En M€ (au 30/03)	2015/16	2016/17	2017/18	2018/19	2019/20	2020/21
Chiffre d'affaires	47,8	32,3	26,8	21,4	23,2	27,4
<i>Croissance du CA</i>	20,0%	-32,6%	-16,9%	-20,1%	8,3%	18%
dont produits sous licence	31,6	23,5	18,9	12,7	13,8	16,2
dont produits en propre	16,2	8,7	7,9	8,7	9,4	11,1
Produits d'exploitation	48,3	32,8	26,8	21,8	23,2	28,1
Achats consommés	27,8	19,2	14,1	11,3	12,1	13,4
Marge Brute	20,0	13,1	12,7	10,2	11,1	14,0
<i>Taux de marge brute</i>	41,9%	40,5%	47,6%	47,5%	47,7%	51,2%
Autres achats et charges externes	10,0	7,5	5,4	5,4	5,5	6,4
dont participations publicitaires	2,2	1,9	1,1	0,9	1,2	1,9
Impôts et taxes	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Charges de personnel	5,8	4,8	3,8	3,5	3,5	3,3
Autres charges (-) / Autres produits (+)	- 3,2	- 2,8	- 1,7	- 1,5	- 1,2	- 1,9
dont royalties	- 3,4	- 2,8	- 2,1	- 1,4	- 1,4	- 1,6
Excédent Brut d'Exploitation	1,4	- 1,6	1,7	0,0	0,8	3,0
<i>Marge EBE</i>	3,0%	-5,0%	6,4%	0,1%	3,5%	11,0%
Dotations aux amortissements	1,5	1,2	1,2	0,8	0,7	0,8
Résultat opérationnel courant	- 0,1	- 2,8	0,5	- 0,8	0,1	2,2
<i>Marge opérationnelle courante</i>	-0,1%	-8,7%	2,0%	-3,7%	0,4%	8,2%
Résultat net	- 0,4	- 4,0	- 0,7	- 1,1	- 0,1	1,6

Un mix produit qui évolue au gré de l'actualité cinématographique et du succès des produits en propre.

Rebond des participations publicitaires versées aux distributeurs pour la mise en avant des produits sur les points de vente physiques.

Redressement des royalties versé en lien avec la hausse du CA de produits sous licence (+18%).

source : Lexibook/ Euroland Corporate

Le bas du compte de résultat intègre des charges financières en hausse de 220 k€ compte tenu de pertes nettes de change sur le dollar. Sur l'exercice précédent, Lexibook a contracté un prêt de 2,2 M€ de PGE. Son niveau d'endettement financier est de 6,2 M€ et composé notamment d'une obligation de 1,2 M€ souscrit auprès de Vatel sur 5 ans (à partir de mars 2020).

Sur l'exercice 2020/21, la génération de cash-flow opérationnel a été soutenue par la bonne activité du groupe (CA en hausse de 18%), la maîtrise des charges et du BFR. Malgré ses efforts de développement de nouveaux produits, les capex sont maîtrisés et ses performances permettent de dégager du cash.

Compte tenu des financements levés, la dette nette ressort, en fin d'exercice fiscal, à 2,7 M€ (gearing de 52%).

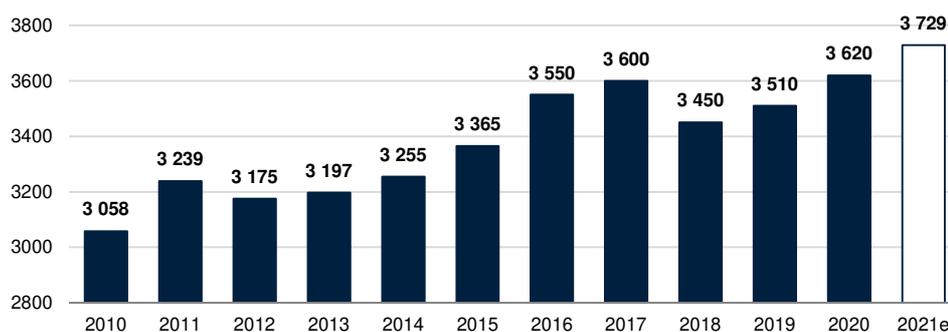
Cette situation bilancielle saine permet à Lexibook de se projeter dans le développement de nouveaux produits, l'accélération de sa présence sur le digital et l'ouverture de nouveaux pays.

Un marché des jeux et jouets en pleine croissance

L'industrie des jouets a bien traversé la crise

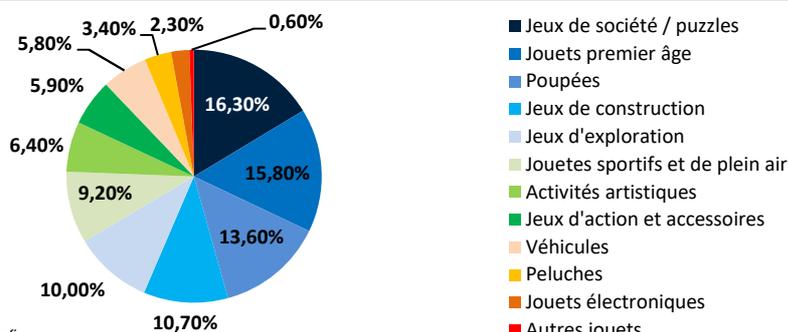
Le chiffre d'affaires des fabricants français de jeux et jouets a continué de progresser en 2020 (+1,5%). L'impact du 1^{er} confinement n'a été que limité pour les industriels. Ils ont en effet profité de la période habituellement creuse ainsi que du fort rebond du marché entre mai et octobre. L'impact du second confinement a également été limité, notamment grâce à la proximité avec la période de Noël.

Marché français des jeux et jouets depuis 2010 (M €)



source: Xerfi

Principales catégories de jeux et jouets traditionnels (en %)



source: Xerfi

Les jouets électroniques destinés aux enfants sont surtout des ordinateurs premier âge, des jouets incluant des applications électroniques simples.

Les principaux drivers du marché des jeux et jouets

La démographie infantile et l'évolution du cadre familial

La demande en jeux et jouets est principalement impactée par deux facteurs démographiques : l'évolution du nombre de nouveau-nés ainsi que l'évolution de la population infantile (- de 15 ans). Le nombre de divorces, qui augmente le nombre de ménages, est également un déterminant indirect des achats de jeux et jouets.

L'intérêt des ménages pour les jeux et jouets

Les préférences des ménages sont influencées par certains facteurs qualitatifs, comme par exemple les effets de mode ou les vertus pédagogiques. En effet, les jeux et jouets sont aujourd'hui considérés comme indispensables à l'éveil et à la socialisation des enfants en bas âge. Les jeux ludiques et créatifs font donc l'objet d'un fort engouement, qui favorise l'activité des fabricants.

La situation économique et financière des ménages

Les jeux et jouets sont un poste d'achat traditionnellement épargné en période de contraction du pouvoir d'achat, et le panier moyen des acheteurs reste plutôt stable. En revanche, une augmentation du pouvoir d'achat peut impacter plus favorablement le marché en incitant à dépenser davantage. In fine, la situation financière des ménages peut donc se répercuter sur la dynamique d'activité des industriels des jouets.

La réglementation et les normes en vigueur

S'adressant à un public sensible (les enfants), l'industrie des jeux et jouets est soumise à une réglementation stricte. Il s'agit d'un élément a priori favorable pour les fabricants français, la plupart obéissant à des standards de qualité et de sécurité élevés. Mais cela représente également des barrières à l'entrée du marché français pour les fabricants étrangers.

La concurrence étrangère

Les importations représentent 90% des jouets vendus en France. Les industriels français sont donc en concurrence avec des articles fabriqués en Chine, où une grande partie des fabricants mondiaux ont délocalisé tout ou partie de la production.

Perspectives stratégiques et financières

L'accélération des ventes sur le digital et l'internationalisation de l'offre constitue la pierre angulaire de la stratégie de Lexibook.

Sans guidance donnée par le management, nous comprenons que la société entend accélérer encore sa présence sur le digital et ouvrir de nouveaux pays.

A ce titre, nous attendons une croissance annuelle moyenne du chiffre d'affaires de **18,5%** sur les trois prochaines années avec une dynamique soutenue à la fois sur le segment des produits sous licence (**+16,6%** attendu en moyenne par an sur les trois prochaines années) et les produits hors licence (**+21,1%**).

Sur l'exercice 2021/22, Lexibook devrait bénéficier:

- D'une actualité cinématographique dense (cf page 12) pour les produits sous licence
- De la sortie de nouveaux produits en propre sur de nouveaux segments (jeux en **bois**)
- De l'ouverture de nouveaux pays avec Amazon: Hollande, Emirats-Arabes Unis, Moyen-Orient, Suède, Etats-Unis, Russie et Pologne. Des négociations complémentaires sont en cours avec d'autres plateformes de distribution digitales

Répartition du chiffre d'affaires par activité 2020/2023e (M€)

En M€ (au 30/03)	2020/21	2021/22e	2022/23e	2023/24e
Chiffre d'affaires	27,4	32,7	38,6	45,5
<i>Croissance du CA</i>	<i>17,9%</i>	<i>19,5%</i>	<i>18,1%</i>	<i>17,9%</i>
dont produits sous licence	16,2	19,1	22,2	25,7
dont produits en propre	11,1	13,6	16,4	19,8

source : Euroland Corporate

Compte tenu de l'effet volume, de la couverture progressive des charges fixes et de la maîtrise des charges, nous attendons une amélioration du ROC de 2,2 M€ à 5,9 M€ en 2023/24

Compte de résultat prospectif

En M€ (au 30/03)	2020/21	2021/22e	2022/23e	2023/24e
Chiffre d'affaires	27,4	32,7	38,6	45,5
<i>Croissance du CA</i>	<i>17,9%</i>	<i>19,5%</i>	<i>18,1%</i>	<i>17,9%</i>
dont produits sous licence	16,2	19,1	22,2	25,7
dont produits en propre	11,1	13,6	16,4	19,8
Produits d'exploitation	28,1	33,0	38,9	45,8
Achats consommés	13,4	16,5	19,5	23,0
Marge Brute	14,0	16,2	19,1	22,5
<i>Taux de marge brute</i>	<i>51,2%</i>	<i>49,4%</i>	<i>49,5%</i>	<i>49,4%</i>
Autres achats et charges externes	6,4	7,3	8,4	9,6
dont participations publicitaires	1,9	2,2	2,6	3,0
Impôts et taxes	0,1	0,1	0,1	0,1
Charges de personnel	3,3	3,4	3,6	3,8
Autres charges (-) / Autres produits (+)	- 1,9	- 2,0	- 2,4	- 2,9
dont royalties	- 1,6	- 1,8	- 2,1	- 2,5
Excédent Brut d'Exploitation	3,0	3,7	4,9	6,4
<i>Marge EBE</i>	<i>11,0%</i>	<i>11,2%</i>	<i>12,7%</i>	<i>14,1%</i>
Dotations aux amortissements	0,8	0,5	0,5	0,5
Résultat opérationnel courant	2,2	3,2	4,4	5,9
<i>Marge opérationnelle courante</i>	<i>8,2%</i>	<i>9,7%</i>	<i>11,4%</i>	<i>13,0%</i>

Un taux de marge brute qui devrait rester relativement stable, dans lequel nous intégrons une hausse des frais de transit et une hausse des prix des matières premières

Fort levier opérationnel sur la marge avec une base de coûts fixes relativement stable et des frais variables en baisse

source : Euroland Corporate

Sur les trois prochaines années, compte tenu du poids de la dette, nous attendons des charges financières de 0,3 M€. Le taux d'imposition estimé est de 11,90% en moyenne compte tenu de déficits reportables à fin mars 2021 de 15 M€.

En terme de génération de trésorerie, nous estimons que le BFR devrait être particulièrement bien tenu avec un niveau de 24% pour générer de la trésorerie sur la base de nos attentes de croissance.

Compte tenu de sa faible intensité capitalistique, la société devrait maintenir un niveau d'investissement bas à moins de 2% du chiffre d'affaires.

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 18,5% de 2020/21 à 2023/24 compte tenu de la montée en puissance de l'offre sur le digital et l'international
- **Résultat d'exploitation:** la marge d'exploitation devrait s'améliorer d'ici 2023 en raison de la croissance et du contrôle des charges. La marge opérationnelle est ainsi attendue à 13,0 % en 2023/24e.
- **Impôts:** compte tenu des 15,0 M€ de déficits reportables (dont 13,5 M€ affectés à Lexibook SA) à fin mars 2021 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 1,5% du chiffre d'affaires par an jusqu'en 2024 pour financer l'innovation produits.
- **BFR:** nous retenons un niveau de BFR de près de 24% du chiffre d'affaires hors taxe.
- **Dette financière nette:** prise en compte de celle du 31/03/2021 (2,7 M€).

Synthèse des hypothèses de calcul du cmpc

Taux sans risque (OAT 10 ans)	0,2%
Prime de risque	6,8%
Bêta sans dette	1,4
Bêta endetté	1,5
Coût des capitaux propres	10,3%
Coût de la dette après impôt	5,0%
Coût moyen pondéré du capital	9,8%
Taux de croissance à l'infini	2,0%

source : Euroland Corporate

Tableau des flux prévisionnels 2016e-2020e

En M€ (au 30/03)	2021/22e	2022/23e	2023/24e	2024/25e	2025/26e
CA	33	39	41	43	45
Croissance		18,1%	5,0%	5,0%	5,0%
Résultat opérationnel courant	3,2	4,4	4,8	5,3	5,8
Marge opérationnelle courante	9,7%	11,4%	11,9%	12,4%	12,9%
Taux d'impôt	26,5%	26,5%	26,5%	26,5%	26,5%
Impôts sur les sociétés corrigé	-0,2	-0,5	1,3	1,4	1,5
Dotations aux amortissements et provisions	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
Cash flow	3,9	5,4	4,1	4,4	4,7
Variation de BFR	1,2	1,5	1,9	0,5	0,5
Investissements	-0,1	-0,5	-0,6	-0,6	-0,6
Capex en % du CA	-0,2%	-1,3%	-1,4%	-1,4%	-1,4%
Free cash flow	2,6	3,4	1,6	3,3	3,6

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	8,8%	6,3	6,6	7,0	7,5	8,1
	9,3%	5,9	6,2	6,5	6,9	7,4
	9,8%	5,5	5,7	6,1	6,4	6,8
	10,3%	5,1	5,4	5,6	5,9	6,3
	10,8%	4,8	5,1	5,3	5,5	5,8

source: Euroland Corporate

Notre valorisation de Lexibook par DCF ressort 6,10 € par action avec un cmc à 9,8% et une croissance à l'infini de 2,0%.

Valorisation par les comparables

Lexibook est le leader européen des produits électroniques sous licence 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 de produits audio et d'accessoires mobile.

Innelec (FR): spécialiste de la distribution de jeux et d'accessoires de jeux vidéos, Innelec a diversifié son activité en créant une marque propre d'accessoires de jeux Konix et en vendant des produits sous licence.

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.

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

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.

VTech (HK): créée en 1976, la société est spécialisée dans la conception de produits éducatifs pour les enfants.

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

Echantillon de comparables: données chiffrées

	Capl. (M€)	Dettes nette (M€)	VE (M€)	CA 2020	CA 2021	CA 2022	CA 2023	EBE 2020	EBE 2021	EBE 2022	EBE 2023	ROC 2020	ROC 2021	ROC 2022	ROC 2023	RN 2020	RN 2021	RN 2022	RN 2023
Bigben Interactive SA	292	-22	269	293	315	366	390	61	76	96	106	29	41	54	59	15	22	30	37
Innelec Multimedia SA	26	-4	22	126	140	148	157	4	5	6	7	2	4	4	5	7	4	4	5
Guillemot Corp. SA	189	-53	136	121	163	189	213	23	30	35	38	19	23	28	29	30	22	27	27
Hasbro, Inc.	11466	3153	14619	4792	5272	5600	5930	1183	1067	1166	1267	611	779	892	1007	195	565	612	720
Mattel, Inc.	6312	1980	8291	4021	4416	4596	4681	538	755	834	905	363	531	625	695	111	249	385	435
VTech Holdings Limited	2077	-117	1960	2036	2069	2121	2195	273	255	269	276	222	202	212	218	198	175	184	189
JAKKS Pacific, Inc.	124	74	198	453	503	503		23	35	33		13	25	21		-13	-16		8

source: FactSet / Euroland Corporate

Ratio de valorisation des comparables

	VE/CA 20	VE/CA 21	VE/CA 22	VE/CA 23	VE/EBE 20	VE/EBE 21	VE/EBE 22	VE/EBE 23	VE/ROC 20	VE/ROC 21	VE/ROC 22	VE/ROC 23	PER 20	PER 21	PER 22	PER 23
Bigben Interactive SA	0,9	0,9	0,7	0,7		3,5	2,8	2,5	9,3	6,6	5,0	4,6	19,5	13,3	9,7	7,9
Innelec Multimedia SA	0,2	0,2	0,1		5,5	4,4	3,7		11,0	5,5	5,5		3,7	6,5	6,5	
Guillemot Corp. SA	1,1	0,8	0,7	0,6	5,9	4,5	3,9	3,6	7,2	5,9	4,9	4,7	6,3	8,6	7,0	7,0
Hasbro, Inc.	3,1	2,8	2,6	2,5	12,4	13,7	12,5	11,5	23,9	18,8	16,4	14,5	58,8	20,3	18,7	15,9
Mattel, Inc.	2,1	1,9	1,8	1,8	15,4	11,0	9,9	9,2	22,8	15,6	13,3	11,9	56,9	25,3	16,4	14,5
VTech Holdings Limited	1,0	0,9	0,9	0,9	7,2	7,7	7,3	7,1	8,8	9,7	9,2	9,0	10,5	11,9	11,3	11,0
JAKKS Pacific, Inc.	0,4	0,4	0,4		8,6	5,7	6,0		15,2	7,9	9,4		-9,5	-7,8	15,5	

source: FactSet / Euroland Corporate

Nous avons appliqué les ratios VE/CA, VE/EBE, VE/ROC et PE 2021/23 de l'échantillon aux agrégats financiers de Lexibook et y avons appliqué une décote de taille de 5%. **La valorisation de l'action induite par la médiane des comparables ressort à 4,90 €.**

Conclusion

Pour conclure, nous confirmons notre opinion à l'Achat sur Lexibook avec un objectif de cours à 5,50 €, issu de la moyenne des valorisations par DCF (6,10 €) et comparables 4,90 €).

Compte de résultat (M€)	2018/19	2019/20	2020/21	2021/22e	2022/23e	2023/24e
Chiffre d'affaires	21,4	23,2	27,4	32,7	38,6	45,5
Excédent brut d'exploitation	0,0	0,8	3,0	3,7	4,9	6,4
Résultat opérationnel courant	-0,8	0,1	2,2	3,2	4,4	5,9
Résultat opérationnel	-0,8	0,1	2,2	3,2	4,4	5,9
Résultat financier	-0,2	-0,3	-0,6	-0,4	-0,3	-0,3
Impôts	-0,1	0,1	0,0	0,2	0,5	0,7
Mise en équivalence	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Part des minoritaires	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Résultat net part du groupe	-1,1	-0,1	1,6	3,0	4,5	6,3
Bilan (M€)	2018/19	2019/20	2020/21	2021/22e	2022/23e	2023/24e
Actifs non courants	4,7	3,9	2,2	2,1	2,1	2,3
<i>dont goodwill</i>	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
BFR	7,8	5,8	6,6	7,8	9,3	9,7
Disponibilités + VMP	0,3	0,7	3,5	5,1	8,1	12,5
Capitaux propres	2,3	3,6	5,2	8,2	12,7	19,0
Emprunts et dettes financières	9,4	5,0	6,2	6,2	6,2	6,2
Total Bilan	18,2	14,7	16,8	20,5	26,0	33,4
Tableau de flux (M€)	2018/19	2019/20	2020/21	2021/22e	2022/23e	2023/24e
Marge Brute d'autofinancement	-0,7	1,0	2,8	2,8	4,3	6,1
Variation de BFR	1,1	-2,4	0,6	1,2	1,5	1,9
Flux nets de trésorerie généré par l'activité	-1,7	3,4	2,2	1,5	2,8	4,1
Investissements opérationnels nets	-0,3	-0,2	-0,1	-0,5	-0,6	-0,7
Investissements financiers nets	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Flux nets de trésorerie liés aux investissements	-0,2	-0,2	-0,1	-0,5	-0,6	-0,7
Augmentation de capital	0,0	1,5	0,0	0,0	0,0	0,0
Variation emprunts	0,8	-0,3	1,6	0,0	0,0	0,0
Dividendes versés	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Flux nets de trésorerie liés au financement	0,8	0,9	1,3	0,0	0,0	0,0
Variation de trésorerie	-1,1	4,2	3,5	1,0	2,3	3,4
Ratios (%)	2018/19	2019/20	2020/21	2021/22e	2022/23e	2023/24e
Variation chiffre d'affaires	-20,1%	8,3%	17,9%	19,5%	18,1%	17,9%
Marge EBE	0%	4%	11%	11%	13%	14%
Marge opérationnelle courante	-4%	0%	8%	10%	11%	13%
Marge opérationnelle	-4%	0%	8%	10%	11%	13%
Marge nette	-5%	0%	6%	9%	12%	14%
Capex/CA	-2%	-1%	0%	-2%	-2%	-2%
BFR/CA	37%	25%	24%	24%	24%	21%
ROCE	-4%	1%	21%	26%	31%	39%
ROCE hors GW	-4%	1%	21%	26%	31%	39%
ROE	-45%	-3%	31%	37%	36%	33%
Payout	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Dividend yield	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Ratios d'endettement	2018/19	2019/20	2020/21	2021/22e	2022/23e	2023/24e
Gearing (%)	392%	119%	52%	12%	-16%	-34%
Dettes nette/EBE	336,3	5,3	0,9	0,3	-0,4	-1,0
EBE/charges financières	0,1	3,2	4,9	8,6	14,5	19,3
Valorisation	2018/19	2019/20	2020/21	2021/22e	2022/23e	2023/24e
Nombre d'actions (en millions)	6,8	6,8	6,8	6,8	6,8	6,8
Nombre d'actions moyen (en millions)	6,8	6,8	6,8	6,8	6,8	6,8
Cours (moyenne annuelle en euros)	1,00	1,04	1,20	3,55	3,55	3,55
(1) Capitalisation boursière moyenne	6,8	7,1	8,2	24,2	24,2	24,2
(2) Dette nette (+)/ trésorerie nette (-)	9,1	4,3	2,7	1,0	-2,0	-6,4
(3) Valeur des minoritaires	0,0	0,0	0,0	0,0	1,0	2,0
(4) Valeur des actifs financiers	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Valeur d'entreprise = (1)+(2)+(3)-(4)	15,9	11,4	10,9	25,2	23,2	19,8
PER	ns	ns	5,2	8,1	5,3	3,9
VE/ EBE	ns	14,0	3,6	6,9	4,7	3,1
VE/ROC	ns	130,7	4,9	8,0	5,3	3,3
VE/CA	0,7	0,5	0,4	0,8	0,6	0,4
P/B	3,0	2,0	1,6	3,0	1,9	1,3
Données par action (€)	2018/19	2019/20	2020/21	2021/22e	2022/23e	2023/24e
Bnpa	-0,15	-0,02	0,23	0,44	0,66	0,92
Book value/action	0,3	0,5	0,8	1,2	1,9	2,8
Dividende /action	0,00	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 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 01/09/2020

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