



Bigben Interactive

Plan « BIGBEN 2020 » : un objectif de rentabilité à 9 %

Commentaires sur les résultats FY 2016/17

Après avoir publié un chiffre d'affaires de 208,1 M€ en progression de +2,9 %, Bigben Interactive a présenté des résultats globalement en ligne avec nos estimations. Le groupe a affiché une marge brute de 31,9 % à 66,3 M€ (vs 60,7 M€) avec un ROC de 11,0 M€, soit une marge opérationnelle courante de 5,3 % (vs 3,6 % yoy). Cette hausse notable de la rentabilité opérationnelle s'explique par la croissance des activités d'Accessoires Gaming et Mobile mais également par la maîtrise des frais de structure. A noter également une forte hausse du résultat net à 8,9 M€ (vs 3,9 M€ yoy), grâce à une nette amélioration du résultat financier (bénéficiant d'un effet favorable lié à la politique de couverture du dollar sur l'exercice). Le groupe a également affiché une large diminution de son endettement net à 13,2 M€ (soit une baisse de plus de 14 M€), principalement due, au-delà de l'effet rentabilité, à 1/ une meilleure gestion de stocks (en recul de 3 M€), et 2/ une augmentation de capital de +7,3 M€ issue de l'exercice des BSA.

Des guidances 2017/18 encourageantes

Lors de la présentation des résultats annuels, Bigben Interactive a précisé avoir un objectif de chiffre d'affaires 2017/18 compris entre 230 M€ et 240 M€ avec une marge opérationnelle courante supérieure à 7 %. Cet objectif semble atteignable au vu d'une activité qui devrait être portée par 1/ l'Édition, avec un line-up important de nouveaux jeux AA (tels que Hunting Simulator, WRC7, Rugby 18 ou encore Tennis World Tour), 2/ les Accessoires de Gaming, avec le renforcement du partenariat avec Sony (concernant la manette Revolution Pro Controller) et le succès des accessoires pour la console Nintendo Switch), 3/ le Mobile avec la poursuite du succès de Force Glass™ et le lancement de Force Case™, coque de protection pour smartphones premium garantie à vie, ajouté à la création de nouveaux accessoires haut de gamme, et enfin 4/ le lancement de nouvelles innovations dans l'Audio, notamment sous la marque Thomson qui fait preuve d'un succès grandissant.

Des objectifs atteignables : Opinion Achat

Lors de la présentation des résultats, le management s'est montré très confiant sur ses guidances à court et moyen termes. Ainsi, à horizon 2020, est anticipée une croissance à deux chiffres des revenus (supérieurs à 280 M€ pour l'exercice 2019/20) accompagnée d'une MOC supérieure à 9 %. Nous estimons que ces guidances sont certes offensives, mais atteignables, le groupe pouvant même les dépasser en fonction du succès rencontré par les nouveaux jeux de son line-up.

Après mise à jour de notre modèle, nous réajustons nos estimations à court et moyen termes. La valorisation de Bigben Interactive ressort désormais à 9,20 € par titre (vs 7,50 €). Cela représente un potentiel d'upside de +10,8 %. Nous conservons notre Opinion Achat sur la valeur.

Yanis GOUIDER

Analyste Financier
ygouider@genesta-finance.com
01.45.63.68.86

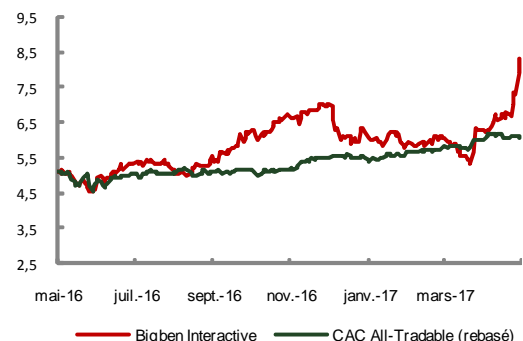
Opinion **2. Achat**
Cours (clôture au 1er juin 2017) **8,30 €**
Objectif de cours **9,20 € (+10,8 %)**

Données boursières

Code Reuters / Bloomberg	BGBN.PA / BIG:FP
Capitalisation boursière	151,2 M€
Valeur d'entreprise	123,8 M€
Flottant	83,6 M€ (55,3 %)
Nombre d'actions	18 222 539
Volume quotidien	239 032 €
Taux de rotation du capital (1 an)	40,93%
Plus Haut (52 sem.)	8,30 €
Plus Bas (52 sem.)	4,51 €

Performances

Absolute	1 mois	6 mois	12 mois
	+32,6 %	+23,9 %	+62,1 %



Actionnariat

Flottant : 55,3 % ; Bolloré Group : 22,4 % ;
AF Invest : 14,3 % ; Quaero Capital : 8,0 %

Agenda

Chiffre d'affaires T1 2017/18 publiés le 24 juillet 2017

Chiffres Clés

	2015/16	2016/17	2017/18E	2018/19E	2019/20E
CA (M€)	202,2	208,1	233,6	259,3	288,2
Evolution (%)	9,4%	2,9%	12,3%	11,0%	11,1%
EBE (M€)	16,4	20,6	30,6	35,6	40,4
ROP (M€)	7,3	10,6	19,0	22,6	26,0
Marge op. (%)	3,6%	5,1%	8,1%	8,7%	9,0%
Res. Net. Pg (M€)	3,9	8,9	14,2	16,3	18,2
Marge nette (%)	1,9%	4,3%	6,1%	6,3%	6,3%
BPA	0,24	0,50	0,89	1,02	1,13

Ratios

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



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 35 % 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,... 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™, dont le lancement est prévu en juillet 2017.

L'Édition 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 termes, 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 compte ainsi lancer une dizaine de nouveaux jeux sur l'exercice 2017/18.

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

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 réajustons nos prévisions 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 233,6 M€ pour un résultat opérationnel de 19,0 M€, soit une marge opérationnelle de 8,1 %. A plus long terme, notre objectif de chiffre d'affaires 2018/19 ressort à 259,3 M€ pour une marge opérationnelle de 8,7 % conformément à la trajectoire du plan « BIGBEN 2020 », soit 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 10,95 %, valorise le titre à 9,20 € 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 9,20 € par action, soit un potentiel d'upside de +10,8 %.

Synthèse et Opinion

Un plan Horizon 2020 alliant croissance et rentabilité

Lors de la présentation des résultats annuels, Bigben Interactive a précisé vouloir atteindre un chiffre d'affaires supérieur à 280 M€ avec une rentabilité opérationnelle de l'ordre de 9 % à horizon 2020 (exercice 2019/20). La stratégie du groupe est principalement orientée vers l'Édition avec pour ambition 100 M€ de revenus (vs 24,6 M€ aujourd'hui), ce qui représente un line-up d'environ 10 à 15 jeux par an. Les Accessoires de Gaming doivent également participer à cette forte croissance, en particulier avec la bonne dynamique du partenariat Sony et le succès en cours des produits à destination de la Nintendo Switch. Sur la partie Mobile, le lancement de la nouvelle protection de smartphones Force Case™ fait suite au succès de Force Glass™ et doit permettre de contribuer à la bonne rentabilité du groupe (les marges sur ces produits étant importantes). Enfin, sur la partie Audio, Bigben entend renouer avec la croissance grâce à des innovations sans fil et à ses produits sous la marque Thomson (18 projets en cours).

Des objectifs atteignables : Opinion Achat

Lors de la présentation des résultats, le groupe a indiqué une guidance de chiffre d'affaires 2017/18 comprise entre 230 M€ et 240 M€ pour une MOC supérieure à 7 %. A horizon 2020, le management anticipe une accélération de la croissance de ses revenus accompagnée d'une MOC supérieure à 9 %. Nous estimons que ces guidances sont certes offensives, mais atteignables, le groupe pouvant même les dépasser en fonction du succès rencontré par les nouveaux jeux de son line-up.

Après mise à jour de notre modèle nous réajustons nos estimations à court et moyen termes. La valorisation de Bigben Interactive ressort désormais à 9,20 € par titre (vs 7,50 €). Cela représente un potentiel d'upside de +10,8 %.

Nous conservons notre 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 FY 2016/17	7
2.1	Une croissance tirée par les activités Accessoires Gaming et Mobile	7
2.2	Une dynamique de rentabilité qui se confirme	7
2.3	Structure bilancielle : De solides fondamentaux	8
3	Vers un nouvel horizon 2020	8
3.1	Le Gaming au cœur du développement.....	8
3.2	Le Gaming et le Mobile comme catalyseur de la croissance, l'Audio en support	10
4	Prévisions	10
4.1	Une guidance dynamique et ambitieuse	10
4.2	Santé financière et flux de trésorerie	10
5	Valorisation	11
5.1	DCF	11
5.1.1	Détermination du taux d'actualisation	11
5.1.2	Calcul de FCF opérationnels	12
5.1.3	Calcul de la valeur par action	12
5.2	Comparables	13
6	Synthèse des comptes	14
6.1	Compte de résultats.....	14
6.2	Bilan.....	14
6.3	Tableau des flux de trésorerie	14
6.4	Ratios financiers	15
7	Avertissements importants.....	16
7.1	Définition des opinions et objectifs de cours de Genesta Equity Research.....	16
7.2	Détection de conflits d'intérêts potentiels	16
7.3	Historique des opinions et objectifs de cours relatifs à la valeur au cours des 12 derniers mois	16
7.4	Répartition des opinions	16
7.5	Avertissement complémentaire	17

1 Bigben Interactive : un acteur de la convergence multimédia

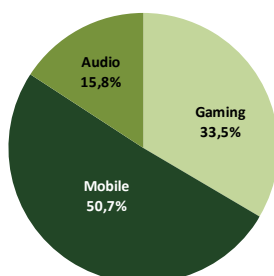
1.1 Un cœur de métier historique axé autour des accessoires pour jeux vidéo....

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, protège-écrans haut de gamme qui a fait preuve d'un grand succès. Bigben est par ailleurs, de manière ponctuelle, 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, Wii U, Switch, 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 6, Sherlock Holmes, Handball 17,...) 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 2016/17 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 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 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 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 (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 (Force Glass™) 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 ou de la distribution ponctuelle de drones.

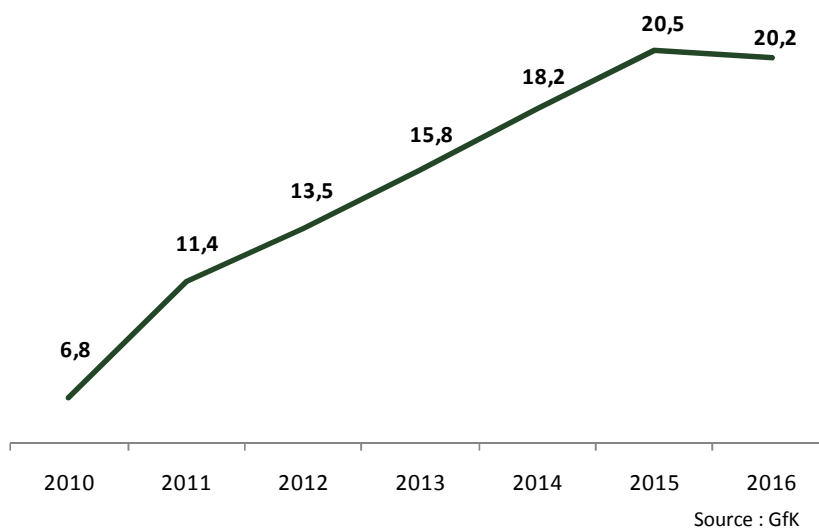
Il est important de noter que le Mobile est aujourd'hui la principale activité de Bigben Interactive en termes de revenus, en représentant plus de 50,0 % du mix d'activités. Ce positionnement permet aujourd'hui au groupe de s'affranchir, en partie, de la cyclicité marquée du marché du jeu vidéo.

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 cette dernière année. 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 moins propice, 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, avec des produits spécifiques aux joueurs sur PC (nouvelle clientèle adressée par le groupe).

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 (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 (une dizaine sur l'exercice 2017/18). A moyen termes l'objectif est d'atteindre un chiffre d'affaires proche de 100 M€ sur cette activité.

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 deux barres de son et un ensemble d'enceintes multi room). A noter cependant la forte concurrence sur le dernier exercice qui explique le recul de l'activité mais qui devrait être compensé par l'innovation et le design, qui font partie des priorités stratégiques du groupe. A ce jour, 18 projets sont en cours (tourne-disques, enceintes sans fil, radioréveils etc.) qui doivent permettre d'atteindre un chiffre d'affaires de 35 M€ sur la partie Audio pour l'exercice 2017/18.

1.4 L'Edition, 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 et ce, en accélérant le lancement de jeux et en s'appuyant sur des licences diversifiées (permettant un fort levier sur les ventes).

Ainsi, sur 2017/18, le groupe compte lancer une dizaine de nouveaux jeux dont 6 annoncés, à savoir : Hunting Simulator, WRC 7, TT Isle of Man, Rugby 18 et Tennis World Tour. A horizon 2020, Bigben Interactive anticipe une nouvelle accélération de ses lancements en visant la sortie de jeux AA pour un chiffre d'affaires Edition proche des 100 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 que la digitalisation progressive de la distribution de jeux permet d'intégrer davantage de marges et d'allonger le cycle de vente des jeux.

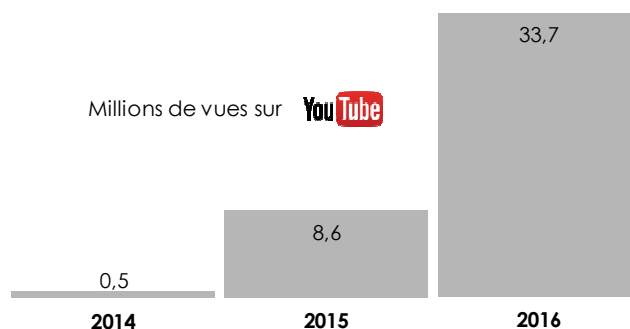
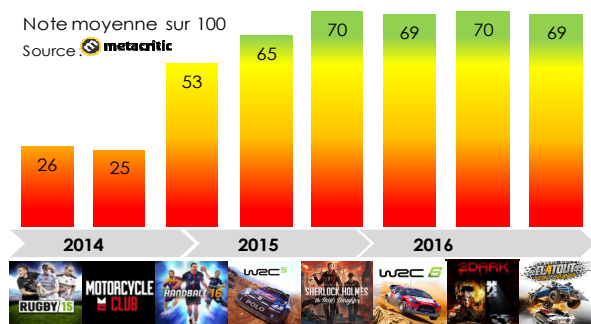
Cette accélération de l'investissement dans le domaine des jeux vidéo PC et Consoles est en ligne avec la très forte dynamique du marché, tiré depuis fin 2013 par les consoles Xbox One et PS4.

Evolution du marché des jeux vidéo



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

Bigben Interactive doit s'appuyer sur deux aspects majeurs pour atteindre ses objectifs en matière d'Édition : qualité des produits et visibilité. Alors qu'en 2014 la moyenne était autour de 25 % de satisfaction pour deux jeux (Rugby 15 et Motorcycle Club), en 2016 la moyenne est proche de 70 % de satisfaction pour trois jeux (WRC6, 2DARK et FL4TOUT), traduisant ainsi 1/ l'aspect plus qualitatif des jeux en termes de jouabilité et de graphismes, et 2/ la notoriété grandissante de Bigben Interactive. Par ailleurs, le groupe affiche une visibilité renforcée sur les réseaux sociaux ainsi que dans la presse spécialisée. En 2016, le nombre de vues de l'ensemble des vidéos de Bigben s'élève à plus de 33 M contre seulement 500 000 en 2014.



Source : metacritic, BigBen Interactive



2 Commentaires sur les résultats FY 2016/17

2.1 Une croissance tirée par les activités Accessoires Gaming et Mobile

Au titre de l'exercice 2016/17, Bigben Interactive a publié un chiffre d'affaires de 208,1 M€, légèrement en dessous de nos attentes mais conforme à la guidance communiquée par le groupe. Cette hausse des revenus provient de la forte croissance du Gaming mais également de l'activité Mobile, avec dans le détail :

- le Gaming qui affiche une progression de +8,2 % yoy sur l'exercice, à 69,7 M€, portée principalement par les Accessoires avec 1/ un grand succès de la manette Revolution Pro Controller (près de 200 000 unités déjà écoulées) 2/ le très bon démarrage des accessoires pour la console Nintendo Switch. Le segment Accessoires a ainsi progressé de +17,3 % yoy. Concernant l'Édition, le groupe a affiché sur 2016/17 une hausse décevante de seulement +1,2 % yoy, et ce malgré la sortie de WRC6 (en octobre 2016) ;
- le Mobile représente toujours plus de la moitié des ventes avec un chiffre d'affaires de 105,5 M€, en hausse de +3,6 % yoy. Avec plus de 35 % en valeur sur le marché français, Force Glass™ a su s'imposer comme une référence en terme de protection d'écrans pour smartphones permettant ainsi de dynamiser ce segment accompagné par le succès de l'iPhone 7 et du Samsung® Galaxy S7-S8 ;
- l'Audio est en recul de -8,2 % yoy (32,9 M€) subissant un effet de base exigeant comparé aux années précédentes, activité qui affichait régulièrement une croissance à deux chiffres. Dans un marché particulièrement concurrentiel, cette baisse masque cependant la belle progression des ventes de produits Thomson® (+40,4 % yoy), licence dont le contrat a été prolongé jusqu'en 2020.

Ventilation par activité du chiffre d'affaires de Bigben Interactive

en M€	2016/17	2015/16	Variation
Gaming	69,7	64,4	+8,2 %
dont Accessoires Gaming	35,9	30,6	+17,3 %
dont Édition	24,6	24,3	+1,2 %
dont Distribution	9,2	9,6	-4,1 %
Mobile	105,5	101,8	+3,6 %
Audio	32,9	36,0	-8,2 %
Total	208,1	202,2	+2,9 %

Source : Bigben Interactive

2.2 Une dynamique de rentabilité qui se confirme

Dans la lignée du S1, Bigben Interactive est parvenu sur l'exercice à améliorer sa rentabilité en affichant une nette amélioration de la marge brute de +5,6 M€ à 66,3 M€ (vs 60,7 M€, soit une progression de +9,2 %) et un ROC de 11,0 M€, en forte hausse par rapport à 2015/16 (+7,3 M€). Cette progression de la rentabilité est à mettre aux crédits de la hausse de l'activité des accessoires de Gaming (avec la manette Revolution Pro Controller sous License Playstation 4), du Mobile (avec les écrans de protection Force Glass™ qui sont des produits à forte valeur ajoutée) et de la maîtrise des charges de structure sur l'exercice.

Sur la période, le groupe a enregistré une nette amélioration du résultat financier (1,6 M€ en 2016/17 vs. -1,7 M€ en 2015/16) et ce, notamment grâce à un effet favorable de la politique de couverture du dollar sur cet exercice.

Ainsi, après prise en compte 1/ d'une charge d'impôts de 3,0 M€ sur la période et 2/ d'une perte de -0,2 M€ liée aux activités mises en équivalence, le résultat net ressort à 9,0 M€ (vs. 3,9 M€ en 2015/16).

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 est prévu en juillet 2017, mais également avec l'Édition lorsque les jeux deviennent des blockbusters. A noter également, la place de plus en plus importante des ventes digitales (en progression de +18,5 %) qui représentent aujourd'hui près de 25 % de l'Édition soit environ 6 M€. A moyen terme le groupe anticipe que ces ventes représentent plus de 30 % de contribution, ce qui aura pour effet de dynamiser d'autant plus la rentabilité.



Compte de résultats simplifié

en M€	2016/17	2015/16
Chiffre d'affaires	208,1	202,2
<i>en % de var</i>	+2,9 %	-
EBITDA	20,6	16,4
<i>en % de var</i>	+25,4 %	-
<i>en % du CA</i>	9,9 %	8,1 %
Résultat opérationnel courant	11,0	7,3
<i>en % de var</i>	+51,3 %	-
<i>en % du CA</i>	5,3 %	3,6 %
Autres éléments non récurrents	-	-
Résultat opérationnel	10,6	7,3
<i>en % de var</i>	+45,0 %	-
<i>en % du CA</i>	5,1 %	3,6 %
Résultat financier	1,6	-1,7
RCAI	12,2	5,6
Impôts	3	-1,5
Résultat des activités poursuivies	9,2	4,1
<i>en % du CA</i>	4,4 %	2,0 %
Mise en équivalence	-0,2	-0,2
Résultat net du groupe	9,0	3,9
<i>en % de var</i>	+129,5 %	-
<i>en % du CA</i>	4,3 %	1,9 %

Source : Bigben Interactive

2.3 Structure bilancielle : De solides fondamentaux

Au 31 mars 2017, les capitaux propres du groupe ressortent en amélioration à 125,9 M€ (vs. 109,0 M€ au 31 mars 2016). Compte tenu de la hausse de la rentabilité, de l'amélioration du BFR (baisse des stocks), de la cession de la participation dans Modelabs Distribution (cession de 12 M€ effectuée en 3 échéances jusque septembre 2017), ainsi que de l'augmentation de capital de 7,3 M€ issue de l'exercice des BSA au 30 juin 2016, le groupe a fortement réduit son gearing à 10,5 % (vs. 25,0 % au 31 mars 2016), soit un endettement net de 13,2 M€ (dont 8,5 M€ de trésorerie brute au 31 mars 2017).

3 Vers un nouvel horizon 2020

Lors de la présentation des résultats 2016/17, Bigben Interactive a présenté 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 line-up important de nouveaux jeux AA (tels que Hunting Simulator, WRC7, Rugby 18 ou encore Tennis World Tour) accompagné par le renforcement du partenariat avec Sony Interactive Entertainment Europe pour les accessoires de Gaming, 2/ le Mobile avec la poursuite du succès de Force Glass™ et le lancement de Force Case™, marque correspondant à l'offre de coques de protection pour smartphones premium garantie à vie, ajouté à la création de nouveaux accessoires haut de gamme, et enfin 3/ le lancement de nouvelles innovations dans l'Audio, notamment sous la marque Thomson qui fait preuve d'un succès grandissant.

3.1 Le Gaming au cœur du développement

Dans un contexte où les accessoires Gaming étaient freinés par les consoles fermées (Xbox One et PS4), le groupe a su réagir avec le lancement réussi de sa nouvelle marque d'accessoires Gaming 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, pour finalement obtenir dans un deuxième temps une licence applicable à la Playstation 4 (avec des produits Revolution Pro Controller dont près de 200 000 manettes ont déjà été écoulées).

Par ailleurs, le groupe doit également bénéficier du lancement très réussi de la console Nintendo Switch, qui s'est écoulée à plus de 3 M d'exemplaires dans le monde et permet une contribution au chiffre d'affaires des Accessoires Gaming de l'ordre de 1,5 M€ par mois pour Bigben Interactive aujourd'hui.

Dans le même temps, 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 la série WRC (plus de 2 M de pièces vendus ces deux dernières années) et Rugby World Cup, Bigben Interactive entend accélérer l'édition en propre de nouveaux jeux et ce, afin de devenir le leader des mid-publishers (jeux AA). Ainsi, la société prévoit de sortir, sur 2017/18, probablement une dizaine de jeux dont 6 nouveaux jeux annoncés et 3 ou 4 jeux non encore annoncés. A horizon 2020, Bigben Interactive ambitionne de réaliser un chiffre d'affaires proche de 100 M€ sur son pôle Edition et ce, grâce à la sortie de 10 à 15 jeux misant principalement sur des licences.

LINE-UP 2017/18

Lors de la présentation du plan Horizon 2020, le groupe a dévoilé la majeure partie de son line-up 2017/18

Ainsi, en 2017/18, Bigben Interactive prévoit la sortie de 6 jeux d'ores et déjà annoncés, à savoir :

	Date de sortie	Genre	Plateformes	Studio
	T2 2017	Simulation	Consoles et PC	KYLOTONN
	T1 2017	Simulation	Consoles et PC	NEOPICA
	T2 2017	Aventure	Consoles et PC	APPEAL
	T3 2017	Simulation	Consoles et PC	KYLOTONN
	T4 2017	Simulation	Consoles et PC	EKO SOFTWARE
TENNIS WORLD TOUR	T4 2017	Simulation	Consoles et PC	BREAKPOINT



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

Gaming

Le Gaming, en progression de 8,2 % lors du dernier exercice, reste le cœur d'activité du groupe. Le succès de la manette Revolution Pro Controller, qui s'est écoulée à plus de 200 000 exemplaires, ainsi que la franche réussite des accessoires pour la console Nintendo Switch (les produits pour cette console représentent actuellement 1,5 M€ de chiffre d'affaires par mois environ), sont autant de facteurs qui expliquent l'optimisme de la société. Le groupe a pour ambition de continuer à entretenir de saines relations avec Sony tout en continuant à renforcer le partenariat existant. Dans le même temps, coté Edition, l'objectif attendu avoisine les 15 jeux par an à moyen terme avec un chiffre d'affaires proche des 100 M€, ce qui permettrait au Gaming d'espérer des revenus à hauteur d'environ 150 M€ à horizon 2019/20, soit in fine un rééquilibrage des contributions entre Gaming et Mobile au sein du portefeuille d'activités du groupe.

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 écran premium garanti 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 plus long terme, Bigben souhaite lancer de nouvelles marques pour compléter la gamme tout en continuant d'afficher une croissance pérenne. Le chiffre d'affaires de cette activité devrait être proche des 120 M€ à horizon 2019/20.

Audio

Le recul de -8,2 % de l'Audio, conséquence d'un effet de base défavorable, masque cependant le succès grandissant des produits sous licence Thomson (en progression de +40,4 % sur l'exercice 2016/17), produits qui devraient 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 puisqu'il est actuellement prévu 18 projets basés sur le design et l'innovation (notamment avec des enceintes sans fil, des radios-réveils ou encore des tourne-disques). Le groupe estime atteindre un chiffre d'affaires d'environ 35 M€ sur l'exercice 2017/18, qui viendrait en support du Gaming et du Mobile.

4 Prévisions

4.1 Une guidance dynamique et ambitieuse

Lors de la présentation du plan Horizon 2020, Bigben Interactive a communiqué 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 230 M€ et 240 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. 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. 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 de notre côté pour l'exercice 2017/18 un chiffre d'affaires de 233,6 M€ et de 259,3 M€ en 2018/19, soit des croissances respectives de +12,3 % et de +11,0 %.

En termes de rentabilité, nous visons une progression de la marge brute (effet mix activités) combinée à la poursuite de la gestion rigoureuse des frais de structure. Notre estimation de résultat opérationnel courant 2017/18 ressort en conséquence à 19,0 M€, soit une marge opérationnelle courante de 8,1 %, conformément à la trajectoire du plan annoncé par le groupe.

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, continuant à afficher progressivement une variation de trésorerie brute en augmentation. Nous estimons également qu'il existe une marge de manœuvre quant à l'optimisation du BFR.

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 :

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

avec R_f : taux sans risque
($\text{Rm} - R_f$) : 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'entreprise¹	4	3	2	1	0
Liquidité²	[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 Client³	[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 0,96 % (moyenne à 3 mois de l'OAT TEC 10 – source Agence France Trésor), d'une prime de marché de 6,67 % (prime calculée par Market Risk Premia), d'un beta^4 de la société de 1,10, d'une prime de risque Small Caps de 3,40 % et d'un endettement net positif, le taux d'actualisation s'élève à 10,95 %.

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.



Taux sans risque	Prime de marché	Beta	Prime Small Caps	Coût du capital	Coût de la dette	Levier financier	Taux d'impôts	WACC
0,96%	6,67%	1,10	3,60%	11,70%	3,50%	8,74%	30,00%	10,95%

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

5.1.2 Calcul de FCF opérationnels

Avec un taux d'actualisation de 10,95 %, 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	208,067	233,560	259,306	288,187	302,596	314,700	324,141	333,865	340,543	347,353	354,300
Excédent brut d'exploitation	20,617	30,643	35,577	40,404	45,389	47,205	48,621	53,418	54,487	55,577	54,917
Impôt		4,741	6,331	7,798	9,914	10,184	10,328	11,597	11,648	11,722	11,207
Investissements		15,181	16,855	18,732	19,032	19,412	19,801	20,197	20,601	21,013	21,433
Variation de BFR		-2,825	-1,600	3,183	8,934	2,663	2,077	2,139	1,469	1,498	1,528
FCF opérationnels		13,545	13,991	10,690	7,509	14,945	16,415	19,486	20,769	21,343	20,749
FCF opérationnels actualisés		12,470	11,609	7,994	5,061	9,078	8,987	9,615	9,236	8,555	7,495

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		90,100	49,6%
Période 11-20 ans	3,0%	50,224	27,7%
Taux de croissance à l'infini	2,0%	41,203	22,7%
Total		181,527	100,0%
dont valeur terminale		91,427	

Source : estimations Genesta

Ainsi, la valorisation d'entreprise de Bigben Interactive ressort à 181,527 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 (2009-2018)	90,100
+ Valeur terminale actualisée	91,427
+ Titres financiers	0,064
+ Titres mis en équivalences	0,000
- Provisions	0,697
- Endettement financier net	13,220
- Minoritaires	0,000
+ Reports déficitaires actualisés	0,000
= Valeur des Capitaux Propres pg	167,674
Nombre d'actions	18,223
Valeur par action	9,20

Source : estimations Genesta

In fine, la méthode d'actualisation des flux de trésorerie disponibles (« Discounted Cash Flow ») fait ressortir une valeur par action de 9,20 € – soit un potentiel d'upside selon cette approche de +10,8 % par rapport au dernier cours connu de 8,30 € à la clôture du 1 juin 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%
CMPIC	9,95%	10,23	10,41	10,60	10,82	11,07
	10,45%	9,56	9,70	9,86	10,03	10,23
	10,95%	8,95	9,07	9,20	9,34	9,51
	11,45%	8,41	8,50	8,61	8,73	8,87
	11,95%	7,92	8,00	8,09	8,19	8,30

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€)	2013/14	2014/15	2015/16	2016/17	2017/18E	2018/19E	2019/20E
Chiffre d'affaires	178,29	184,85	202,20	208,07	233,56	259,31	288,19
%évolution	9,0%	3,7%	9,4%	2,9%	12,3%	11,0%	11,1%
Achats consommés	125,29	133,40	141,50	142,86	152,98	169,85	188,76
%du CA	70,3%	72,2%	70,0%	68,7%	65,5%	65,5%	65,5%
Charges de personnel	16,83	17,91	19,64	20,19	23,36	24,89	27,67
%du CA	9,4%	9,7%	9,7%	9,7%	10,0%	9,6%	9,6%
Charges externes	23,35	22,83	22,66	23,27	24,76	26,97	29,11
%du CA	13,1%	12,4%	11,2%	11,2%	10,6%	10,4%	10,1%
Excédent brut d'exploitation	11,55	8,51	16,44	20,62	30,64	35,58	40,40
%évolution	-28,4%	-26,3%	93,2%	25,4%	48,6%	16,1%	13,6%
%du CA	6,5%	4,6%	8,1%	9,9%	13,1%	13,7%	14,0%
Résultat Opérationnel Courant	5,18	1,62	7,28	11,03	18,97	22,61	25,99
%évolution	-54,9%	-68,7%	349,8%	51,4%	72,0%	19,2%	15,0%
%du CA	2,9%	0,9%	3,6%	5,3%	8,1%	8,7%	9,0%
Résultat Opérationnel	-0,02	1,62	7,28	10,56	18,97	22,61	25,99
%évolution	-100,2%	NS	349,8%	45,0%	79,5%	19,2%	15,0%
%du CA	0,0%	0,9%	3,6%	5,1%	8,1%	8,7%	9,0%
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	18,97	22,61	25,99
Impôts	-0,20	-4,30	1,49	3,01	4,74	6,33	7,80
%Taux d'impôt effectif	6,2%	37,5%	26,5%	24,8%	25,0%	28,0%	30,0%
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	14,22	16,28	18,20
%évolution	-68,5%	-272,5%	-19,13%	129,7%	59,0%	14,5%	11,8%
%du CA	1,4%	-2,3%	1,9%	4,3%	6,1%	6,3%	6,3%
Résultat des activités abandonnées	NS	NS	NS	NS	NS	NS	NS
Résultat Net pdg	2,47	-4,27	3,89	8,95	14,22	16,28	18,20
%évolution	-82,5%	-272,5%	-19,13%	129,7%	59,0%	14,5%	11,8%
%du CA	1,4%	-2,3%	1,9%	4,3%	6,1%	6,3%	6,3%

Croissance tirée par le Gaming dans son ensemble. 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€)	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	31,93	33,09	34,39
Immobilisations corporelles	16,64	16,75	15,49	14,36	16,81	19,54	22,56
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	56,05	54,45	57,64
%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	17,06	26,05	34,04
Endettement net	44,10	39,84	27,30	13,22	-0,32	-14,32	-25,01

Goodwill élevé lié à l'acquisition de Modelabs

Réduction de l'endettement net

6.3 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	13,28	15,83	18,20
Investissements	7,13	6,10	9,60	14,02	15,18	16,85	18,73
%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	-2,82	-1,60	3,18
Flux de trésorerie d'exploitation net	-0,05	-3,69	11,18	15,81	0,92	0,57	-3,72



6.4 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	0,89	1,02	1,13
%évolution	-82,5%	-268,6%	-192,3%	108,3%	77,4%	14,5%	118%
Capitalisation boursière	125,90	64,51	66,63	110,61	143,96	143,96	143,96
Valeur d'entreprise	170,00	104,34	93,93	123,83	143,63	129,64	118,95
P/E	50,90	-15,12	17,11	12,36	10,12	8,84	7,91
P/CF	0,14	-0,23	0,86	1,27	0,78	0,89	1,00
Market to Book	1,14	0,61	0,61	0,88	1,03	0,92	0,82
VE / CA	0,95	0,56	0,46	0,60	0,61	0,50	0,41
VE / EBE	14,72	12,26	5,71	6,01	4,69	3,64	2,94
VE / ROP	NS	64,45	12,90	11,72	7,57	5,73	4,58
EBE / CA	6,5%	4,6%	8,1%	9,9%	13,1%	13,7%	14,0%
ROP / CA	0,0%	0,9%	3,6%	5,1%	8,1%	8,7%	9,0%
Résultat net / CA	1,4%	-2,3%	1,9%	4,3%	6,1%	6,3%	6,3%
Gearing comptable	40,0%	37,9%	25,0%	10,5%	-0,2%	-9,2%	-14,3%
Capitaux engagés	134,98	132,11	142,85	135,06	143,07	144,03	146,61
RCE	0,1%	4,5%	4,1%	5,6%	9,9%	11,3%	12,4%
Rentabilité des Fonds Propres	2,2%	-4,1%	3,6%	7,1%	10,2%	10,4%	10,4%

✓ 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.

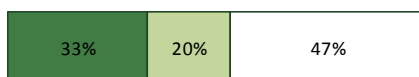
En qualité de Conseiller en Investissements Financiers, membre de l'ACIFTE, Genesta se réfère aux modalités administratives et organisationnelles définies par cette association pour son fonctionnement interne, en particulier dans le respect du Code de Bonne Conduite défini par l'ACIFTE et des Procédures 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
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 €
23 novembre 2016	Flash Valeur Achat	7,50 €
25 octobre 2016	Flash Valeur Achat	7,00 €
26 juillet 2016	Flash Valeur Achat	6,00 €

7.4 Répartition des opinions

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



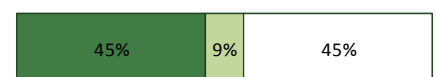
■ AchatFort ■ Achat □ Neutre ■ Vente ■ Vente Fort

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



■ AchatFort ■ Achat □ Neutre ■ Vente ■ Vente Fort

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



■ AchatFort ■ Achat □ Neutre ■ Vente ■ Vente Fort



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.