

Date de première diffusion : 2 juin 2016

Bigben Interactive

Un plan 2018 tourné vers l'Édition de jeux AA

Commentaires sur les résultats FY 2015/16

Au titre de l'exercice 2015/16, Bigben Interactive a publié des résultats légèrement supérieurs à nos attentes, avec un ROC de 7,3 M€, soit une marge opérationnelle courante de 3,6 %. Cette amélioration de la rentabilité provient essentiellement de la hausse d'activité (+9,4 % yoy), portée par l'Édition, les charges sur l'exercice ayant été fortement maîtrisées. Cette exercice a également marqué une nette amélioration de l'endettement du groupe, le gearing étant passé de 37,8 % à fin mars 2015 à 25 % à fin mars 2016, notamment grâce à la hausse du cash flow et à l'amélioration du BFR (réduction des stocks).

Un plan Horizon 2018 dédié à l'Édition de jeux vidéo AA

Lors de la présentation des résultats annuels 2015/16, Bigben Interactive a présenté son plan stratégique Horizon 2018 largement dédié au développement de l'Édition de jeux vidéo AA. Le groupe entend ainsi devenir un leader des mid-publishers en accélérant progressivement le rythme de ses sorties. Le principal axe du plan repose sur un line-up important sur les prochaines années, avec 6 sorties prévues en 2016/17 et entre 8 et 10 sorties en 2017/18. Le line-up intègre principalement des licences fortes (WRC, Sherlock Holmes) destinées à devenir des blockbusters et des licences ou titres offrant des potentiels de ventes intéressantes (The Voice, 2DARK, Outcast,...).

Cette stratégie éditoriale sur l'Édition, cumulée à la digitalisation de la distribution (allongement de la durée de commercialisation des jeux, génération de davantage de rentabilité), devrait permettre à la société de dégager à moyen terme un chiffre d'affaires significatif associé à une rentabilité élevée. Le groupe ambitionne ainsi d'atteindre un chiffre d'affaires Édition d'au moins 50 M€ à la fin de l'exercice 2017/18.

Une amélioration de la rentabilité qui devrait se poursuivre : Achat

Lors de la présentation des résultats, le groupe a indiqué ses guidances à 2 ans. Bigben Interactive anticipe de réaliser un chiffre d'affaires 2016/17 compris entre 200 M€ et 210 M€ pour une MOC supérieure à 5 %. Pour 2017/18, le groupe anticipe une accélération de la croissance de ses revenus accompagnée d'une MOC supérieure à 7 %.

Nous estimons que ces guidances sont tout à fait atteignables, le groupe pouvant largement les dépasser en fonction du succès rencontré par les nouveaux jeux de son line-up.

Après mise à jour de notre modèle intégrant une hausse de nos estimations, la valorisation de Bigben Interactive ressort désormais à 6,00 € par titre, tout en restant assez prudent, soit un potentiel d'upside de +17,2 %. Nous conservons notre Opinion Achat sur la valeur.

Thomas DELHAYE

Analyste Financier
tdelhaye@genesta-finance.com
01.45.63.68.88

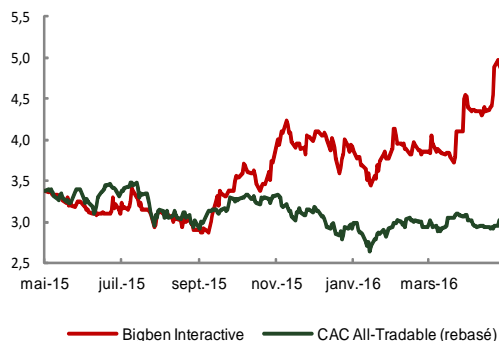
Opinion **2. Achat**
Cours (clôture au 1 juin 2016) **5,12 €**
Objectif de cours **6,00 € (+17,2 %)**

Données boursières

Code Reuters / Bloomberg	BGBN.PA / BIG:FP
Capitalisation boursière	85,9 M€
Valeur d'entreprise	97,9 M€
Flottant	53,5 M€ (62,3 %)
Nombre d'actions	16 784 709
Volume quotidien	126 427 €
Taux de rotation du capital (1 an)	38,10%
Plus Haut (52 sem.)	4,97 €
Plus Bas (52 sem.)	2,87 €

Performances

Absolute	1 mois	6 mois	12 mois
	+7,3 %	+28,4 %	+44,4 %



Actionnariat

Flottant : 62,3 % ; Bolloré Group : 22,1 % ;
AF Invest : 15,6 %

Agenda

Chiffre d'affaires T1 2016/17 publié le 25 juillet 2016

Chiffres Clés

	2013/14	2014/15	2015/16	2016/17E	2017/18E
CA (M€)	178,3	184,9	202,2	209,8	223,0
Evolution (%)	9,0%	3,7%	9,4%	3,8%	6,3%
EBE (M€)	11,5	8,5	16,4	21,9	27,6
ROP (M€)	0,0	1,6	7,3	11,4	16,4
Marge op. (%)	0,0%	0,9%	3,6%	5,4%	7,4%
Res. Net. Pg (M€)	2,5	-4,3	3,9	6,8	10,4
Marge nette (%)	1,4%	-2,3%	1,9%	3,3%	4,7%
BPA	0,15	-0,27	0,24	0,43	0,65

Ratios

	2013/14	2014/15	2015/16	2016/17E	2017/18E
VE / CA	1,0	0,5	0,5	0,5	0,5
VE / EBE	14,7	11,5	5,7	4,8	3,6
VE / ROP	NS	60,5	12,9	9,3	6,1
P / E	50,9	NS	17,1	12,3	8,1
Gearing (%)	40%	38%	25%	18%	13%
Dette nette / EBE	5,4	9,0	5,0	3,9	3,1
RCE (%)	0,1%	4,5%	3,8%	6,4%	8,8%

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 en représentant plus de 50 % du chiffre d'affaires. Bigben Interactives occupe une place importante sur le marché de l'accessoire pour mobiles avec une part de marché estimée supérieure à 30 % en France. Sur ce segment, Bigben Interactive commercialise des accessoires en marque propre mais également au travers de nombreuses licences comme Kenzo, Ora-ito, Le Tanneur, Le Coq Sportif, DC Shoe, Jean-Paul Gautier, Christian Lacroix,... Afin de se diversifier, le groupe entame aujourd'hui le développement et la commercialisation d'objets connectés.

L'Édition AA, axe stratégique majeur pour le groupe

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 en accélérant le lancement de jeux, en comptant notamment s'appuyer sur des licences fortes, ces dernières permettant un fort levier sur les ventes. Le groupe compte ainsi lancer de nouveaux jeux (6 sur l'exercice 2016/17) et atteindre en 2017/18 un chiffre d'affaires supérieur à 50 M€ sur cette activité.

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
- Dépendance vis-à-vis des studios de développement sous-traitants pour l'édition de jeux en propre

Opportunités

- Lancement des consoles de nouvelle génération fin 2013, mais des plateformes bloquées par les consoleurs
- Dématérialisation graduelle des ventes de jeux et pipe en Édition significatif
- Nouvelle clientèle adressée (core gamers) avec la marque Nacon (joueurs sur PC)
- Convergence multimédia
- Être un leader des mid-publishers

Menaces

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

Méthode de valorisation

DCF

Suite à cette publication, nous rehaussons nos prévisions à court et moyen termes. Ainsi, nous attendons un chiffre d'affaires 2016/17 de 209,8 M€ pour un résultat opérationnel de 11,4 M€, soit une marge opérationnelle de 5,4 %. A plus long terme, notre objectif de chiffre d'affaires 2017/18 ressort à 219,1 M€ pour une marge d'exploitation de 7,4 %, soit un niveau que nous jugeons encore prudent 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 10,8 %, valorise le titre à 6,00 € par action.

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.

Notre objectif de cours, provenant uniquement de l'actualisation des flux futurs ressort à 6,00 € par action, soit un potentiel d'upside de +17,2 %.

Synthèse et Opinion

Un plan Horizon 2018 dédié à l'Édition AA

Lors de la présentation des résultats annuels 2015/16, Bigben Interactive a présenté son plan stratégique Horizon 2018 largement dédié au développement de l'Édition de jeux vidéo AA. Le groupe entend ainsi devenir un leader des mid-publishers en accélérant progressivement le rythme de ses sorties. Le principal axe du plan repose sur un line-up important sur les prochaines années, avec 6 sorties prévues en 2016/17 et entre 8 et 10 sorties en 2017/18. Le line-up intègre principalement des licences fortes (WRC, Sherlock Holmes) destinées à devenir des blockbusters et des licences ou titres offrant des potentiels de ventes intéressantes (The Voice, 2DARK, Outcast,...).

Cette stratégie éditoriale sur l'Édition, cumulée à la digitalisation de la distribution (allongement de la durée de commercialisation des jeux, génération de davantage de rentabilité), devrait permettre à la société de dégager à moyen terme un chiffre d'affaires significatif associé à une rentabilité élevée. Le groupe ambitionne ainsi d'atteindre un chiffre d'affaires Édition d'au moins 50 M€ à la fin de l'exercice 2017/18.

Une amélioration de la rentabilité qui devrait se poursuivre : Achat

Lors de la présentation des résultats, le groupe a indiqué ses guidances à 2 ans. Bigben Interactive anticipe ainsi de réaliser un chiffre d'affaires 2016/17 compris entre 200 M€ et 210 M€ pour une MOC supérieure à 5 %. Pour 2017/18, le groupe anticipe une accélération de la croissance accompagnée d'une MOC supérieure à 7 %. Nous estimons que ces guidances sont tout à fait atteignables, le groupe pouvant largement les dépasser en fonction du succès rencontré par les nouveaux jeux de son line-up.

Après mise à jour de notre modèle intégrant une hausse de nos estimations, la valorisation de Bigben Interactive ressort désormais à 6,00 € par titre, tout en restant assez prudent, soit un potentiel d'upside de +17,2 %. 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
1.2.1	Un positionnement sur les marchés porteurs	5
1.3	L’Edition, un fort relai de croissance pour Bigben Interactive.....	6
2	Commentaires sur les résultats FY 2015/16	6
2.1	Une croissance portée par les activités d’Edition et l’Audio	6
2.2	Recovery progressive de la rentabilité.....	7
2.3	Amélioration significative de la structure bilancielle.....	7
3	Plan Horizon 2018, l’Edition comme moteur de la croissance et de la rentabilité.....	8
3.1	L’Edition, un axe de développement prioritaire	8
3.2	Le Mobile et le Gaming ne sont pas en reste.....	9
4	Prévisions	9
4.1	Une guidance largement atteignable.....	9
4.2	Santé financière et flux de trésorerie	9
5	Valorisation	10
5.1	DCF	10
5.1.1	Détermination du taux d’actualisation	10
5.1.2	Calcul de FCF opérationnels	11
5.1.3	Calcul de la valeur par action	11
5.2	Comparables	12
6	Synthèse des comptes	13
6.1	Compte de résultats.....	13
6.2	Bilan.....	13
6.3	Tableau des flux de trésorerie	13
6.4	Ratios financiers	14
7	Avertissements importants.....	15
7.1	Définition des opinions et objectifs de cours de Genesta Equity Research.....	15
7.2	Détection de conflits d’intérêts potentiels	15
7.3	Historique des opinions et objectifs de cours relatifs à la valeur au cours des 12 derniers mois	15
7.4	Répartition des opinions	15
7.5	Avertissement complémentaire	16

1 Bigben Interactive : un acteur de la convergence multimédia

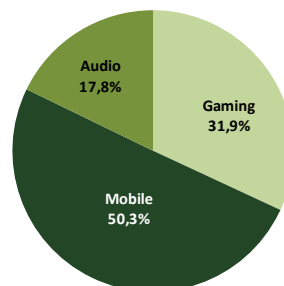
1.1 Un cœur de métier historique axé autour des accessoires pour jeux vidéo....

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.

Ainsi, 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,...). Le groupe est désormais présent sur le segment des objets connectés (tracker GPS, produits connectés) ;
- **Gaming** : 1/ création et distribution d'accessoires pour les consoles de jeux vidéo (Nintendo Wii et Wii U, DS, 2DS et 3DS, Sony Playstation 3 et 4, PSP, PS Vita, Microsoft Xbox 360 et One), 2/ édition de logiciels de jeux vidéo en propre AA (WRC 15, Rugby 15, Handball Challenge,...) 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 FY 2015/16 de Bigben Interactive par activités



Source : Bigben Interactive

1.2 ...complété par une diversification sur le Mobile

Dans un marché du jeu vidéo en profonde mutation, marqué depuis le début de l'année 2011 par une contraction tangible, Bigben Interactive a 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 nomades 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 a 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 30 % en France (estimation), le groupe est aujourd'hui leader de son marché. Bigben Interactive entend proposer une offre complète d'accessoires, commercialisés aussi bien en marque propre que sous-licences (Kenzo, Ora-ïto, Le Tanneur, DC Shoes, Le Coq Sportif, Christian Lacroix, Jean-Paul Gautier,...). 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, de la distribution des objets connectés de bricolage Ryobi et de drones.

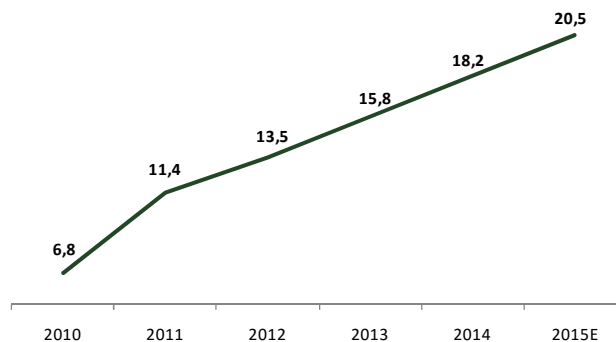
Il est important de noter que le Mobile est aujourd'hui la principale activité de Bigben Interactive en termes de revenus, en représentant plus de 50,0 % du mix d'activités. Ce positionnement permet aujourd'hui au groupe de s'affranchir, en partie, de la cyclicité du marché du jeu vidéo.

1.2.1 Un positionnement sur les marchés porteurs

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 un fort potentiel de croissance. Ce marché devrait atteindre selon ABI Research plus de 50 Mds\$ en 2015. Cette bonne tendance sur le marché de l'accessoire est principalement liée à la croissance des ventes de Smartphones, la majeure partie des accessoires vendus se faisant au moment de l'achat d'un nouveau Smartphone ou lors de son renouvellement.

Evolution des ventes de Smartphones en France depuis 2010



Source : GfK

La progression du marché est également à mettre aux crédits 1/ de l'évolution même de ce marché, qui passe progressivement de la vente d'accessoires d'entrée de gamme à la vente d'accessoires à plus fortes valeurs ajoutées, 2/ de la volonté des consommateurs de protéger leur Smartphone compte tenu de leur prix d'acquisition (de plus en plus de Smartphones étant aujourd'hui vendus nus, c'est-à-dire sans subvention opérateur) et 3/ des effets de mode, les utilisateurs de Smartphones changeant régulièrement de protection, notamment en ce qui concerne les produits sous licence de marque.

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.

Bien que le retour à la croissance des accessoires pour consoles profite peu à Bigben Interactive, les nouvelles consoles de Sony et Microsoft ayant des univers fermés, le groupe entend doper son pôle Gaming par le renforcement de son pôle Edition. En effet, fort du succès des jeux édités (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. Le groupe compte lancer de nouveaux jeux (6 sur l'exercice 2016/17) et atteindre en 2016/17 un chiffre d'affaires supérieur à 30 M€ sur cette activité. A moyen terme, Bigben Interactive entend dépasser les 50 M€ de revenus en Edition.

Par ailleurs, en ce qui concerne les accessoires, le groupe a su diversifier sa gamme de clients avec des produits aujourd'hui dédiés aux box des opérateurs SFR, Bouygues et Orange, mais plus encore avec le lancement d'une nouvelle marque dédiée aux core gamers, la marque Nacon, avec des produits dédiés aux joueurs sur PC (nouvelle clientèle adressée par le groupe).

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 en croissance sont aujourd'hui ceux visés par Bigben Interactive, notamment au travers des nouveaux produits Thomson qui sont commercialisés depuis 2015/16 (notamment deux barres de son et un ensemble d'enceintes multi room).

1.3 L'Édition, un fort relai de croissance pour Bigben Interactive

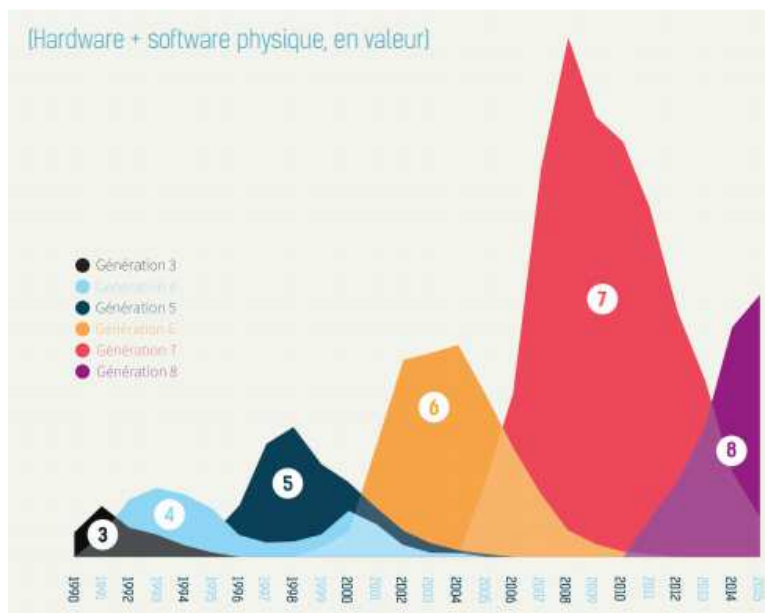
Au vu du succès rencontré par les jeux édités, notamment ceux tirés de la licence WRC, Bigben Interactive compte aujourd'hui fortement renforcer sa présence sur le marché dynamique des mid-publishers et ce, en accélérant le lancement de jeux et en s'appuyant sur des licences fortes (permettant un fort levier sur les ventes).

Ainsi, sur 2016/17, le groupe compte lancer 6 nouveaux jeux, à savoir Sherlock Holmes, WRC 6, 2DARK, The Voice (jeu tiré de l'émission), Handball 17 et Outcast. Pour 2017/18, Bigben Interactive anticipe une nouvelle accélération de ses lancements en visant la sortie de 8 à 10 jeux pour un chiffre d'affaires Édition cette même année supérieur à 50 M€.

Outre être un véritable relai de croissance pour le groupe, la montée en puissance devrait également être un fort levier sur la rentabilité et ce, d'autant plus avec la digitalisation progressive de la distribution de jeux (permettant d'intégrer davantage de marges et d'allonger le cycle de vente des 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.

Evolution des cycles du marché du jeu vidéo



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

2 Commentaires sur les résultats FY 2015/16

2.1 Une croissance portée par les activités d'Édition et l'Audio

Au titre de l'exercice 2015/16, Bigben Interactive a publié un chiffre d'affaires de 202,2 M€, supérieur à nos attentes et à la guidance communiquée par le groupe (195 M€). Cette hausse des revenus provient de la croissance de toutes les activités du groupe, avec dans le détail :

- le Gaming a affiché une progression de +16,4 % yoy, à 64,4 M€, porté exclusivement par l'Édition dont les ventes ont doublé sur la période pour atteindre 24,3 M€ (notamment grâce à WRC 5). Les Accessoires ont, quant à eux, marqué un recul de -7,5 % yoy, à 30,6 M€, les systèmes fermés des dernières consoles freinant le marché des accessoires tiers ;
- le Mobile a représenté plus de la moitié des ventes avec un chiffre d'affaires de 101,8 M€, en hausse de +3,9 % yoy. Malgré un marché mature, le groupe a été en mesure de générer de la croissance notamment grâce aux accessoires haut de gamme ;
- l'Audio a réussi une nouvelle fois à afficher une croissance à deux chiffres, avec un chiffre d'affaires de 36,0 M€ (+14,2 % yoy), notamment grâce aux gammes de produits Thomson et aux produits Bluetooth. Toutefois, il faut noter que sur le T4 les ventes ont reculé de -7,1 % en raison d'un effet de base défavorable.

Ventilation par activité du chiffre d'affaires de Bigben Interactive

en M€	2015/16	2016/17	Variation
Gaming	55,3	64,4	+16,4 %
dont Distribution	10,1	9,6	-4,9 %
dont Edition	12,2	24,3	+99,2 %
dont Accessoires Gaming	33,0	30,6	-7,3 %
Mobile	98,0	101,8	+3,9 %
Audio	31,5	36,0	+14,2 %
Total	184,9	202,2	+9,4 %

Source : Bigben Interactive

2.2 Recovery progressive de la rentabilité

Dans la lignée du S1, Bigben Interactive est parvenu sur l'exercice à améliorer sa rentabilité en affichant un ROC de 7,3 M€, en forte hausse par rapport à 2014/15 (1,6 M€). Cette progression de la rentabilité est à mettre aux crédits de la hausse de l'activité, notamment celles de l'Edition (profil de marges supérieur aux autres activités du groupe) et de la forte maîtrise des charges sur l'exercice (1,0 M€ de charges supplémentaires seulement pour une hausse de chiffre d'affaires de +18 M€).

Sur la période, le groupe a enregistré une nette amélioration de ses frais financiers (-1,7 M€ en 2015/16 vs. -13,1 M€ au 2014/15) et ce, notamment grâce à une variation bien plus faible de l'€/€ et à une nouvelle stratégie de couverture de change.

Ainsi, après prise en compte 1/ d'une charge d'impôts de 1,5 M€ sur la période et 2/ d'une perte de 0,3 M€ liée aux activités mises en équivalence (Modelabs Distribution - participation aujourd'hui cédée), le résultat net ressort à 3,9 M€ (vs. -4,3 M€ en 2014/15).

Compte de résultats simplifié

en M€	2014/15	2015/16
Chiffre d'affaires	184,9	202,9
<i>en % de var</i>	-	+9,4 %
EBITDA	8,5	16,4
<i>en % de var</i>	-	+93,3 %
<i>en % du CA</i>	4,6 %	8,1 %
Résultat opérationnel courant	1,6	7,3
<i>en % de var</i>	-	+350,1 %
<i>en % du CA</i>	0,9 %	3,6 %
Autres éléments non récurrents	-	-
Résultat opérationnel	1,6	7,3
<i>en % de var</i>	-	+350,1 %
<i>en % du CA</i>	0,9 %	3,6 %
Résultat financier	-13,1	-1,7
RCAI	-11,5	5,6
Impôts	4,3	-1,5
Résultat des activités poursuivies	-4,3	3,9
<i>en % du CA</i>	-2,3 %	1,9 %
Mise en équivalence	2,9	-0,2
Résultat net du groupe	-4,3	3,9
<i>en % de var</i>	-	-
<i>en % du CA</i>	-2,3 %	1,9 %

Source : Bigben Interactive

2.3 Amélioration significative de la structure bilanciale

Au 31 mars 2016, les capitaux propres du groupe ressortent en amélioration à 109,0 M€ (vs. 105,2 M€ au 31 mars 2015). Compte tenu de la hausse de l'activité, de l'amélioration du BFR (baisse des stocks) et de la cession de la participation dans Modelabs Distribution (cession de 12 M€ effectuée en 3 échéances jusque septembre 2017), le groupe a fortement réduit son gearing à 25 % (vs. 37,8 % au 31 mars 2015), soit un endettement net de 27,3 M€ (8,4 M€ de trésorerie brute au 31 mars 2016).

3 Plan Horizon 2018, l'Édition comme moteur de la croissance et de la rentabilité

Lors de la présentation des résultats 2015/16, Bigben Interactive a présenté son plan Horizon 2018 visant principalement à faire de Bigben Interactive un leader des mid-publishers de jeux vidéo.

La stratégie du groupe repose dans son ensemble 1/ sur la poursuite des développements sur le Mobile et l'Audio afin que ces deux activités puissent couvrir l'ensemble des coûts fixes du groupe et 2/ sur l'accélération des développements dans l'Édition afin de générer un fort levier sur la rentabilité.

3.1 L'Édition, un axe de développement prioritaire

Dans un contexte où les accessoires gaming sont freinés par les consoles fermées (Xbox One et PS4), et même si le groupe a su réagir avec notamment le lancement réussi de sa nouvelle marque d'accessoires gaming Nacon dédiée aux core gamers, Bigben Interactive a pris le parti d'accélérer sa stratégie de développement vers l'édition de jeux vidéo.

En effet, 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.

Après avoir lancé avec succès WRC 5 (plus de 700 000 pièces vendus à ce jour) et Rugby World Cup 2015, Bigben Interactive entend accélérer l'édition en propre de nouveaux jeux et ce, afin de devenir un leader des mid-publishers (jeux AA). Ainsi, la société prévoit de sortir, sur 2016/17, 6 nouveaux jeux et d'atteindre un chiffre d'affaires de l'ordre de 30 M€. En 2017/18, Bigben Interactive ambitionne de réaliser un chiffre d'affaires d'un minimum de 50 M€ sur son pôle Édition et ce, grâce à la sortie de 8 à 10 jeux (coût de développement moyen compris entre 1,5 M€ et 2,5 M€ par jeu).

UN LINE-UP PROMETTEUR

Lors de la présentation du plan Horizon 2018, le groupe a dévoilé l'ensemble de son line-up 2016/17 et donné le premier titre du line-up 2017/18.

Ainsi, en 2016/17, Bigben Interactive prévoit la sortie de 6 jeux, à savoir :

- WRC 6, suite de WRC 5 (700 000 pièces écoulées en 2015/16) ;
- Sherlock Holmes, The Devil's Daughter, 8^{ème} opus de la célèbre franchise (sortie le 10 juin 2016) ;
- Handball 2017 ;
- 2DARK, jeu crée par le studio Gloomywood dirigé par Frédéric Raynal, créateur d'Alone in the Dark (sortie à l'automne 2016) ;
- The Voice, jeu tiré de la célèbre franchise (sortie en novembre / décembre 2016) et pouvant être vendu en bundle avec un micro ;
- Outcast Second Contact, version remasterisée du célèbre jeu en monde ouvert (sortie mars 2017).

Deux jeux sont attendus comme des blockbusters, WRC 6 et Sherlock Holmes, et deux jeux ont le potentiel de le devenir, 2DARK et Outcast.

Sur l'exercice 2017/18, parmi les 8 à 10 jeux attendus, Bigben Interactive a dévoilé pour le moment le premier titre, TT Isle of Man (Tourist Trophy), jeu de moto inspiré de la course de moto ayant lieu sur les routes de l'île de Man.

3.2 Le Mobile et le Gaming ne sont pas en reste

Parallèlement à la stratégie de développement sur l'Édition, le groupe compte poursuivre l'élargissement de ses gammes Mobile, notamment grâce aux objets connectés, Audio et Gaming en visant notamment les hardcore gamers et le eSport.

MOBILE

Sur le segment du Mobile, le groupe entend poursuivre sa stratégie opportuniste visant à dégager des synergies entre ses différentes activités. Ainsi, le groupe devrait prochainement commercialiser une gamme de produits connectés dédiés à la santé sous licence Thomson Healthcare (tensiomètre, pèse personne, bracelet traqueur,...) ainsi qu'une gamme, toujours sous licence Thomson, de produits dédiés à l'énergie (chargeurs rapides, connectiques et chargeurs à induction pour Smartphones et tablettes).

En relation avec l'univers du Gaming, le groupe devrait également lancer 1/ des Casques de Réalité Virtuelle (accessoire fonctionnant avec un téléphone mobile), en visant l'entrée et le milieu de gamme, 2/ des drones, après un test concluant effectué en 2015/16 (15 000 pièces vendues), commercialisés soient nus, soit en bundle avec un casque de réalité virtuelle.

Enfin, sous la marque Force Glass, Bigben Interactive compte poursuivre ses développements sur ses gammes de protection de mobiles à forte valeur ajoutée, notamment sur les protèges écrans.

AUDIO

Dans le prochain mois, le groupe devrait progressivement 1/ renouveler ses best sellers, 2/ sortir une nouvelle tour audio mêlant son et lumière et 3/ poursuivre l'élargissement des gammes sous licence Thomson.

GAMING

Sur son cœur de métier historique, le groupe s'adapte face à l'univers fermé des consoles de dernière génération en développant davantage de produits à destination des hardcore gamers et du eSport. Les sorties annoncées sur cette activité sont 1/ une manette officielle Sony PS3 translucide, 2/ un support officiel sous licence Sony du casque de réalité virtuelle de cette même marque et 3/ une manette de jeu PC haut de gamme sous la marque propre Nacon, dédiée notamment au eSport.

4 Prévisions

4.1 Une guidance largement atteignable

Lors de la présentation du plan Horizon 2018, Bigben Interactive a communiqué ses guidances 2016/17 et 2017/18. Ainsi, pour l'exercice en cours, le groupe anticipe de réaliser un chiffre d'affaires compris entre 200 M€ et 210 M€ pour une MOC supérieure à 5 % et pour l'exercice suivant, le management anticipe une accélération de la croissance avec une MOC supérieure à 7 %. Nous estimons que ces guidances sont totalement atteignables et pourraient être largement dépassées en fonction du succès rencontré par les nouveaux jeux de son line-up.

Nous anticipons ainsi pour l'exercice 2016/17 un chiffre d'affaires de 209,8 M€ et de 223,0 M€ en 2017/18, soit des croissances respectives de +3,8 % et de +6,3 %.

En termes de rentabilité, nous visons une progression de la marge brute (effet mix activités) et des coûts opérationnels évoluant moins vite que le chiffre d'affaires. Notre estimation de résultat opérationnel courant 2016/17 ressort en conséquence à 11,4 M€, soit une marge opérationnelle courante de 5,4 %.

4.2 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.

5 Valorisation

5.1 DCF

5.1.1 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						0,20%
Taille du CA						0,20%
Rentabilité opérationnelle						1,00%
Gearing						0,60%
Risque Client						0,40%
TOTAL						3,20%

Source : société, estimations Genesta

Par conséquent, sur la base d'un taux sans risque de 0,51 % (moyenne à 3 mois de l'OAT TEC 10 – source Agence France Trésor), d'une prime de marché de 7,89 % (prime calculée par Natixis Securities), d'un β^4 de la société de 1,10, d'une prime de risque Small Caps de 3,20 % et d'un endettement net positif, le taux d'actualisation s'élève à 10,85 %.

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 β retenu correspond à la moyenne des betas Damodaran et Datastream (beta désendetté puis réimpacté du cash dont dispose la société, soit un β 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.

Taux sans risque	Prime de marché	Beta	Prime Small Caps	Coût du capital	Coût de la dette	Levier financier	Taux d'impôts	WACC
0,51 %	7,89 %	1,10	3,20 %	12,39 %	3,50 %	18,35 %	33,00 %	10,85 %

Source : AFT, Natixis Securities, Damodaran, Datastream, estimations Genesta

5.1.2 Calcul de FCF opérationnels

Avec un taux d'actualisation de 10,85 %, nous obtenons le tableau de flux de trésorerie disponibles suivant (en M€) :

	2014/15	2015/16	2016/17E	2017/18E	2018/19E	2019/20E	2020/21E	2021/22E	2022/23E	2023/24E	2024/25E
Chiffre d'affaires	184,850	202,200	209,846	223,049	229,741	236,633	243,732	251,044	256,065	261,186	266,410
Excédent brut d'exploitation	8,508	16,441	21,866	27,587	32,164	35,495	38,997	40,167	38,410	39,178	38,843
Impôt		1,490	2,932	4,451	6,694	7,539	8,444	8,587	7,774	7,807	7,465
Investissements		9,353	10,492	15,613	15,770	16,085	16,407	16,735	17,070	17,411	17,759
Variation de BFR		-5,063	0,471	1,202	1,673	1,723	1,775	1,828	1,255	1,280	1,306
FCF opérationnels		10,662	7,970	6,321	8,027	10,148	12,371	13,017	12,311	12,680	12,312
FCF opérationnels actualisés		10,662	7,190	5,144	5,893	6,721	7,392	7,017	5,987	5,563	4,873

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		66,443	52,6 %
Période 11-20 ans	3,0%	30,927	24,5 %
Taux de croissance à l'infini	2,0%	29,008	23,0 %
Total		126,378	100,0 %
dont valeur terminale		59,935	

Source : estimations Genesta

Ainsi, la valorisation d'entreprise de Bigben Interactive ressort à 126,378 M€.

5.1.3 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 (2015/16-2024/25)	66,443
+ Valeur terminale actualisée	59,935
+ Titres financiers	0,064
+ Titres mis en équivalences	0,000
- Provisions	0,697
- Endettement financier net	27,300
- Minoritaires	0,000
+ Reports déficitaires actualisés	0,000
= Valeur des Capitaux Propres pg	98,445
Nombre d'actions	16,413
Valeur par action	6,00

Source : estimations Genesta

In fine, la méthode d'actualisation des flux de trésorerie disponibles (« Discounted Cash Flow ») fait ressortir une valeur par action de 6,00 € – soit un potentiel d'upside selon cette approche de +17,2 % par rapport au dernier cours connu de 5,12 € à la clôture du 1^{er} juin 2016.



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	9,85%	6,69	6,83	6,98	7,15	7,35
	10,35%	6,22	6,33	6,46	6,60	6,76
	10,85%	5,80	5,90	6,00	6,11	6,24
	11,35%	5,43	5,50	5,59	5,68	5,79
	11,85%	5,09	5,15	5,22	5,30	5,39

Source : estimations Genesta

5.2 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.

6 Synthèse des comptes

6.1 Compte de résultats

Au 31/03 (M€)	2012/13	2013/14	2014/15	2015/16	2016/17E	2017/18E
Chiffre d'affaires	163,60	178,29	184,85	202,20	209,85	223,05
% évolution	-52,4%	9,0%	3,7%	9,4%	3,8%	6,3%
Charges de personnel	17,03	16,83	17,91	19,64	20,98	22,30
% du CA	10,4%	9,4%	9,7%	9,7%	10,0%	10,0%
Charges externes	24,45	23,35	22,83	22,66	23,08	24,09
% du CA	14,9%	13,1%	12,4%	11,2%	11,0%	10,8%
Excédent brut d'exploitation	16,14	11,55	8,51	16,44	21,87	27,59
% évolution	-30,4%	-28,4%	-26,3%	93,2%	33,0%	26,2%
% du CA	9,9%	6,5%	4,6%	8,1%	10,4%	12,4%
Résultat Opérationnel Courant	11,49	5,18	1,62	7,28	11,37	16,44
% évolution	-39,4%	-54,9%	-68,7%	349,8%	56,2%	44,5%
% du CA	7,0%	2,9%	0,9%	3,6%	5,4%	7,4%
Résultat Opérationnel	10,71	-0,02	1,62	7,28	11,37	16,44
% évolution	-41,4%	-100,2%	NS	349,8%	56,2%	44,5%
% du CA	6,5%	0,0%	0,9%	3,6%	5,4%	7,4%
Résultat financier	-1,30	-3,20	-13,10	-1,67	-1,60	-1,60
Résultat avant impôt	9,41	-3,22	-11,48	5,62	9,77	14,84
Impôts	3,10	-0,20	-4,30	1,49	2,93	4,45
% Taux d'impôt effectif	33,0%	6,2%	37,5%	26,5%	30,0%	30,0%
Mise en équivalence	NS	5,49	2,90	-0,23	0,00	0,00
Résultat des activités poursuivies	7,86	2,47	-4,28	3,89	6,84	10,38
% évolution	-15,7%	-68,5%	-273,1%	-191,0%	75,7%	51,8%
% du CA	4,8%	1,4%	-2,3%	1,9%	3,3%	4,7%
Résultat des activités abandonnées	6,30	NS	NS	NS	NS	NS
Résultat Net pdg	14,16	2,47	-4,28	3,89	6,84	10,38
% évolution	519%	-82,5%	-273,1%	-191,0%	75,7%	51,8%
% du CA	8,7%	1,4%	-2,3%	1,9%	3,3%	4,7%

Croissance tirée par l'Édition. Accélération prévue en 2017/18

Progression de la marge opérationnelle, notamment grâce à la montée en puissance des activités d'Édition

6.2 Bilan

Au 31/03 (M€)	2012/13	2013/14	2014/15	2015/16	2016/17E	2017/18E
Ecarts d'acquisition	35,92	34,02	35,92	35,92	35,92	35,92
Immobilisations incorporelles	25,46	25,69	23,82	25,36	25,36	26,70
Immobilisations corporelles	16,10	16,64	16,08	16,22	16,22	19,34
Immobilisations financières	0,76	0,26	15,89	0,69	0,66	0,69
BFR	58,10	53,49	59,15	54,09	54,56	55,76
% du CA	35,5%	30,0%	32,0%	26,8%	26,0%	25,0%
Dettes financières	54,80	47,80	46,90	36,00	31,00	26,00
Trésorerie et équivalents de trésorerie	15,70	3,70	7,10	8,42	9,79	9,51
Endettement net	39,10	44,10	39,80	27,30	21,21	16,49

Goodwill élevé lié à l'acquisition de Modelabs

Réduction de l'endettement net

6.3 Tableau des flux de trésorerie

Au 31/03 (M€)	2012/13	2013/14	2014/15	2015/16	2016/17E	2017/18E
CAF	7,86	2,47	-4,28	3,89	6,84	10,38
Investissements	4,00	7,13	6,10	9,35	10,49	15,61
% du CA	2,4%	4,0%	3,3%	4,6%	5,0%	7,0%
Variation du BFR	-25,02	-4,61	-14,00	-5,06	0,47	1,20
Flux de trésorerie d'exploitation net	28,87	-0,05	3,62	-0,40	-4,12	-6,43

6.4 Ratios financiers

Au 31/03 (M€)	2012/13	2013/14	2014/15	2015/16	2016/17E	2017/18E
Bénéfice net par action	0,88	0,15	-0,27	0,24	0,43	0,65
% évolution	55,4%	-82,5%	-273,1%	-191,0%	75,7%	518%
Capitalisation boursière	117,09	125,90	58,10	66,63	84,03	84,03
Valeur d'entreprise	156,19	170,00	97,90	93,93	105,24	100,52
P/E	8,27	50,90	-13,57	17,11	12,28	8,09
P/CF	0,48	0,15	-0,26	0,24	0,42	0,63
Market to Book	1,09	1,14	0,55	0,61	0,73	0,67
VE / CA	0,95	0,95	0,53	0,46	0,50	0,45
VE / EBE	9,68	14,72	11,51	5,71	4,81	3,64
VE / ROP	14,59	NS	60,47	12,90	9,25	6,12
EBE / CA	9,9%	6,5%	4,6%	8,1%	10,4%	12,4%
ROP / CA	6,5%	0,0%	0,9%	3,6%	5,4%	7,4%
Résultat net / CA	8,7%	1,4%	-2,3%	1,9%	3,3%	4,7%
Gearing comptable	36,3%	40,0%	37,8%	25,0%	18,3%	13,1%
Capitaux engagés	160,46	134,98	131,45	151,00	132,28	135,84
RCE	4,7%	0,1%	4,5%	3,8%	6,4%	8,8%
Rentabilité des Fonds Propres	7,3%	2,2%	-4,1%	3,6%	5,9%	8,2%

Réduction du gearing

7 Avertissements importants

7.1 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 %

7.2 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.

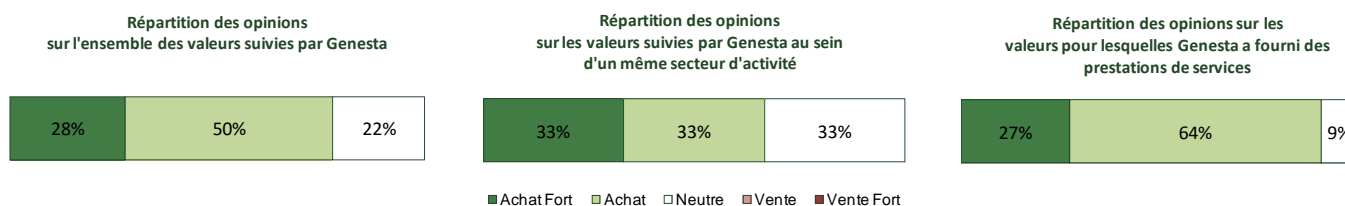
Prestations de conseil auprès de l'émetteur dans le cadre de l'offre sur Modelabs ainsi que pour l'émission de BSA.

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.

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

Date	Opinion	Objectif de cours
2 juin 2016	Etude Annuelle Achat	6,00 €
26 avril 2016	Flash Valeur Achat	5,00 €
27 janvier 2016	Flash Valeur Achat	4,50 €
25 novembre 2015	Etude Semestrielle Achat	4,50 €
27 octobre 2015	Flash Valeur Achat Fort	4,50 €
28 juillet 2015	Flash Valeur Achat Fort	4,00 €

7.4 Répartition des opinions





7.5 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.