

Date de première diffusion : 22 novembre 2017

Bigben Interactive

Un premier semestre de belle facture !

Commentaires sur les résultats S1 2017/18

Au titre du S1 2017/18, Bigben Interactive a publié un chiffre d'affaires de 110,0 M€, bien supérieur à nos attentes et en progression de près de 30 %. Le groupe a affiché par ailleurs un ROC de 6,0 M€, soit une marge opérationnelle courante en croissance de 340 pb à 5,5 % (vs. 2,1 % yoy). Cette hausse notable de la rentabilité opérationnelle s'explique par la croissance importante du chiffre d'affaires mais également par la maîtrise des frais de structure. Le résultat net de la période ressort à 4,2 M€, en forte hausse de +102,4 % par rapport au S1 2016/17.

Des guidances 2017/18 confirmées

Lors de la présentation de ses résultats semestriels, Bigben Interactive a indiqué entendre maintenir la dynamique générée sur ses trois lignes de métiers et a confirmé ses objectifs 2017/18, à savoir un chiffre d'affaires compris entre 235 et 245 M€ et un taux de ROC supérieur à 7 %. Cet objectif semble réalisable, compte tenu 1/ du deuxième semestre traditionnellement marqué par une saisonnalité positive (contribution importante du T3) et 2/ de la croissance embarquée en particulier sur l'activité Gaming.

Le groupe a pourtant précisé reporter sur le prochain exercice la sortie du jeu vidéo phare Tennis World Tour afin de pouvoir bénéficier de l'impact médiatique favorable lié au tournoi de Roland Garros en mai 2018. La société anticipe de ce fait, un chiffre d'affaires T1 2018/19 en forte augmentation. Cette décision atteste de l'affinement de la stratégie du groupe vers des jeux plus élaborés, à plus forts coûts de développement mais surtout plus rentable sur la durée (culture du back catalogue).

A l'issue du 1^{er} semestre 2017/18, l'endettement financier reste lui contenu, avec un taux d'endettement net de 12,4 % des fonds propres, contre 21,2 % au 30 septembre 2016, avec une belle maîtrise du poste correspondant aux stocks.

Des objectifs atteignables : Opinion Achat

Lors de la présentation de ses résultats, le management s'est montré très confiant sur les performances à venir du groupe. Autre signal positif, le Conseil d'Administration du groupe a décidé la distribution d'un acompte sur dividende de 0,10 € au titre de l'exercice en cours, acompte qui sera détaché le 4 janvier prochain. A plus long terme, Bigben Interactive a confirmé ses objectifs stratégiques « Bigben 2020 », à savoir un chiffre d'affaires supérieur à 280 M€ et un taux de ROC égal à 9 %.

Nous demeurons donc extrêmement positifs sur la valeur et les perspectives de Bigben. Après mise à jour de notre modèle, nous réajustons à la hausse nos estimations à court et moyen termes. La valorisation ressort désormais à 14,50 € par titre (vs. 13,50 €). Cela représente un potentiel d'upside de +10,3 %. Nous repassons à une Opinion Achat sur la valeur.

Gabrielle AGNUS

Analyste Financier
gagnus@genesta-finance.com
01.45.63.68.86

Raphaëlle POULAIN

Analyste Financier
rpoulain@genesta-finance.com
01.45.63.68.62

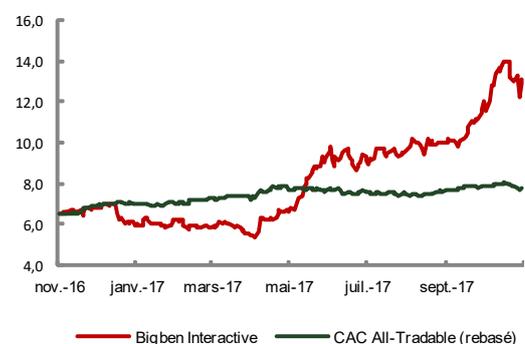
Opinion	2. Achat
Cours (clôture au 20 novembre 17)	13,14 €
Objectif de cours	14,50 € (+10,3 %)

Données boursières

Code Reuters / Bloomberg	BGBN.PA / BIG:FP
Capitalisation boursière	241,3 M€
Valeur d'entreprise	164,4 M€
Flottant	130,3 M€ (54 %)
Nombre d'actions	18 363 339
Volume quotidien	385 554 €
Taux de rotation du capital (1 an)	41,38%
Plus Haut (52 sem.)	13,98 €
Plus Bas (52 sem.)	5,34 €

Performances

Absolute	1 mois	6 mois	12 mois
	+9,5 %	+93,8 %	+102,2 %



Actionariat

Flottant : 54 % ; Bolloré Group : 22,4 % ;
AF Invest : 14,3 % ; Quaero Capital : 9,3 %

Agenda

CA T3 2017/18 publiés le 22 janvier 2018

Chiffres Clés

	2015/16	2016/17	2017/18E	2018/19E	2019/20E
CA (M€)	202,2	208,1	253,2	297,3	324,3
Evolution (%)	9,4%	2,9%	21,7%	17,4%	9,1%
EBE (M€)	16,4	20,7	33,2	39,3	44,8
ROP (M€)	7,3	10,6	20,6	26,5	31,2
Marge op. (%)	3,6%	5,1%	8,1%	8,9%	9,6%
Res. Net. Pg (M€)	3,9	8,9	15,4	19,1	22,5
Marge nette (%)	1,9%	4,3%	6,1%	6,4%	6,9%
BPA	0,24	0,50	0,96	1,19	1,40

Ratios

	2015/16	2016/17	2017/18E	2018/19E	2019/20E
VE / CA	0,5	0,8	1,0	0,8	0,7
VE / EBE	5,7	8,0	7,4	6,0	4,9
VE / ROP	12,9	15,6	11,9	8,8	7,1
P / E	17,1	16,9	15,6	12,6	10,7
Gearing (%)	25%	11%	3%	-4%	-11%
Dette nette / EBE	1,7	0,6	0,1	-0,2	-0,4
RCE (%)	4,1%	5,6%	10,8%	12,7%	14,1%

Genesta dispose du statut de Conseiller en Investissements Financiers et est membre de l'ACIFTE (Numéro ORIAS : 13000591).

Voir avertissements importants en fin de document. Pour plus d'informations sur Genesta et ses procédures internes, se référer au site Internet www.genesta-finance.com.

Présentation de la société

Leader européen de la conception d'accessoires

Bigben Interactive est aujourd'hui le leader européen de la conception et de la distribution d'accessoires pour les téléphones mobiles et pour les jeux vidéo. Le portefeuille d'activités du groupe a considérablement évolué depuis 2003, faisant passer progressivement le groupe d'un positionnement de grossiste du secteur des jeux vidéo à celui d'accessoiriste tiers (mobiles et jeux vidéo), positionnement complété d'un statut d'éditeur de jeux. Aujourd'hui, les activités du groupe sont réparties en 3 univers, le Gaming, le Mobile et l'Audio.

Le Mobile, désormais la première activité du groupe

Le Mobile est la première activité du groupe et représente plus de 50 % du chiffre d'affaires. Bigben Interactive occupe une place importante sur le marché de l'accessoire pour mobiles avec une part de marché estimée supérieure à 35 % en France. Sur ce segment, Bigben Interactive commercialise des accessoires en marque propre mais également au travers de nombreuses licences comme Kenzo, Ora-ïto, Le Tanneur, Le Coq Sportif, DC Shoe, Jean-Paul Gaultier, Christian Lacroix,... Plus récemment, les protections d'écrans Force Glass™ ont été un succès qui doit être suivi par le lancement d'une nouvelle coque de protection : Force Case™, lancée en juillet 2017.

L'Edition AA plus que jamais au cœur de la stratégie

Le groupe souhaite poursuivre son objectif en se positionnant comme l'un des acteurs majeur du mid-publishing avec l'édition de nouveaux jeux. A terme, le groupe a pour ambition d'atteindre 100 M€ de chiffres d'affaires sur ce segment en comptant notamment s'appuyer sur des licences diversifiées, ces dernières permettant un fort levier sur les ventes, en particulier sur les ventes digitales. Le groupe confirme ainsi sa montée en gamme stratégique sur l'Edition, désirant se focaliser davantage sur des jeux à plus forts coûts de développement, dégageant une plus forte rentabilité.

Méthode de valorisation

DCF

Suite à cette publication semestrielle, nous réajustons nos prévisions à la hausse à court et moyen termes qui restent fidèles à la stratégie annoncée par le groupe. Ainsi, nous attendons un chiffre d'affaires 2017/18 de 253,2 M€ pour un résultat opérationnel de 20,6 M€, soit une marge opérationnelle de 8,1 %. A plus long terme, notre objectif de chiffre d'affaires 2018/19 ressort à 297,3 M€ pour une marge opérationnelle de 8,9 % conformément à la trajectoire du plan « BIGBEN 2020 », un niveau que nous jugeons atteignable au regard de l'évolution du mix d'activités du groupe.

L'actualisation des flux de trésorerie d'exploitation disponibles, avec un coût moyen pondéré des ressources de 10,73 %, valorise le titre à 14,35 € par action.

Comparables

Nous retenons les comparables suivants afin de valoriser Bigben :

- Guillemot ;
- Focus Home Interactive ;
- Logitech ;
- HF Company ;
- Dixons Carphone.

L'approche par les multiples boursiers nous conduit à une valorisation de l'action Bigben Interactive de 14,64 €.

Notre objectif de cours, provenant de la moyenne des résultats obtenus par actualisation des flux futurs et comparaison boursière, ressort à 14,50 € par action, soit un potentiel d'upside tangible de +10,3 %.

SWOT

Forces

- Positionnement de leader en France sur le marché des accessoires pour les jeux vidéo et les téléphones mobiles
- Cœur de métier sur les Accessoires, segment le plus dynamique et sur lequel le groupe est leader en Europe
- Développement de l'offre de packages incluant jeux et accessoires associés
- Licences à forts potentiels

Faiblesses

- Présence internationale à consolider (en particulier sur l'activité Mobile)
- Dépendance vis-à-vis des studios de développement sous-traitants pour l'édition de jeux en propre

Opportunités

- Développement en cours du partenariat avec Sony sur les Accessoires Gaming
- Dématérialisation graduelle des ventes de jeux et pipe en Edition significatif
- Nouvelle clientèle adressée (core gamers) avec la marque Nacon (joueurs sur PC)
- Convergence multimédia
- Etre un leader des mid-publishers en Edition Gaming

Menaces

- Dépendance vis-à-vis du cycle de vie des consoles et de l'évolution de la base installée

Synthèse et Opinion

Des voyants au vert sur tous les marchés du groupe

La dynamique du groupe nous semble bien embarquée, portée par des marchés en croissance et fort du succès de ses trois activités.

Du côté du Gaming, sur les Accessoires, l'arrivée de la console SWITCH, associée à l'implantation déjà existante du groupe grâce à sa gamme Nacon et ses manettes Pro Controller, devrait donner à Bigben un ordre de marche intéressant pour les mois à venir. De plus, l'ajustement de la stratégie Edition, vers une montée en gamme du catalogue de jeux, devrait quant à lui favoriser le groupe sur le segment adressé (AA), avec pour corolaire un impact fort attendu sur la rentabilité.

En ce qui concerne l'activité Mobile, les deux marques fortes Force Glass et Force Case, qui procurent à Bigben des parts de marché très importantes (> à 35 % en France), devraient largement contribuer à cet élan de croissance, qui plus est sur le segment en croissance durable des smartphones premium.

Enfin, l'Audio bénéficiera également de la montée en gamme des produits Thomson, ainsi que des récentes innovations à succès telles que Lumin'US, produits d'ores et déjà en rupture de stocks...

Guidances confirmées

Lors de la présentation de ses résultats, le management s'est montré très confiant sur les performances à venir du groupe et a confirmé ses objectifs stratégiques « Bigben 2020 », à savoir un chiffre d'affaires supérieur à 280 M€ et un taux de ROC égal à 9 %. Autre signal positif, le Conseil d'Administration du groupe a décidé la distribution d'un acompte sur dividende de 0,10 € au titre de l'exercice en cours, acompte qui sera détaché le 4 janvier prochain.

Nous demeurons donc extrêmement positifs sur la valeur et les perspectives de Bigben. Après mise à jour de notre modèle, nous réajustons nos estimations à court et moyen termes. La valorisation ressort désormais à 14,50 € par titre (vs. 13,50 €). Cela représente un potentiel d'upside tangible de +10,3 %. Nous repassons à une Opinion Achat sur la valeur.

Sommaire

1	Bigben Interactive : un acteur de la convergence multimédia	4
1.1	Un cœur de métier historique axé autour des accessoires pour jeux vidéo... ..	4
1.2	...complété par une diversification sur le Mobile	4
1.3	Un positionnement sur des marchés d'envergures	5
1.4	L'Edition, en marche vers 2020.....	6
2	Commentaires sur les résultats S1 2017/18	7
2.1	Une croissance tirée par les activités Accessoires Gaming et Mobile	7
2.2	Une dynamique de rentabilité qui s'accélère	7
2.3	Structure bilancielle : de solides fondamentaux.....	8
2.4	Le Gaming et le Mobile comme catalyseur de la croissance, l'Audio en support	9
3	Prévisions	11
3.1	Une guidance dynamique et ambitieuse	11
3.2	Santé financière et flux de trésorerie	11
4	Valorisation	12
4.1	DCF	12
4.1.1	Détermination du taux d'actualisation	12
4.1.2	Calcul de FCF opérationnels	13
4.1.3	Calcul de la valeur par action	13
4.2	Comparables	14
4.2.1	Choix des comparables	14
4.2.2	Valorisation	15
4.2.3	Méthodologie de la décote/prime de taille.....	16
5	Synthèse des comptes	17
5.1	Compte de résultats.....	17
5.2	Bilan.....	17
5.3	Tableau des flux de trésorerie	17
5.4	Ratios financiers	18
6	Avertissements importants.....	19
6.1	Définition des opinions et objectifs de cours de Genesta Equity Research.....	19
6.2	Détection de conflits d'intérêts potentiels	19
6.3	Historique des opinions et objectifs de cours relatifs à la valeur au cours des 12 derniers mois	19
6.4	Répartition des opinions	19
6.5	Avertissement complémentaire	20

1 Bigben Interactive : un acteur de la convergence multimédia

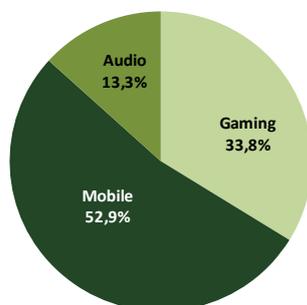
1.1 Un cœur de métier historique axé autour des accessoires pour jeux vidéo...

Bigben Interactive est aujourd'hui le leader européen de la conception et de la distribution d'accessoires pour les téléphones mobiles et pour les jeux vidéo. Le portefeuille d'activités du groupe a considérablement évolué depuis 2003, faisant passer progressivement le groupe d'un positionnement de grossiste du secteur des jeux vidéo à celui d'accessoiriste tiers (mobiles et jeux vidéo), positionnement complété d'un statut d'éditeur de jeux.

Les activités de Bigben Interactive se présentent aujourd'hui selon 3 lignes de métiers :

- **Mobile** : création et distribution d'accessoires pour mobiles (Smartphones et tablettes) au travers de marques propres et de nombreuses licences de marques (Kenzo, DC Shoes, Le Coq Sportif,...). Plus récemment, le groupe a lancé Force Glass et Force Case, protège-écrans haut de gamme qui affichent un très large succès commercial. Bigben est par ailleurs, de manière ponctuelle, présent sur le segment des objets connectés (tracker GPS, produits connectés, drones) ;
- **Gaming** : 1/ création et distribution d'accessoires pour les consoles de jeux vidéo (Nintendo Wii, Wii U, Switch, Sony PlayStation 3 et 4, Microsoft Xbox 360 et One), 2/ édition de logiciels de jeux vidéo en propre AA (WRC 7, Sherlock Holmes, Handball 17, Rugby 18...) et 3/ distribution exclusive et non exclusive de jeux vidéo et de produits (casques, etc) pour le compte de tiers ;
- **Audio** : conception et distribution de produits numériques audio sous les marques Bigben et Thomson.

Répartition du chiffre d'affaires HY 2017/18 de Bigben Interactive par activité



Source : Bigben Interactive

1.2 ...complété par une diversification sur le Mobile

Dans un marché du jeu vidéo en profonde mutation, marqué entre les années 2011 et 2013 par une contraction tangible, Bigben Interactive avait pris le parti d'être un acteur majeur de la convergence multimédia grâce aux nouveaux supports nomades comme les smartphones et les tablettes.

En effet, l'essor des smartphones et des tablettes, supports de mieux en mieux adaptés aux jeux vidéo et fortement consommateurs d'accessoires, offre de nouveaux débouchés aux savoir-faire de Bigben Interactive. Afin de prendre rapidement des parts de marchés significatives sur ce marché en plein développement, Bigben Interactive avait fait l'acquisition de Modelabs en 2011, leader français de la conception, de la commercialisation et de la distribution d'accessoires télécoms.

Avec une part de marché sur le segment de l'accessoire pour mobiles supérieure à 35 % en France (estimations), le groupe est aujourd'hui leader de son marché. Bigben Interactive entend proposer une offre complète d'accessoires, commercialisés aussi bien en marque propre (Force Glass™ & Force Case™) que sous licence (Kenzo, Ora-ïto, Le Tanneur, DC Shoes, Le Coq Sportif, Christian Lacroix, Jean-Paul Gaultier...).

Afin d'apporter davantage de diversification, le groupe débute la conception et la commercialisation d'objets connectés, à l'image de la montre tracker GPS Bigben ou de la distribution ponctuelle de drones, notamment récemment pour le compte du client Orange.

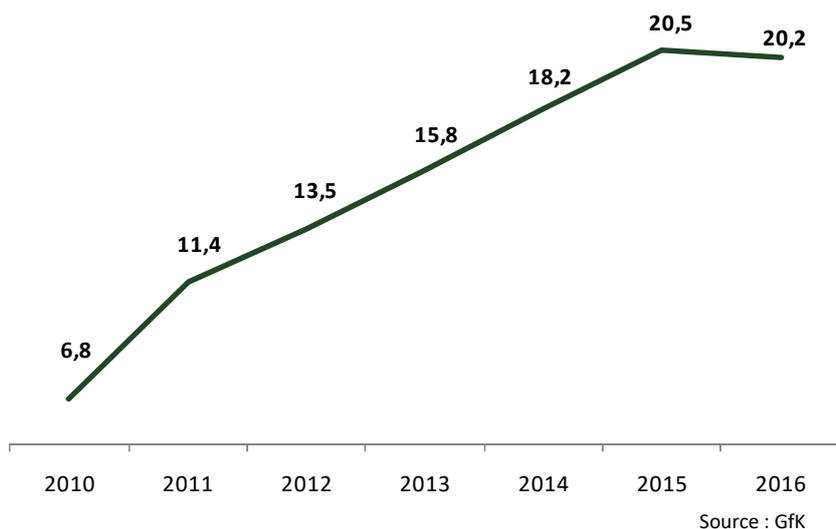
Il est important de noter que le Mobile est aujourd'hui la principale activité de Bigben Interactive en termes de revenus, en représentant près de 53 % du mix d'activités au cours du 1^{er} semestre 2017/18. Ce positionnement permet aujourd'hui au groupe de s'affranchir, en partie, de la cyclicité marquée du marché du jeu vidéo.

1.3 Un positionnement sur des marchés d'envergures

LE MOBILE : UN MARCHÉ PORTE PAR LA VENTE DE SMARTPHONES

Le marché des accessoires en téléphonie mobile, et plus spécifiquement celui des accessoires complémentaires (housses de protection, oreillettes,...), recèle toujours un certain potentiel de croissance malgré un léger recul en 2016. Selon GfK, 20,2 millions de terminaux ont été écoulés en 2016 contre 20,5 millions en 2015 (soit un repli de 6 %). Toujours selon la même source, cette diminution du nombre de smartphones écoulés n'était pas arrivée depuis 2007 et est à mettre au crédit de 1/ l'Euro de football qui a orienté les consommateurs vers des écrans plats HD (en forte progression de +30 %), 2/ un niveau de saturation presque atteint ou les primo-accédants se font de plus en plus rares et laisse place à un marché de renouvellement et 3/ la vente de smartphones d'occasion qui est en pleine expansion avec près de 1,9 M d'exemplaires vendus en 2016.

Evolution des ventes de Smartphones (neufs) en France depuis 2010



LE GAMING : UN MARCHÉ QUI REPREND DE LA HAUTEUR

Après un passage à vide entre 2009 et 2013, le marché du jeu vidéo a repris une belle vigueur grâce aux consoles de 8^{ème} génération de Microsoft et Sony. Ainsi, après 23 mois d'exploitation, le nombre de consoles vendues de 8^{ème} génération est supérieur de +40 % par rapport aux ventes des consoles de 7^{ème} génération sur ce même laps de temps.

Dans cette période intercalaire (entre la 7^{ème} et la 8^{ème} générations de consoles), Bigben a su diversifier sa gamme de clients avec des produits dédiés aux box des opérateurs SFR, Bouygues et Orange, mais plus encore avec le lancement, en 2014, de sa marque dédiée aux core gamers, la marque Nacon, proposant notamment des produits spécifiques aux joueurs sur PC (nouvelle clientèle adressée par le groupe).

Autre point positif majeur récent, alors que l'environnement fermé des nouvelles consoles restait un frein pour les accessoiristes tiers, un partenariat avec Sony portant sur une manette sous licence PlayStation 3, puis PlayStation 4, a permis à Bigben de reprendre l'avantage (manette Revolution Pro Controller qui a largement contribué à la forte croissance sur l'année 2016/17). Plus récemment, le groupe a su bénéficier de la sortie de produits accessoires pour la Nintendo Switch, confirmant ainsi son statut de référent sur les accessoires pour consoles.

En plus des Accessoires, l'Édition dispose d'un fort potentiel de succès avec un line-up diversifié (franchises récurrentes de type WRC, Rugby,...). Bigben Interactive entend fortement accroître sa présence sur le marché des jeux AA et ce, afin de prendre une place significative au sein des mid-publishers. Sur ce segment assez peu adressé, Bigben souhaite s'orienter sur des jeux de plus en plus qualitatifs, donc à plus forts coûts, mais qui devraient constituer un back catalogue solide, et consolider ainsi ses ventes digitales dans le futur. Cette stratégie de montée en gamme dans l'Édition de jeux vidéo coïncide avec l'objectif d'atteindre un chiffre d'affaires proche de 100 M€ sur cette activité Édition à moyen terme.

L'AUDIO : UN MARCHÉ TIRE PAR LA MOBILITE

Malgré le recul du marché de l'EGP, le marché de l'Audio dans son ensemble (source GfK) résiste bien grâce à quelques produits vedettes comme les enceintes Bluetooth, les barres de son et la hi-fi nouvelle génération. Ces segments sont aujourd'hui ceux visés par Bigben Interactive, tout particulièrement au travers des nouveaux produits Thomson qui ont été commercialisés depuis 2015/16 (notamment des barres de son et des ensembles d'enceintes multi room, cela dans le but d'atteindre un chiffre d'affaires de 35 M€ sur la partie Audio pour l'exercice 2017/18).

1.4 L'Édition, en marche vers 2020

Au vu du succès rencontré par les jeux édités, notamment ceux tirés de la licence WRC, Bigben Interactive compte aujourd'hui fortement renforcer sa présence sur le marché dynamique des mid-publishers. Le groupe a également récemment indiqué revoir sa stratégie Édition afin de se focaliser davantage sur des titres à plus forts coûts de développement mais dégagant également une plus forte rentabilité. Bigben Interactive compte ainsi améliorer la qualité et le contenu des jeux proposés en renforçant ses investissements et par conséquent en limitant le nombre de sortie de nouveaux jeux par exercice. Cet ajustement de la stratégie Édition fait suite aux récentes évolutions de marché, qui témoignent de l'attrait grandissant de la demande pour des jeux de niche plus élaborés, à plus forts coûts de développement mais également plus rentables à long terme pour l'éditeur. Ainsi, sur 2017/18, le groupe compte lancer 8 nouveaux jeux, dont 5 au second semestre, avec notamment TT Isle of Man et Inquisitor.

A horizon 2020, Bigben Interactive anticipe une montée en puissance de ses lancements en visant la sortie de jeux AA pour un chiffre d'affaires Édition proche des 100 M€, sur la base d'un nombre de titres compris entre 10 et 12.

Ainsi, la montée en gamme de l'activité Édition devrait être un fort levier sur la rentabilité et ce, d'autant plus si l'on considère la digitalisation croissante de la distribution de jeux qui permet aux éditeurs d'intégrer davantage de marges et d'allonger le cycle de vente de leurs jeux.

Cette accélération de l'investissement dans le domaine des jeux vidéo PC et Consoles est en ligne avec la très forte dynamique du marché, tiré depuis fin 2013 par les consoles Xbox One et PS4. A noter également, le succès grandissant de la console Nintendo Switch, dont plus de 7,5 millions d'unités se sont déjà vendues quelques mois après son lancement en mars 2017.

Evolution du marché des jeux vidéo



Source : L'essentiel du jeu vidéo, S.E.L.L

2 Commentaires sur les résultats S1 2017/18

2.1 Une croissance tirée par les activités Accessoires Gaming et Mobile

Au titre du S1 2017/18, Bigben Interactive a publié un chiffre d'affaires de 110,0 M€, en forte progression de +29,6 %, largement au-dessus de nos attentes. Cette excellente performance a été tirée comme attendu par l'activité Gaming, mais également par les divisions Mobile et Audio, avec dans le détail :

- le Gaming, qui affiche une progression de +72,2 % yoy sur la période à 37,2 M€, a été principalement porté par les Accessoires (dont le CA été multiplié par près de 2,5) avec 1/ les bonnes ventes des versions 1 et 2 de la manette Revolution Pro Controller, et 2/ la bonne dynamique des accessoires pour la console Nintendo Switch. Par ailleurs, le segment Edition enregistre de belles performances grâce au succès des titres WRC7 et Hunting Simulator (+14,5 % yoy).
- le Mobile représente désormais près de 53 % des ventes avec un chiffre d'affaires de 58,2 M€, en hausse de +15,2 % yoy. Avec une part de marché de plus de 35 % en France, Force Glass™ a su s'imposer comme une référence en termes de protection d'écrans pour smartphones permettant ainsi de dynamiser cette ligne de métier. A noter également les sorties récentes des nouveaux iphones (8 et X), qui devraient encore consolider la vente de cette gamme de produits.
- l'Audio affiche un chiffre d'affaires de 14,6 M€, en hausse de +14,3 % yoy. Malgré des conditions de marché atones, le groupe profite des bons résultats des produits sous licence Thomson®, licence dont le contrat court jusqu'en 2020.

Ventilation par activité du chiffre d'affaires de Bigben Interactive

en M€	S1 2017/18	S1 2016/17	Variation
Gaming	37,2	21,6	+72,2%
Mobile	58,2	50,5	+15,2%
Audio	14,6	12,8	+14,3%
Total	110,0	84,9	+29,6%

Source : Bigben Interactive

2.2 Une dynamique de rentabilité qui s'accélère

Au titre du S1 2017/18, et en dépit d'un niveau de marge brute impacté par des provisions sur d'anciens stocks, Bigben Interactive est parvenu à tripler sa rentabilité opérationnelle courante qui s'élève désormais à 6,0 M€ (vs. 1,8 M€ au S1 2016/17), soit une MOC de 5,5 % (vs. 2,1 % au S1 2016/17). Cette excellente performance s'explique par la hausse importante du chiffre d'affaires mais également par l'excellente maîtrise des frais de structure sur la période qui n'ont représenté que 19,8 % du chiffre d'affaires S1 2017/18 vs. 24 % au cours du S1 2016/17.

Le résultat financier s'inscrit à -1,4 M€, notamment impacté par des pertes de changes de 0,9 M€ (vs. un gain de change de 1,2 M€ sur la même période l'année dernière).

Ainsi, après prise en compte de ces divers éléments, Bigben Interactive enregistre un résultat net de 4,2 M€ sur la période (vs. 2,1 M€ au S1 2016/17), soit une hausse spectaculaire de +102,4 %.

Pour atteindre une rentabilité opérationnelle supérieure à 9 % à horizon 2020, Bigben tend à se concentrer vers des produits à forte valeur ajoutée. C'est notamment le cas de Force Case™, dont le lancement s'est effectué en juillet 2017 et dont le succès notable est déjà un moteur de croissance.

De plus, le groupe entend affiner sa stratégie Edition, se concentrant davantage sur des titres plus qualitatifs à forts coûts de développement (de l'ordre de 3 M€ / titre vs. 1,5 M€ / titre actuellement), mais plus rentables sur le long terme.

Pour illustrer le bien fondé de cette stratégie, signalons qu'au S1 2017/18, le back catalogue représentait 65 % du chiffre d'affaires Edition vendu en digital, preuve de l'importance de la qualité des jeux sur le long terme (croissance des ventes digitales de +108 % yoy sur la période, portée par la qualité du back catalogue, avec pour effet de doper d'autant plus la rentabilité).

Compte de résultats simplifié

en M€	S1 2017/18	S1 2016/17
Chiffre d'affaires	110,0	84,9
<i>en % de var</i>	+29,6%	-
EBITDA	12,1	6,2
<i>en % de var</i>	+94,4%	-
<i>en % du CA</i>	11,0%	7,3%
Résultat opérationnel courant	6,0	1,8
<i>en % de var</i>	+238,7%	-
<i>en % du CA</i>	5,5%	2,1%
Résultat opérationnel	5,6	1,7
<i>en % de var</i>	+224,0%	-
<i>en % du CA</i>	5,1%	2,0%
Résultat financier	(1,4)	0,8
<i>Dont gain (perte) de change</i>	(0,9)	1,3
Résultat avant impôt	4,3	2,6
<i>en % du CA</i>	3,9%	3,0%
Impôts	(0,1)	(0,3)
Mise en équivalence	-	(0,2)
Résultat net du groupe	4,2	2,1
<i>en % de var</i>	+102,4%	-
<i>en % du CA</i>	3,8%	2,4%

Source : Bigben Interactive

2.3 Structure bilancielle : de solides fondamentaux

Au 30 septembre 2017, les capitaux propres du groupe ressortent en amélioration à 130,3 M€ (vs. 118,6 M€ au 30 septembre 2016). Compte tenu de l'amélioration de la rentabilité et de la maîtrise du BFR, qui ressort en baisse en pourcentage du chiffre d'affaires, le cash-flow d'activité dégagé par le groupe au cours du semestre est en nette augmentation.

Au total, l'endettement net du groupe demeure contenu et s'établit à 16,1 M€, soit un gearing de 12,4 % (vs. 21,2 % au 30 septembre 2016).

2.4 Le Gaming et le Mobile comme catalyseur de la croissance, l'Audio en support

Gaming

En progression de 72,2 % au premier semestre, le Gaming s'affiche comme le principal moteur d'activité du groupe. En ce qui concerne les accessoires Gaming, le groupe bénéficie du succès de sa marque Nacon (marque dédiée aux core gamers consoles et PC). Un premier partenariat avec Sony sous licence PlayStation 3 avait été signé permettant ainsi de démontrer un savoir-faire de qualité de Bigben, pour finalement obtenir dans un deuxième temps une licence applicable à la PlayStation 4. Au cours du mois de septembre dernier, la société a par ailleurs sorti la manette Revolution Pro Controller 2, compatible avec les PC et qui dispose d'un potentiel de vente important sur les prochaines années, avec déjà plus de 67 M de PS4 livrées dans le monde. Bigben lance en outre courant novembre la nouvelle manette Nacon Compact Controller pour PlayStation 4, plus spécialement étudiée pour les enfants, qui dispose d'un carnet de commandes d'ores et déjà bien rempli et permettra de renforcer davantage son partenariat avec Sony. Enfin, le groupe bénéficie du lancement très réussi de la console Nintendo Switch, qui s'est écoulée à plus de 7 M d'exemplaires dans le monde depuis son lancement en mars 2017, permettant une contribution au chiffre d'affaires des Accessoires Gaming de l'ordre de 1,5 M€ par mois.

Dans le même temps, Bigben Interactive a pris le parti d'affiner sa stratégie d'Édition de jeux vidéo pour se focaliser vers des titres plus qualitatifs. Bigben interactive compte ainsi améliorer le contenu des jeux proposés en renforçant ses investissements et par conséquent en limitant le nombre de sorties de nouveaux jeux par exercice.

L'Édition de jeux vidéo représente aujourd'hui un fort relai de croissance pour le groupe compte tenu 1/ d'un marché du logiciel en phase de redécollage grâce aux succès des consoles de nouvelle génération et 2/ de la mutation de la distribution des jeux physiques vers le digital (via les plateformes PC, consoles et box) permettant d'allonger le cycle de vente du jeu (génération de davantage de revenus) et d'apporter une rentabilité supérieure.

A horizon 2020, Bigben Interactive ambitionne de réaliser un chiffre d'affaires proche de 100 M€ sur son pôle Édition Gaming et ce, grâce à la sortie annuelle de 8 à 10 jeux en misant principalement sur ses licences fortes de type WRC.

LINE-UP 2017/18

Lors de la présentation de ses résultats semestriels 2017/18, le groupe a dévoilé son line-up, avec notamment un décalage sur le prochain exercice de la sortie simultanée sur les 3 plateformes PS4®, Xbox One®, SWITCH™ de Tennis World Tour, et ce notamment en vue de bénéficier d'un effet médiatique favorable de Roland Garros 2018. Ainsi, après les sorties de WRC7 ou encore Rugby 18, Bigben Interactive prévoit la sortie de 6 jeux d'ores et déjà annoncés, dont 5 avant la fin de l'exercice en cours :

	Date de sortie	Genre	Plateformes	Studio
	T3 2017/18	Aventure	Consoles	APPEAL
				
	T3 2017/18	Simulation	Switch	ZORDIX
	T4 2017/18	Simulation	Consoles	KYLOTONN
	T4 2017/18	Aventure	Consoles	NEOCORE
	T1 2018/19	Simulation	Consoles	BREAKPOINT

Mobile

Parallèlement à la stratégie de développement sur le Gaming, le groupe compte poursuivre l'élargissement de sa gamme Mobile grâce aux objets connectés mais également à la protection de smartphones. Fort du succès de Force Glass™, qui est la première marque de protège les écrans premium avec garantie à vie et qui a réussi à conquérir plus de 35 % du marché en valeur sur ce segment, la marque Force Case™ propose aux détenteurs de smartphones une protection qui combine plusieurs technologies antichocs (notamment un gel amortissant). A noter également, les sorties récentes des nouveaux iPhones (8 et X) devraient consolider la vente de ces produits à court terme.

A plus long terme, Bigben souhaite lancer de nouvelles marques pour compléter la gamme tout en continuant d'afficher une croissance pérenne.

Audio

L'Audio, en hausse de +14,3 % au premier semestre 2017/18, s'appuie sur le succès grandissant des produits sous licence Thomson, produits qui devraient d'ailleurs continuer sur cette bonne tendance, avec un contrat de licence qui a été prolongé jusqu'en 2020. Les perspectives d'évolution de ce segment sont encourageantes puisque différents projets sont actuellement prévus, basés sur le design et l'innovation (enceintes sans fil, radios-réveils ou encore tourne-disques).

A ce propos, le déploiement, en novembre 2017, de la nouvelle marque du groupe Lumin'US™, enceintes Bluetooth lumineuses, a d'ores et déjà bénéficié d'un excellent accueil commercial, et la société indique être en rupture de stocks après écoulement de 80 000 pièces.

Le groupe, qui visait un chiffre d'affaires d'environ 35 M€ sur l'exercice 2017/18, affiche déjà des revenus de 14,6 M€ pour le premier semestre de l'exercice.

3 Prévisions

3.1 Une guidance dynamique et ambitieuse

Lors de la présentation de ses résultats semestriels 2017/18, Bigben Interactive a confirmé son plan Horizon 2020 visant principalement à faire de Bigben Interactive un leader des mid-publishers de jeux vidéo.

La stratégie du groupe repose dans son ensemble sur 1/ le Gaming, avec un ajustement de la stratégie Edition vers des titres plus qualitatifs et plus rentables à long terme 2/ le Mobile avec la poursuite du succès de Force Glass™ et Force Case™, ajoutée à la création de nouveaux accessoires haut de gamme, et enfin 3/ le lancement de nouvelles innovations dans l'Audio, notamment sous la marque Lumin'Us™, associé à la poursuite du renforcement de la gamme Thomson.

Sur le plan financier, Bigben a réitéré ses guidances 2017/18 et à plus long terme 2019/20. Ainsi, pour l'exercice en cours, le groupe anticipe de réaliser un chiffre d'affaires compris entre 235 M€ et 245 M€ pour une MOC supérieure à 7%. Le management anticipe la poursuite d'une progression de ses marges avec une MOC supérieure à 9% à horizon 2020 ainsi qu'un chiffre d'affaires supérieur à 280 M€.

Nous estimons que ces guidances sont totalement atteignables et pourraient être dépassées en fonction du succès rencontré par les nouveaux jeux de son line-up en Edition, en particulier du jeu Tennis World Tour. A noter cependant qu'un échec sur un des jeux pourrait avoir des répercussions sur la rentabilité du groupe et constitue aujourd'hui le principal risque de l'Edition. Risque cependant nuancé par la forte diversification des licences exploitées par le groupe sur cette activité.

Nous anticipons ainsi de notre côté un chiffre d'affaires de 253,2 M€ pour l'exercice 2017/18 et de 297,3 M€ en 2018/19, soit des croissances respectives de +21,7% et de +17,4%.

En termes de rentabilité, nous visons une progression de la marge brute (effet mix activités) à compter du S2 2017/18, combinée à la poursuite de la gestion rigoureuse des frais de structure.

Notre estimation de résultat opérationnel courant 2017/18 ressort en conséquence à 20,6 M€, soit une marge opérationnelle courante de 8,1%, conformément à la trajectoire du plan annoncé par le groupe.

3.2 Santé financière et flux de trésorerie

En termes de santé financière, grâce à la croissance attendue du cash-flow, nous estimons que Bigben Interactive devrait poursuivre son désendettement, continuant à afficher progressivement une variation de trésorerie brute en augmentation. Nous estimons également qu'il existe encore une marge de manœuvre quant à l'optimisation du BFR.

4 Valorisation

4.1 DCF

4.1.1 Détermination du taux d'actualisation

Le taux d'actualisation correspond au coût moyen entre le coût des fonds propres et le coût de la dette financière, et ce de manière pondérée en fonction de l'importance de ces deux ressources dans le financement global de la société. Le coût des fonds propres a été déterminé sur la base du modèle du CAPM auquel est intégrée une prime de risque Small Cap, selon la formule suivante :

$$\text{Coût des Fonds Propres} = R_f + \beta * (R_m - R_f) + \text{Prime Small Caps}$$

avec R_f : taux sans risque
 $(R_m - R_f)$: prime de marché action

En effet, compte tenu de la taille de la société, nous affectons une prime de risque Small Caps au coût des fonds propres. La prime Small Caps est déterminée selon 6 critères, dont l'évaluation est factuelle et objective. L'échelle de notation pour chaque critère comporte 5 paliers allant de - à ++. Chaque franchissement de palier ajoute 20 points de base au coût des fonds propres.

Les critères sont appréciés de la façon suivante :

Critère	Echelle de notation				
	++	+	=	-	--
Gouvernance d'entreprise ¹	4	3	2	1	0
Liquidité ²	[66 % ; 100 %]	[33 % ; 66 %]	[15 % ; 33 %]	[5 % ; 15 %]	[0 % ; 5 %]
Taille du CA (M €)	[150 ; +∞[	[100 ; 150[	[50 ; 100[	[25 ; 50[	[0 ; 25[
Rentabilité opérationnelle	[25 % ; 100 %]	[15 % ; 25 %]	[8 % ; 15 %]	[3 % ; 8 %]	[0 % ; 3 %]
Gearing	]-∞ % ; -15 %]	]-15 % ; 15 %]	]15 % ; 50 %]	]50 % ; 80 %]	]80 % ; +∞[
Risque Client ³	[0 % ; 10 %]	]10 % ; 20 %]	]20 % ; 30 %]	]30 % ; 40 %]	]40 % ; 100 %]

Dans le cas de Bigben Interactive, nous obtenons la matrice suivante :

	++	+	=	-	--	Prime Small Caps
Gouvernance d'entreprise						0,80%
Liquidité						0,40%
Taille du CA						0,20%
Rentabilité opérationnelle						0,80%
Gearing						0,40%
Risque Client						0,80%
TOTAL						3,40%

Source : société, estimations Genesta

Par conséquent, sur la base d'un taux sans risque de 0,70 % (moyenne à 3 mois de l'OAT TEC 10 – source Agence France Trésor), d'une prime de marché de 6,52 % (Natixis, Market Risk Premia), d'un beta⁴ de la société de 1,10, d'une prime de risque Small Caps de 3,40 % et d'un levier financier de 5,48 %, le taux d'actualisation s'élève à 10,76 %.

Taux sans risque	Prime de marché	Beta	Prime Small Caps	Coût du capital	Coût de la dette	Lever financier	Taux d'impôts	WACC
0,70%	6,52%	1,10	3,40%	11,27%	2,20%	5,48%	30,00%	10,76%

Source : AFT, Market Risk Premia, Damodaran, Datastream, estimations Genesta

¹ La qualité de la gouvernance d'entreprise est évaluée selon les quatre critères suivants : séparation des fonctions de Présidence et de Direction Générale ou fonctionnement sur la base d'un Conseil de Surveillance et d'un Directoire ; présence de membres indépendants au sein du Conseil d'Administration ou du Conseil de Surveillance ; présence de censeurs ou d'organes de contrôle ; existence de comités spécialisés.

² Taux de rotation du capital au cours d'une année.

³ Part du chiffre d'affaires représentée par les 5 clients les plus importants.

⁴ Le beta retenu correspond à la moyenne des betas Damodaran et Datastream (beta désendetté puis réimpacté du cash dont dispose la société, soit un beta de 1,09). Eu égard aux disparités des informations transmises par nos bases, informations qui ne nous semblent pas cohérentes avec le profil et les activités de la société, nous avons retenu la méthode de calcul présentée ci-avant.

4.1.2 Calcul de FCF opérationnels

Avec un taux d'actualisation de 10,76 %, nous obtenons le tableau de flux de trésorerie disponibles suivant (en M€) :

	2016/17	2017/18E	2018/19E	2019/20E	2020/21E	2021/22E	2022/23E	2023/24E	2024/25E	2025/26E	2026/27E
Chiffre d'affaires	208,10	253,19	297,26	324,32	343,78	360,97	375,41	390,43	406,04	418,23	426,59
Excédent brut d'exploitation	20,65	33,22	39,30	44,82	51,57	54,15	56,31	62,47	64,97	66,92	68,25
Impôt		5,14	7,42	8,74	10,32	10,71	10,96	12,30	12,60	12,72	12,63
Investissements		16,46	19,32	21,08	21,40	21,72	22,04	22,37	22,60	22,82	23,05
Variation de BFR		1,89	1,66	2,44	0,45	1,46	2,67	2,78	2,08	0,97	-0,20
FCF opérationnels		9,73	10,89	12,56	19,40	20,25	20,63	25,01	27,69	30,40	32,77
FCF opérationnels actualisés		9,42	9,52	9,91	13,82	13,04	11,99	13,13	13,13	13,02	12,67

Source : estimations Genesta

Sur la période post prévisionnelle, nous appliquons un taux de croissance à l'infini, en deux temps, et obtenons les prévisions suivantes (en M€) :

	Croissance des FCF	Valeur	%
Période 1-10 ans		119,6	43,0%
Période 11-20 ans	3,0%	82,9	29,8%
Taux de croissance à l'infini	2,0%	75,5	27,1%
Total		278,0	100,0%
dont valeur terminale		158,3	

Source : estimations Genesta

Ainsi, la valorisation d'entreprise de Bigben Interactive ressort à 158,3 M€.

4.1.3 Calcul de la valeur par action

La valeur des fonds propres par action est obtenue comme suit (en M€, sauf en ce qui concerne la valeur par action) :

FCF actualisés (2009-2018)	119,65
+ Valeur terminale actualisée	158,34
+ Titres financiers	0,06
+ Titres mis en équivalences	0,50
- Provisions	0,70
- Endettement financier net	14,26
- Minoritaires	0,00
+ Reports déficitaires actualisés	0,00
= Valeur des Capitaux Propres pg	263,59
Nombre d'actions	18,36
Valeur par action	14,35

Source : estimations Genesta

In fine, la méthode d'actualisation des flux de trésorerie disponibles (« Discounted Cash Flow ») fait ressortir une valeur par action de 14,35 € – soit un potentiel d'upside selon cette approche de +9,2 % par rapport au dernier cours de 13,14 € à la clôture du 20 novembre 2017.

A titre informatif, le tableau de sensibilité de la valorisation en fonction du taux d'actualisation retenu et de la croissance à l'infini est le suivant (en €) :

		Taux de croissance à l'infini				
		1,0%	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%
CMPC	9,73%	15,99	16,30	16,66	17,07	17,54
	10,23%	14,88	15,14	15,44	15,77	16,15
	10,73%	13,90	14,11	14,35	14,63	14,93
	11,23%	13,01	13,20	13,40	13,62	13,87
	11,73%	12,22	12,37	12,54	12,73	12,93

Source : estimations Genesta

4.2 Comparables

Compte tenu de l'évolution du mix d'activités, nous avons décidé de retirer l'approche par comparables boursiers à notre modèle de valorisation. La société ne possède pas de comparable direct et les sociétés affichant des activités proches ne possèdent pas un profil de rentabilité similaire.

4.2.1 Choix des comparables

Compte tenu de l'évolution du mix d'activités du groupe, nous avons choisi de réintégrer, dans le calcul de notre objectif de cours, la méthode par comparables boursiers. Bigben Interactive ne dispose pas de comparables réellement directs en France, en Europe ou même aux Etats-Unis, mais les sociétés suivantes ont été choisies compte tenu d'activités similaires à celles de Bigben :

Guillemot : cette société française est spécialisée dans la conception et la commercialisation 1/ de matériels audio et vidéo pour PC (enceintes, netbooks, webcams, etc), et 2/ d'accessoires de jeux vidéo pour console et PC (manettes, pistolets, volants, etc.). Le groupe sous-traite, comme Bigben Interactive, l'intégralité de la fabrication de ses produits qu'il commercialise.

Focus Home Interactive : Focus Home Interactive est une société française opérant dans l'édition de jeux vidéo en tant que mid publisher spécialisé dans les jeux AA. Focus Home développe l'ensemble de ses jeux en partenariat avec des studios indépendants majoritairement français.

Logitech : société spécialisée dans la production de périphériques informatiques : claviers, souris, trackballs, webcams, haut-parleurs, mais également d'accessoires de gaming pour PC et certaines consoles : PS2, PS3,

HF Company : le groupe est spécialisé dans la conception et la commercialisation de matériels de réception et de transmission de signaux haute fréquence, destinés aux marchés de l'audiovisuel, du multimédia et de la domotique. Malgré un mix produits sensiblement différent des gammes développées par Bigben Interactive, cette société s'avère assez comparable au niveau de sa gestion opérationnelle.

Dixons Carphone : société anglaise spécialisée dans la distribution de matériel électrique et de télécommunication. La société est présente dans 9 pays et propose notamment une gamme complète de produits mobiles.

Le tableau ci-dessous récapitule les principaux agrégats, en M€, des sociétés composant notre échantillon :

	CA 16	CA 17	CA 18	EBE 16	EBE 17	EBE 18	REX 16	REX 17	REX 18	RN 16	RN 17	RN 18
Guillemot Corp. SA	64,2	77,3	78,9	4,7	9,3	9,5	0,7	5,2	5,3	3,1	4,1	4,1
Focus Home Interactive SAS	75,6	71,4	104,1	11,3	7,3	13,7	9,2	7,2	13,3	5,9	4,7	8,8
Logitech International S.A.	2 083,0	2 090,7	2 274,6	246,0	242,0	275,0	198,8	226,9	254,3	193,0	180,0	209,4
HF Company SA	67,6	43,9	48,7	4,2	0,1	2,5	2,7	-1,5	0,9	-6,8	-1,2	0,9
Dixons Carphone plc	12 578,3	12 022,6	11 980,0	789,0	631,6	647,0	564,4	451,0	455,4	350,6	330,0	334,4

Source : Infanciales

	Capitalisation	Dettes nettes	Minoritaires	VE
Guillemot Corp. SA	76,4	-6,9	0,0	69,6
Focus Home Interactive SAS	142,1	-10,2	0,0	131,9
Logitech International S.A.	4 950,1	-513,4	0,0	4 436,7
HF Company SA	30,4	-18,7	0,0	11,7
Dixons Carphone plc	2 038,0	322,0	0,0	2 360,0

Source : Infanciales

4.2.2 Valorisation

Le tableau ci-dessous détaille les principaux multiples boursiers des sociétés comparables composant notre échantillon :

	CA 17/18	CA 18/19	EBE 17/18	EBE 18/19	REX 17/18	REX 18/19	RN 17/18	RN 18/19
Guillemot Corp. SA	0,90	0,88	7,48	7,32	13,38	13,12	18,64	18,64
Focus Home Interactive SAS	1,85	1,27	18,02	9,63	18,32	9,95	30,56	16,18
Logitech International S.A.	2,12	1,95	18,34	16,13	19,55	17,45	27,50	23,64
HF Company SA	0,27	0,24	NS	4,61	NS	13,41	NS	32,18
Dixons Carphone plc	0,20	0,20	3,74	3,65	5,23	5,18	6,18	6,09
Moyenne	1,07	0,91	11,89	8,27	14,12	11,82	20,72	19,35
Médiane	0,90	0,88	12,75	7,32	15,85	13,12	23,07	18,64

Le tableau ci-après montre les valorisations induites (en M€) pour Bigben Interactive en fonction des multiples appliqués sur la base des valorisations actuelles affichées par les sociétés de l'échantillon.

	CA 17/18	CA 18/19	EBE 17/18	EBE 18/19	REX 17/18	REX 18/19	RN 17/18	RN 18/19
Bigben Interactive	253,19	297,26	33,22	39,30	20,56	26,52	15,42	19,09
Valorisation induite	255,72	255,39	380,85	310,62	276,03	299,25	319,48	369,33
	213,57	247,79	409,34	273,46	311,53	333,72	355,72	355,78
Valorisation moyenne / action	13,24		18,71		16,62		19,06	

Compte tenu de la différence entre la capitalisation boursière moyenne des sociétés composant l'échantillon de comparables retenu et celle de Bigben Interactive, nous appliquons une prime de taille, sur la base du modèle de Eric-Eugène Grena, présenté dans la note méthodologique ci-après, afin d'obtenir une valorisation plus pertinente du titre.

Appliquée à Bigben Interactive, cette méthode nous amène à mettre en œuvre une décote de taille de -13,4 % aux résultats évoqués précédemment.

Capitalisation moyenne des comparables	EUR 1 447,4 M
Capitalisation non corrigée de la société	EUR 310,5 M
Rapport des capitalisations	21,5%
Prime / Décote à appliquer	-13,4%

Après prime, nous obtenons les valorisations suivantes :

Valorisation moyenne / action	11,46	16,20	14,39	16,51
Moyenne	14,64			

Ainsi, l'approche par la méthode des multiples boursiers de sociétés comparables nous amène à une fourchette de valorisation de 11,46 € – 16,51 €, et en moyenne à un prix par action de 14,64 €, soit un potentiel d'upside selon cette approche de +11,4 % par rapport au cours de Bigben Interactive de 13,14 € à la clôture du 20 novembre 2017.

4.2.3 Méthodologie de la décote/prime de taille

Compte tenu de la différence éventuelle entre la capitalisation boursière moyenne des sociétés composant l'échantillon de comparables retenus et celle de la société à évaluer, Genesta applique une décote ou une prime, inspirée du modèle de Eric-Eugène Grena, afin d'obtenir une valorisation plus pertinente de la société.

Les travaux menés par Eric-Eugène Grena – membre de la SFAF, ancien responsable du bureau d'analyse financière de BNP Paribas et directeur associé de Clinvest – ont montré le risque qu'il existe à appliquer la méthode d'évaluation par les comparables boursiers sans tenir compte de l'existence d'écarts parfois non négligeables entre la taille de la société évaluée et celle des sociétés retenues comme référentiel boursier.

Il semble donc important de procéder à une correction en calculant, le cas échéant une décote ou une prime à appliquer à la société évaluée. L'étude réalisée sur un échantillon probant a révélé une décroissance des P/E avec la taille des sociétés de l'échantillon et que la correction à pratiquer doit être du même ordre de grandeur.

La démarche que Genesta adopte consiste à :

- 1) Calculer le rapport entre la capitalisation boursière de la société à évaluer et la capitalisation boursière moyenne du groupe de comparables ;
- 2) Appliquer, selon le ratio obtenu, la décote ou la prime selon l'abaque défini par les travaux d'Eric-Eugène Grena en prenant soin de pratiquer une extrapolation linéaire entre chaque palier ;
- 3) Impacter cette décote ou cette prime sur la valorisation de la société concernée et ainsi affiner la pertinence de la valorisation par les comparables.

Rapport des capitalisations	Ajustement à appliquer	
<2%	-40%	} Décote
2%	-34%	
5%	-26%	
10%	-20%	
20%	-14%	
30%	-10%	
40%	-7%	
50%	-5%	
60%	-4%	
80%	-2%	
100%	0%	} Prime
120%	2%	
140%	4%	
150%	5%	
160%	7%	
170%	10%	
180%	14%	
190%	20%	
195%	26%	
198%	34%	
>198%	40%	

5 Synthèse des comptes

5.1 Compte de résultats

	2013/14	2014/15	2015/16	2016/17	2017/18E	2018/19E	2019/20E
Chiffre d'affaires	178,29	184,85	202,20	208,10	253,19	297,26	324,32
%évolution	9,0%	3,7%	9,4%	2,9%	21,7%	17,4%	9,1%
Achats consommés	125,29	133,40	141,50	142,87	171,92	201,54	219,57
%du CA	70,3%	72,2%	70,0%	68,7%	67,9%	67,8%	67,7%
Charges de personnel	16,83	17,91	19,64	20,19	21,52	25,27	26,92
%du CA	9,4%	9,7%	9,7%	9,7%	8,5%	8,5%	8,3%
Charges externes	23,35	22,83	22,66	23,27	24,56	28,83	30,49
%du CA	13,1%	12,4%	11,2%	11,2%	9,7%	9,7%	9,4%
Excédent brut d'exploitation	11,55	8,51	16,44	20,65	33,22	39,30	44,82
%évolution	-28,4%	-26,3%	93,2%	25,6%	60,9%	18,3%	14,1%
%du CA	6,5%	4,6%	8,1%	9,9%	13,1%	13,2%	13,8%
Résultat Opérationnel Courant	5,18	1,62	7,28	11,06	20,56	26,52	31,20
%évolution	-54,9%	-68,7%	349,8%	51,9%	85,9%	29,0%	17,7%
%du CA	2,9%	0,9%	3,6%	5,3%	8,1%	8,9%	9,6%
Résultat Opérationnel	-0,02	1,62	7,28	10,56	20,56	26,52	31,20
%évolution	-100,2%	NS	349,8%	45,0%	94,6%	29,0%	17,7%
%du CA	0,0%	0,9%	3,6%	5,1%	8,1%	8,9%	9,6%
Résultat financier	-3,20	-13,10	-1,67	1,60	0,00	0,00	0,00
Résultat avant impôt	-3,22	-11,48	5,62	12,16	20,56	26,52	31,20
Impôts	-0,20	-4,30	1,49	3,01	5,14	7,42	8,74
%Taux d'impôt effectif	6,2%	37,5%	26,5%	24,8%	25,0%	28,0%	28,0%
Mise en équivalence	5,49	2,91	-0,23	0,00	0,00	0,00	0,00
Résultat des activités poursuivies	2,47	-4,27	3,89	8,95	15,42	19,09	22,46
%évolution	-68,5%	-272,5%	-19,13%	129,7%	72,4%	23,8%	17,7%
%du CA	1,4%	-2,3%	1,9%	4,3%	6,1%	6,4%	6,9%
Résultat des activités abandonnées	NS	NS	NS	NS	NS	NS	NS
Résultat Net pdg	2,47	-4,27	3,89	8,95	15,42	19,09	22,46
%évolution	-82,5%	-272,5%	-19,13%	129,7%	72,4%	23,8%	17,7%
%du CA	1,4%	-2,3%	1,9%	4,3%	6,1%	6,4%	6,9%

Croissance tirée par le Gaming et le Mobile .
Accélération prévue à partir de 2017/18

Progression de la marge opérationnelle, notamment grâce à la montée en gamme sur l'ensemble des lignes de métier du groupe.

5.2 Bilan

Au 31/03 (M€)	2013/14	2014/15	2015/16	2016/17	2017/18E	2018/19E	2019/20E
Ecart d'acquisition	34,02	35,92	35,92	35,92	35,92	35,92	35,92
Immobilisations incorporelles	25,69	23,82	25,36	30,88	32,02	33,98	36,22
Immobilisations corporelles	16,64	16,75	15,49	14,36	17,02	21,60	26,82
Immobilisations financières	0,26	15,89	0,69	0,58	0,59	0,58	0,59
BFR	53,49	51,72	58,73	58,88	60,77	62,42	64,86
%du CA	30,0%	28,0%	29,0%	28,3%	24,0%	21,0%	20,0%
Dettes financières	47,80	46,90	35,75	21,73	16,73	11,73	9,03
Trésorerie et équivalents de trésorerie	3,70	7,07	8,42	8,51	13,00	18,89	28,75
Endettement net	44,10	39,84	27,30	13,22	3,74	-7,16	-19,72

Goodwill élevé lié à l'acquisition de Modelabs

Réduction de l'endettement net

5.3 Tableau des flux de trésorerie

Au 31/03 (M€)	2013/14	2014/15	2015/16	2016/17	2017/18E	2018/19E	2019/20E
CAF	2,47	-4,27	15,73	23,22	15,42	19,09	22,46
Investissements	7,13	6,10	9,60	14,02	16,46	19,32	21,08
%du CA	4,0%	3,3%	4,7%	6,7%	6,5%	6,5%	6,5%
Variation du BFR	-4,61	-6,68	-5,04	-6,61	1,89	1,66	2,44
Flux de trésorerie d'exploitation net	-0,05	-3,69	11,18	15,81	-2,93	-1,89	-1,06

5.4 Ratios financiers

Au 31/03 (M€)	2013/14	2014/15	2015/16	2016/17	2017/18E	2018/19E	2019/20E
Bénéfice net par action	0,15	-0,26	0,24	0,50	0,96	1,19	1,40
%évolution	-82,5%	-268,6%	-192,3%	108,3%	92,3%	23,8%	17,7%
Capitalisation boursière	125,90	65,01	66,63	151,20	241,29	241,29	241,29
Valeur d'entreprise	170,00	104,84	93,93	164,42	245,03	234,14	221,57
P/E	50,90	-15,23	17,11	16,90	15,65	12,64	10,74
P/CF	0,13	-0,23	0,86	1,26	0,84	1,04	1,22
Market to Book	1,14	0,62	0,61	1,20	1,71	1,50	1,32
VE / CA	0,95	0,57	0,46	0,79	0,97	0,79	0,68
VE / EBE	14,72	12,32	5,71	7,96	7,38	5,96	4,94
VE / ROP	NS	64,76	12,90	15,57	11,92	8,83	7,10
EBE / CA	6,5%	4,6%	8,1%	9,9%	13,1%	13,2%	13,8%
ROP / CA	0,0%	0,9%	3,6%	5,1%	8,1%	8,9%	9,6%
Résultat net / CA	1,4%	-2,3%	1,9%	4,3%	6,1%	6,4%	6,9%
Gearing comptable	40,0%	37,9%	25,0%	10,5%	2,6%	-4,5%	-10,8%
Capitaux engagés	134,98	132,11	142,85	135,06	143,27	150,89	159,72
RCE	0,1%	4,5%	4,1%	5,6%	10,8%	12,7%	14,1%
Rentabilité des Fonds Propres	2,2%	-4,1%	3,6%	7,1%	10,9%	11,9%	12,3%

Réduction du gearing

6 Avertissements importants

6.1 Définition des opinions et objectifs de cours de Genesta Equity Research

Les opinions mentionnées par Genesta Equity Research traduisent la performance absolue attendue, à un horizon compris entre 6 et 12 mois, pour chaque valeur considérée, et ce, en monnaie locale.

1. Achat fort	Le titre devrait réaliser une performance absolue supérieure à +25 %
2. Achat	Le titre devrait réaliser une performance absolue comprise entre +10 % et +25 %
3. Neutre	Le titre devrait évoluer entre +10 % et -10 %
4. Vente	Le titre devrait réaliser une contre performance absolue comprise entre -10 % et -25 %
5. Vente fort	Le titre devrait réaliser une contre performance absolue supérieure à -25 %

6.2 Détection de conflits d'intérêts potentiels

Participation de l'analyste, de Genesta et/ou de ses salariés au capital de l'émetteur	Participation de l'émetteur au capital de Genesta	Autres intérêts financiers importants entre l'émetteur et Genesta	Existence d'un contrat de teneur de marché ou d'apporteur de liquidité entre l'émetteur et Genesta	Rémunération de Genesta par l'émetteur au titre de l'établissement de la présente analyse financière	Rémunération de Genesta par l'émetteur au titre d'autres prestations que l'établissement de la présente analyse financière	Communication de l'analyse financière à l'émetteur préalablement à sa diffusion
Non	Non	Non	Non	Non	Oui *	Non

* : Prestations correspondant à l'établissement du Document de Référence de l'émetteur.

Prestations de conseil auprès de l'émetteur dans le cadre de l'offre sur Modelabs ainsi que pour l'émission de BSA.

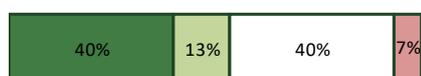
En qualité de Conseiller en Investissements Financiers, membre de l'ACIFTE, Genesta se réfère aux modalités administratives et organisationnelles définies par cette association pour son fonctionnement interne, en particulier dans le respect du Code de Bonne Conduite défini par l'ACIFTE et des Procédures prévues par l'ACIFTE en matière de gestion des conflits d'intérêts. Des procédures internes à Genesta définissent par ailleurs certains aspects complémentaires au fonctionnement des activités d'analyse financière. Des informations supplémentaires peuvent être obtenues sur simple demande écrite adressée à la société Genesta quant à ces règles de fonctionnement.

6.3 Historique des opinions et objectifs de cours relatifs à la valeur au cours des 12 derniers mois

Date	Opinion	Objectif de cours
22 novembre 2017	Etude Semestrielle Achat	14,50 €
24 octobre 2017	Flash Valeur Neutre	13,50 €
25 juillet 2017	Flash Valeur Neutre	9,70 €
1 ^{er} juin 2017	Etude Annuelle Achat	9,20 €
25 avril 2017	Flash Valeur Achat	7,50 €
24 janvier 2017	Flash Valeur Achat	7,50 €

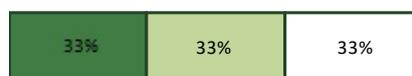
6.4 Répartition des opinions

Répartition des opinions sur l'ensemble des valeurs suivies par Genesta



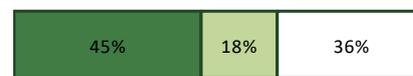
■ Achat Fort ■ Achat ■ Neutre ■ Vente ■ Vente Fort

Répartition des opinions sur les valeurs suivies par Genesta au sein d'un même secteur d'activité



■ Achat Fort ■ Achat ■ Neutre ■ Vente ■ Vente Fort

Répartition des opinions sur les valeurs pour lesquelles Genesta a fourni des prestations de services



■ Achat Fort ■ Achat ■ Neutre ■ Vente ■ Vente Fort

6.5 Avertissement complémentaire

Les informations présentées dans les pages précédentes restent partielles. Elles ne peuvent être considérées comme ayant une valeur contractuelle.

Cette publication a été rédigée par Genesta et est délivrée à titre informatif. Elle ne constitue en aucun cas un ordre d'achat ou de vente de la (les) valeur(s) mobilière(s) qui y est (sont) mentionnée(s). Elle est destinée aux investisseurs professionnels et ne constitue en aucun cas une décision d'investissement. De ce fait, ni Genesta, ni ses dirigeants, ni ses employés ne peuvent être tenus responsables d'une quelconque décision d'investissement.

Les informations, estimations et commentaires exprimés dans cette étude proviennent de sources jugées dignes de foi. Toutefois, Genesta n'en garantit ni l'exactitude, ni l'exhaustivité, ni la fiabilité. Ainsi, sa responsabilité, ni celle de ses dirigeants, ni de ses employés, ne pourrait être engagée d'aucune manière à ce titre. Les opinions, appréciations, estimations et prévisions contenues dans cette publication reflètent le jugement de Genesta à la date mentionnée en première page du document, et peuvent ultérieurement faire l'objet de modifications ou d'abandons sans préavis, ni notification.

Cette publication ne peut être diffusée 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 la publication ci-présente. Celle-ci ne saurait être distribuée ou communiquée, 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. La (les) valeur(s) mobilière(s) faisant l'objet de cette publication n'a (n'ont) pas été enregistrée(s) auprès de la Securities and Exchange Commission et envoyer cette étude à un résident des États-Unis est interdit.

Il est possible que Genesta 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, cette publication pourra être réalisée par Genesta de façon indépendante, conformément à la déontologie et aux règles de la profession.

Cette publication reste la propriété de Genesta et ne peut être reproduite ou diffusée sans autorisation préalable de Genesta.