

Date de première diffusion : 23 novembre 2016

# Bigben Interactive

## Une dynamique qui devrait s'accélérer

### Commentaires sur les résultats S1 2016/17

Au titre du S1 2016/17, Bigben Interactive a publié des résultats en ligne avec nos attentes, avec un ROC de 1,8 M€, soit une marge opérationnelle courante de 2,1 %. Malgré le léger recul d'activité sur la période (-4,2 % yoy), le groupe a été en mesure de faire progresser son ROC, aidé notamment par la baisse ponctuelle des amortissements sur la période. Le premier semestre marque également une nouvelle amélioration de l'endettement du groupe et ce, en partie grâce à l'exercice de BSA pour un montant de 7,3 M€. Ainsi, au 30 septembre 2016, l'endettement net ressort à 25,2 M€, soit un gearing en baisse significative à 21,0 %.

### Une accélération de la dynamique portée par l'Édition...

Fort de son expérience et de certains succès comme WRC 5, le groupe a entamé une nouvelle phase de sa stratégie afin de devenir un leader des mid-publishers. Dans la réalisation de cet objectif, le groupe compte sur un line-up important sur les prochaines années, avec notamment 6 sorties prévues en 2016/17 (dont 2 titres ont été sortis au S1 2016/17) et environ 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, Flatout,...). D'un point de vue chiffré, le groupe ambitionne ainsi d'atteindre un chiffre d'affaires en Édition d'au moins 50 M€ à la fin de l'exercice 2017/18.

### ...et les perspectives très favorables sur les Accessoires Gaming

Après plusieurs semestres de recul, les Accessoires Gaming devraient retrouver prochainement une nouvelle dynamique portée par la sortie d'une manette Nacon haut de gamme, produit décliné sous licence Sony PS4. En effet, Bigben Interactive est aujourd'hui le seul acteur européen ayant pu nouer un partenariat avec Sony sur ce type d'accessoire. Compte tenu de l'important parc installé de PS4, de l'appétence des gamers pour des contrôleurs précis et haut de gamme, cette nouvelle manette (sortie prévue en janvier 2017) recèle un très important potentiel de croissance et de rentabilité à court et moyen termes.

### Des guidances réitérées : Opinion Achat

Lors de la présentation des résultats S1 2016/17, le groupe a réitéré ses guidances, à savoir réaliser un chiffre d'affaires 2016/17 compris entre 200 M€ et 210 M€ pour une MOC supérieure à 5 %. Ces guidances sont, selon nous, tout à fait atteignables au regard du line-up de l'Édition et du potentiel de la manette Nacon sous licence Sony PS4 au cours du dernier trimestre de l'exercice en cours. Nous conservons nos estimations à court terme et relevons nos hypothèses à moyen terme. La valorisation de Bigben Interactive ressort désormais à 7,50 € par titre. Nous conservons notre Opinion Achat sur la valeur.

### Thomas DELHAYE

Analyste Financier  
tdelhaye@genesta-finance.com  
01.45.63.68.88

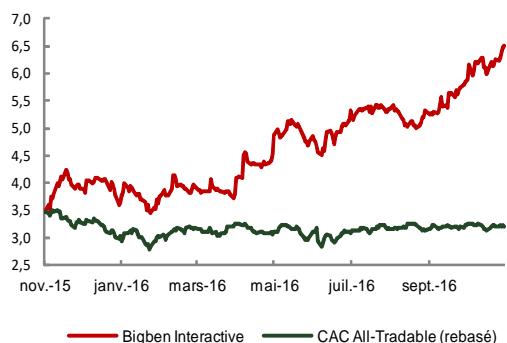
**Opinion** **2. Achat**  
**Cours (clôture au 23 nov 2016)** **6,57 €**  
**Objectif de cours** **7,50 € (+14,2 %)**

### Données boursières

	BGBN.PA / BIG:FP
Code Reuters / Bloomberg	BGBN.PA / BIG:FP
Capitalisation boursière	119,7 M€
Valeur d'entreprise	139,2 M€
Flottant	66,2 M€ (55,3 %)
Nombre d'actions	18 222 539
Volume quotidien	183 749 €
Taux de rotation du capital (1 an)	39,75%
Plus Haut (52 sem.)	6,38 €
Plus Bas (52 sem.)	3,45 €

### Performances

Absolute	1 mois	6 mois	12 mois
	+10,9 %	+32,9 %	+87,3 %



### Actionnariat

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

### Agenda

Chiffre d'affaires T3 2016/17 publié le 23 janvier 2017

### Chiffres Clés

	2014/15	2015/16	2016/17E	2017/18E	2018/19E
CA (M€)	184,9	202,2	211,2	235,1	257,4
Evolution (%)	3,7%	9,4%	4,4%	11,3%	9,5%
EBE (M€)	8,5	16,4	23,3	30,9	35,3
ROP (M€)	1,6	7,3	12,7	19,1	22,4
Marge op. (%)	0,9%	3,6%	6,0%	8,1%	8,7%
Res. Net. Pg (M€)	-4,3	3,9	8,9	13,4	15,7
Marge nette (%)	-2,3%	1,9%	4,2%	5,7%	6,1%
BPA	-0,27	0,24	0,55	0,83	0,98

### Ratios

	2014/15	2015/16	2016/17E	2017/18E	2018/19E
VE / CA	0,6	0,5	0,7	0,6	0,5
VE / EBE	12,3	5,7	6,0	4,3	3,6
VE / ROP	NS	12,9	11,0	6,9	5,7
P / E	NS	17,1	13,5	9,0	7,6
Gearing (%)	38%	25%	17%	9%	5%
Dette nette / EBE	8,2	4,6	3,3	2,4	1,9
RCE (%)	4,5%	3,8%	6,7%	9,8%	10,9%

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](http://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'accessoriste 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 consolières
- 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
- Objectif d'être parmi les leaders 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 conservons nos prévisions à court terme. Ainsi, nous attendons un chiffre d'affaires 2016/17 de 211,2 M€ pour un résultat opérationnel de 12,7 M€, soit une marge opérationnelle de 6,0 %. A plus long terme, notre objectif de chiffre d'affaires 2017/18 ressort à 235,1 M€ pour une marge d'exploitation de 8,1 %, 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 10,7 %, valorise le titre à 7,50 € 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 7,50 € par action, soit un potentiel d'upside de +14,2 %.

## Synthèse et Opinion

### Une accélération de la dynamique portée par l'Édition...

Fort de son expérience et de certains succès comme WRC 5, le groupe a entamé une nouvelle phase de sa stratégie afin de devenir un leader des mid-publishers. Dans la réalisation de cet objectif, le groupe compte sur un line-up important sur les prochaines années, avec notamment 6 sorties prévues en 2016/17 (dont 2 titres ont été sortis au S1 2016/17) et environ 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, Flatout,...). D'un point de vue chiffré, le groupe ambitionne ainsi d'atteindre un chiffre d'affaires en Édition d'au moins 50 M€ à la fin de l'exercice 2017/18.

### ...et les perspectives très favorables sur les Accessoires Gaming

Après plusieurs semestres de recul, les Accessoires Gaming devraient retrouver prochainement une nouvelle dynamique portée par la sortie d'une manette Nacon haut de gamme, produit décliné sous licence Sony PS4. En effet, Bigben Interactive est aujourd'hui le seul acteur européen ayant pu nouer un partenariat avec Sony sur ce type d'accessoire. Compte tenu de l'important parc installé de PS4, de l'appétence des gamers pour des contrôleurs précis et haut de gamme, cette nouvelle manette (sortie prévue en janvier 2017) recèle un très important potentiel de croissance et de rentabilité à court et moyen termes.

### Des guidances réitérées : Opinion Achat

Lors de la présentation des résultats S1 2016/17, le groupe a réitéré ses guidances, à savoir réaliser un chiffre d'affaires 2016/17 compris entre 200 M€ et 210 M€ pour une MOC supérieure à 5 %. Ces guidances sont, selon nous, tout à fait atteignables au regard du line-up de l'Édition et du potentiel de la manette Nacon sous licence Sony PS4. Nous conservons nos estimations à court terme et relevons nos hypothèses à moyen terme. La valorisation de Bigben Interactive ressort désormais à 7,50 € par titre. 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	L’Edition, un fort relai de croissance pour Bigben Interactive.....	6
2	Commentaires sur les résultats S1 2016/17 .....	6
2.1	Une première partie d’exercice contrastée .....	6
2.2	Une progression du ROC malgré le léger recul d’activité .....	7
2.3	Nouvelle amélioration sensible de la structure bilancielle.....	7
3	Rappel du plan Horizon 2018 et perspectives .....	8
3.1	L’Edition, un axe de développement prioritaire .....	8
3.2	Vers une nouvelle dynamique sur les Accessoires Gaming .....	9
3.3	Le Mobile et l’Audio ne sont pas en reste.....	9
4	Prévisions .....	10
4.1	Une guidance réitérée et largement atteignable .....	10
4.2	Santé financière et flux de trésorerie .....	10
5	Valorisation .....	11
5.1	DCF .....	11
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

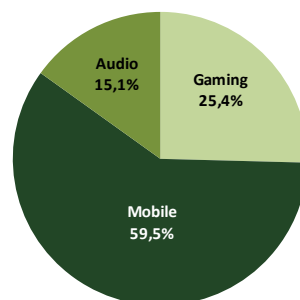
### 1.1 Un cœur de métier historique axé autour des accessoires pour jeux vidéo....

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.

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 (ForceGlass par exemple) 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 16, Sherlock Holmes, 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, Rubiks Cube et Thomson.

#### Répartition du chiffre d'affaires S1 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 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 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 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.

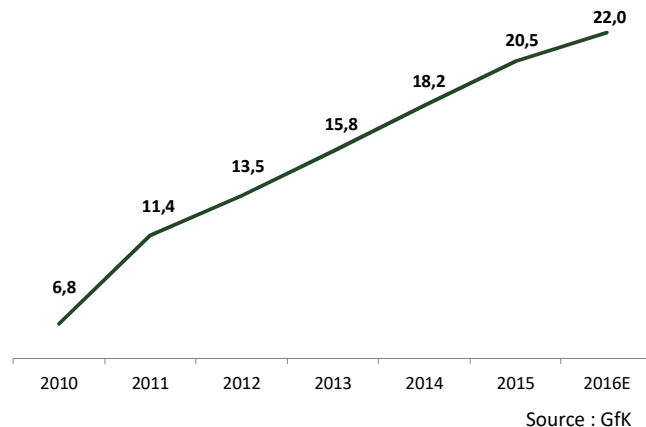
Il est important de noter que le Mobile est aujourd'hui la principale activité de Bigben Interactive en termes de revenus, en représentant plus de 50,0 % du mix d'activités. Ce positionnement permet aujourd'hui au groupe de s'affranchir, en partie, de la cyclicité du marché du jeu vidéo.

## 1.2.1 Un positionnement sur les marchés porteurs

### LE MOBILE : UN MARCHE 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. 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



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 MARCHE 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<sup>ème</sup> génération de Microsoft et Sony. Ainsi, après 23 mois d'exploitation, le nombre de consoles vendues de 8<sup>ème</sup> génération est supérieur de +40 % par rapport aux ventes des consoles de 7<sup>ème</sup> 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, dont 2 déjà lancés au S1 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). Grâce à ces mêmes produits haut de gamme Nacon, le groupe a aujourd'hui réussi à nouer un partenariat avec Sony portant sur une manette haut de gamme sous licence PlayStation 4. Sur les prochains trimestres, le potentiel de cette nouvelle manette est très important au regard du parc installé de PS4, à savoir 50 millions de consoles estimés fin 2016.

### L'AUDIO : UN MARCHE 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

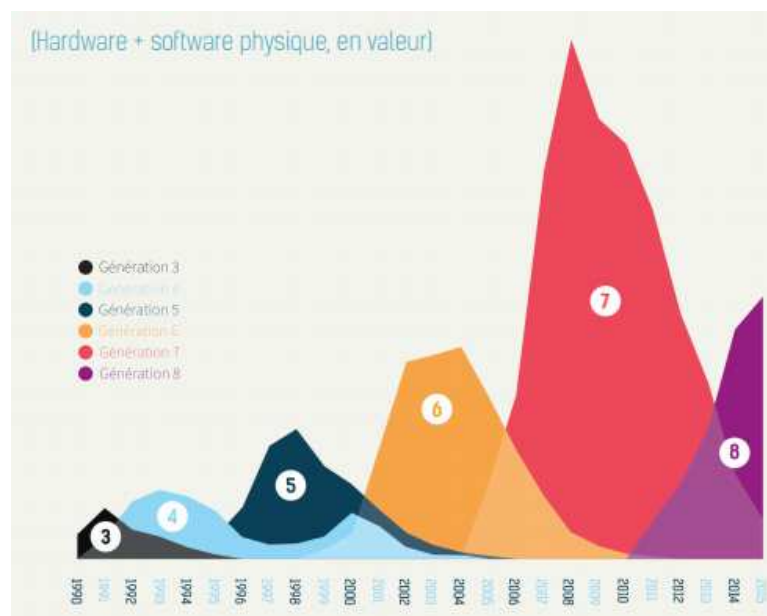
Au vu du succès rencontré par les jeux édités, notamment ceux tirés de la licence WRC, Bigben Interactive compte aujourd'hui fortement renforcer sa présence sur le marché dynamique des mid-publishers et ce, en accélérant le lancement de jeux et en s'appuyant sur des licences fortes (permettant un fort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

Ainsi, sur 2016/17, le groupe compte lancer 6 nouveaux jeux, à savoir Sherlock Holmes, WRC 6 déjà lancés sur le S1 2016/17 ainsi que 2DARK, The Voice (jeu tiré de l'émission), Handball 17 et Flatout 4. Pour 2017/18, Bigben Interactive anticipe une nouvelle accélération de ses lancements en visant la sortie d'environ 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 S1 2016/17

### 2.1 Une première partie d'exercice contrastée

Bigben Interactive a affiché un chiffre d'affaires S1 2016/17 de 84,9 M€, en ligne avec nos attentes, affichant léger un recul de -4,2 % yoy. Le recul des revenus provient principalement d'une base de comparaison défavorable sur le Gaming et l'Audio. Toutefois, le repli a pu être limité par la hausse du Mobile. Dans le détail :

- le Gaming a fait face sur le S1 2016/17 à une base de comparaison difficile, notamment sur 1/ l'Édition, le S1 2015/16 ayant été marqué par la sortie de WRC 5 sur toutes les consoles (Xbox 360, Xbox One, PS3 et PS4) tandis que WRC 6 a été lancé uniquement sur les nouvelles consoles PS4 et Xbox One et 2/ les Accessoires Gaming. Les revenus de l'ensemble du pôle s'établissent ainsi sur la période à 21,6 M€ (dont 10,3 M€ en Édition) ;
- le Mobile a affiché une progression de +5,7 % yoy sur le semestre, notamment grâce aux nouvelles gammes d'accessoires pour les Smartphones premium, dont le nouvel iPhone 7 et aux protèges écrans renforcés Force Glass développés par Bigben. Le pôle a ainsi généré un chiffre d'affaires de 50,5 M€ sur le S1 2016/17 ;
- l'Audio a également fait face à une base de comparaison élevée et a dégagé un chiffre d'affaires de 12,8 M€ sur le S1 2016/17, en repli de -6,3 % yoy. Néanmoins, les ventes des produits sous licence Thomson continuent de progresser (+44,0 % yoy).



### Ventilation par activité du chiffre d'affaires de Bigben Interactive

en M€	S1 2015/16	S1 2016/17	Variation
<b>Gaming</b>	<b>27,2</b>	<b>21,6</b>	<b>-20,4 %</b>
dont Distribution	3,1	2,5	-19,3 %
dont Edition	11,3	10,3	-8,8 %
dont Accessoires Gaming	12,8	8,8	-31,2 %
<b>Mobile</b>	<b>47,8</b>	<b>50,5</b>	<b>+5,7 %</b>
<b>Audio</b>	<b>13,6</b>	<b>12,8</b>	<b>-6,3 %</b>
<b>Total</b>	<b>88,6</b>	<b>84,9</b>	<b>-4,2 %</b>

Source : Bigben Interactive

## 2.2 Une progression du ROC malgré le léger recul d'activité

Sur le premier semestre, Bigben Interactive est parvenu à dégager un ROC de 1,8 M€, en hausse de +26,2 % yoy. Malgré le recul de l'EBITDA sur la période en raison de la baisse d'activité et d'une marge d'EBITDA ayant ponctuellement été bridée par une base de comparaison difficile sur l'Édition (activité à forte marge), la progression du ROC provient essentiellement du recul des amortissements sur la période.

Sur la période, le groupe a enregistré une hausse de son résultat financier, aidée par un gain de change de 1,3 M€.

Ainsi, après prise en compte 1/ d'une charge d'impôts de 0,3 M€ sur le S1 2016/17 et 2/ d'une perte de 0,2 M€ liée aux activités mises en équivalence, le résultat net ressort à 2,1 M€.

### Compte de résultats simplifié

en M€	S1 2015/16	S1 2016/17
<b>Chiffre d'affaires</b>	<b>88,6</b>	<b>84,9</b>
<i>en % de var</i>	-	-4,2 %
<b>EBITDA</b>	<b>6,9</b>	<b>6,2</b>
<i>en % de var</i>	-	-10,1 %
<i>en % du CA</i>	7,8 %	7,3 %
<b>Résultat opérationnel courant</b>	<b>1,4</b>	<b>1,8</b>
<i>en % de var</i>	-	+26,2 %
<i>en % du CA</i>	1,6 %	2,1 %
<b>Autres éléments non récurrents</b>	-	-
<b>Résultat opérationnel</b>	<b>1,4</b>	<b>1,7</b>
<i>en % de var</i>	-	+23,9 %
<i>en % du CA</i>	1,6 %	2,0 %
<b>Résultat financier</b>	<b>0,2</b>	<b>0,8</b>
<b>RCAI</b>	<b>1,6</b>	<b>2,6</b>
<b>Impôts</b>	<b>0,4</b>	<b>0,3</b>
<b>Résultat des activités poursuivies</b>	<b>1,2</b>	<b>2,3</b>
<i>en % du CA</i>	1,4 %	2,7 %
<b>Mise en équivalence</b>	<b>1,4</b>	<b>-0,2</b>
<b>Résultat net du groupe</b>	<b>2,6</b>	<b>2,1</b>
<i>en % de var</i>	-	-
<i>en % du CA</i>	3,0 %	2,4 %

Source : Bigben Interactive

## 2.3 Nouvelle amélioration sensible de la structure bilancielle

Au 30 septembre 2016, les capitaux propres du groupe ressortent en amélioration à 118,6 M€ (vs. 109,0 M€ au 31 mars 2016) intégrant l'augmentation de capital de 7,3 M€ liée à l'exercice des BSA échus au 30 juin 2016. Compte tenu du maintien de la CAF à 7,7 M€, de l'amélioration du BFR (baisse des stocks) et de l'augmentation de capital liée à l'exercice des BSA, le groupe a réduit son endettement de manière très substantielle (-21,1 M€) par rapport au 30 septembre 2015 (dette nette de 25,2 M€ au 30 septembre 2016) et de -2,1 M€ par rapport au 31 mars 2016 (pour rappel la dette nette était de 27,2 M€ au 31 mars 2016).

### 3 Rappel du plan Horizon 2018 et perspectives

---

Début 2016, 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'Edition afin de générer un fort levier sur la rentabilité.

#### 3.1 L'Edition, 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 (dont une manette haut de gamme sous licence PS4 va bientôt être commercialisée), 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 (2 jeux déjà sortis au S1 2016/17) 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 Edition et ce, grâce à la sortie d'environ 10 jeux (coût de développement moyen compris entre 1,5 M€ et 2,5 M€ par jeu).

Enfin, cette accélération des sorties s'accompagne d'une montée en qualité, les nouveaux jeux (WRC 6 et Sherlock Holmes) atteignant la note de 70 sur metacritic (agrégation des différentes notes sur les jeux vidéo) en forte hausse par rapport aux notes des jeux sortis en 2014 (note d'environ de 30) et de 2015 (note d'environ 45).

#### UN LINE-UP PROMETTEUR POUR LE S2

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 (sortie le 7 octobre 2016), suite de WRC 5 (700 000 pièces écoulées en 2015/16). A noter que le jeu sortira le 7 mars 2016 aux Etats-Unis ;
- Sherlock Holmes, The Devil's Daughter, 8<sup>ème</sup> opus de la célèbre franchise (sortie le 10 juin 2016) ;
- Handball 2017 (sortie le 4 novembre 2016) ;
- 2DARK, jeu créé par le studio Gloomywood dirigé par Frédérick Raynal, créateur d'Alone in the Dark (sortie en mars 2017) ;
- The Voice, jeu tiré de la célèbre franchise (sortie en novembre 2016) et pouvant être vendu en bundle avec un micro ;
- Flatout 4 – Total Insanity (en remplacement d'Outcast Second Contact), nouveau jeu basé sur la célèbre licence de jeux de course d'arcade (sortie mars 2017).

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 Vers une nouvelle dynamique sur les Accessoires Gaming

---

Le groupe dispose aujourd'hui d'une très belle opportunité pour retrouver une nouvelle dynamique sur les Accessoires Gaming. En effet, Bigben Interactive a annoncé, le 20 octobre dernier, la sortie en janvier 2017 de la manette REVOLUTION Pro Controller sous licence PlayStation 4. Le groupe est ainsi le premier accessoiriste tiers en Europe à bénéficier de la licence PS4, les manettes dédiées à cette plateforme étant jusqu'ici chasse gardée du japonais.

Cette manette haut de gamme (vendue 110 € en prix public) devrait apporter aux joueurs une précision inégalée grâce aux technologies développées par le groupe.

Ce produit devrait apporter à court et moyen termes un volume d'activité additionnel et une rentabilité significative. Ainsi, sur 2016/17, nous estimons que Bigben Interactive pourrait vendre au minimum 100 000 pièces, soit un CA d'environ 5 M€ et en vendre bien davantage sur l'exercice 2017/18 (à noter que le parc installé de PS4 devrait atteindre 50 millions de consoles fin 2016).

Hors cette manette sous licence Sony, 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 produits sortis 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.

## 3.3 Le Mobile et l'Audio ne sont pas en reste

---

Parallèlement à la stratégie de développement sur l'Edition, 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). A noter que le groupe ne pourra pas bénéficier sur le S2 de la contribution des accessoires Samsung pour le Galaxy Note 7 en raison du rappel de l'ensemble des Smartphones pour risque d'explosion (aucun impact significatif pour Bigben Interactive, Samsung prenant en charge l'ensemble des retours et des reprises).

En relation avec l'univers du Gaming, le groupe compte également sur certaines opportunités comme 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 de manière très active ses développements sur ses gammes de protection de mobiles à forte valeur ajoutée, notamment sur les protèges écrans. La marque Force Glass est aujourd'hui bien installée et le nombre de produits vendus s'élève aujourd'hui à 500 000 pièces pour des revenus estimés à environ 3 M€ (marge brute estimée de 2 M€). Ce niveau élevé de rentabilité permet au groupe d'investir fortement en communication et de développer de nouvelles gammes Force Glass.

### **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 Thomson dont la licence a été renouvelée pour 5 ans.



## 4 Prévisions

---

### 4.1 Une guidance réitérée et largement atteignable

---

Lors de la présentation des résultats S1 2016/17, Bigben Interactive a réitérée 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 %. 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 et par les volumes de manettes Nacon sous licence Sony PS4 commercialisés.

Nous conservons nos estimations et anticipons ainsi pour l'exercice 2016/17 un chiffre d'affaires de 211,2 M€ et de 235,1 M€ en 2017/18, soit des croissances respectives de +4,4 % et de +11,3 %. A plus long terme, nous relevons nos estimations, confiants dans le développement de l'Edition et le potentiel du partenariat avec Sony.

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 12,7 M€, soit une marge opérationnelle courante de 6,0 %.

### 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 <sup>1</sup>	4	3	2	1	0
Liquidité <sup>2</sup>	[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 <sup>3</sup>	[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						0,60%
Risque Client						0,40%
<b>TOTAL</b>						<b>3,20%</b>

Source : société, estimations Genesta

Par conséquent, sur la base d'un taux sans risque de 0,23 % (moyenne à 3 mois de l'OAT TEC 10 – source Agence France Trésor), d'une prime de marché de 7,85 % (prime calculée par Natixis Securities), d'un beta<sup>4</sup> 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 10,69 %.

<sup>1</sup> 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.

<sup>2</sup> Taux de rotation du capital au cours d'une année.

<sup>3</sup> Part du chiffre d'affaires représentée par les 5 clients les plus importants.

<sup>4</sup> 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
0,23 %	7,85 %	1,10	3,20 %	12,07 %	3,50 %	16,63 %	33,00 %	<b>10,69 %</b>

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

## 5.1.2 Calcul de FCF opérationnels

Avec un taux d'actualisation de 10,69 %, nous obtenons le tableau de flux de trésorerie disponibles suivant (en M€) :

	2015/16E	2016/17E	2017/18E	2018/19E	2019/20E	2020/21E	2021/22E	2022/23E	2023/24E	2024/25E	2025/26E
Chiffre d'affaires	202,200	211,170	235,138	257,443	279,970	293,968	302,787	311,871	318,108	324,470	330,960
Excédent brut d'exploitation	16,441	23,271	30,850	35,321	44,795	47,035	48,446	49,899	50,897	51,915	52,954
Impôt		1,490	3,814	5,728	10,258	10,704	10,880	11,079	11,139	11,220	11,297
Investissements		10,559	16,460	20,595	20,801	21,217	21,642	22,075	22,516	22,966	23,426
Variation de BFR		0,816	1,529	2,779	2,381	3,080	1,940	1,998	1,372	1,400	1,428
FCF opérationnels		10,407	9,048	6,219	11,354	12,034	13,984	14,747	15,870	16,329	16,803
FCF opérationnels actualisés		10,060	7,902	4,906	8,092	7,748	8,134	7,749	7,534	7,003	6,510

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		75,638	48,1 %
Période 11-20 ans	<b>3,0%</b>	42,659	27,1 %
Taux de croissance à l'infini	<b>2,0%</b>	38,988	24,8 %
<b>Total</b>		<b>157,286</b>	<b>100,0 %</b>
<b>dont valeur terminale</b>		81,648	

Source : estimations Genesta

Ainsi, la valorisation d'entreprise de Bigben Interactive ressort à 157,286 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)	75,638
+ Valeur terminale actualisée	81,648
+ Titres financiers	0,064
+ Titres mis en équivalences	0,000
- Provisions	0,697
- Endettement financier net	20,000
- Minoritaires	0,000
+ Reports déficitaires actualisés	0,000
= Valeur des Capitaux Propres pg	136,653
Nombre d'actions	18,223
<b>Valeur par action</b>	<b>7,50</b>

Source : estimations Genesta

In fine, la méthode d'actualisation des flux de trésorerie disponibles (« Discounted Cash Flow ») fait ressortir une valeur par action de 7,50 € – soit un potentiel d'upside selon cette approche de +14,2 % par rapport au dernier cours de 6,57 € à la clôture du 23 novembre 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	9,69%	8,37	8,53	8,72	8,94	9,18
	10,19%	7,78	7,92	8,07	<b>8,25</b>	8,44
	10,69%	7,26	7,37	<b>7,50</b>	7,64	7,80
	11,19%	6,79	<b>6,89</b>	6,99	7,11	7,24
	11,69%	6,37	6,45	6,54	6,63	6,74

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	2016/17E	2017/18E	2018/19E
<b>Chiffre d'affaires</b>	<b>178,29</b>	<b>184,85</b>	<b>202,20</b>	<b>211,17</b>	<b>235,14</b>	<b>257,44</b>
% évolution	9,0%	3,7%	9,4%	4,4%	11,3%	9,5%
Charges de personnel	16,83	17,91	19,64	21,12	23,51	24,71
% du CA	9,4%	9,7%	9,7%	10,0%	10,0%	9,6%
Charges externes	23,35	22,83	22,66	23,23	24,92	26,77
% du CA	13,1%	12,4%	11,2%	11,0%	10,6%	10,4%
<b>Excédent brut d'exploitation</b>	<b>11,55</b>	<b>8,51</b>	<b>16,44</b>	<b>23,27</b>	<b>30,85</b>	<b>35,32</b>
% évolution	-28,4%	-26,3%	93,2%	41,5%	32,6%	14,5%
% du CA	6,5%	4,6%	8,1%	11,0%	13,1%	13,7%
<b>Résultat Opérationnel Courant</b>	<b>5,18</b>	<b>1,62</b>	<b>7,28</b>	<b>12,71</b>	<b>19,09</b>	<b>22,45</b>
% évolution	-54,9%	-68,7%	349,8%	74,5%	50,2%	17,6%
% du CA	2,9%	0,9%	3,6%	6,0%	8,1%	8,7%
<b>Résultat Opérationnel</b>	<b>-0,02</b>	<b>1,62</b>	<b>7,28</b>	<b>12,71</b>	<b>19,09</b>	<b>22,45</b>
% évolution	-100,2%	NS	349,8%	74,5%	50,2%	17,6%
% du CA	0,0%	0,9%	3,6%	6,0%	8,1%	8,7%
<b>Résultat financier</b>	<b>-3,20</b>	<b>-13,10</b>	<b>-1,67</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>
<b>Résultat avant impôt</b>	<b>-3,22</b>	<b>-11,48</b>	<b>5,62</b>	<b>12,71</b>	<b>19,09</b>	<b>22,45</b>
<b>Impôts</b>	<b>-0,20</b>	<b>-4,30</b>	<b>1,49</b>	<b>3,81</b>	<b>5,73</b>	<b>6,73</b>
% Taux d'impôt effectif	6,2%	37,5%	26,5%	30,0%	30,0%	30,0%
<b>Mise en équivalence</b>	<b>5,49</b>	<b>2,90</b>	<b>-0,23</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>
<b>Résultat des activités poursuivies</b>	<b>2,47</b>	<b>-4,28</b>	<b>3,89</b>	<b>8,90</b>	<b>13,37</b>	<b>15,71</b>
% évolution	-68,5%	-273,1%	-191,0%	228,5%	50,2%	17,6%
% du CA	1,4%	-2,3%	1,9%	4,2%	5,7%	6,1%
<b>Résultat des activités abandonnées</b>	<b>NS</b>	<b>NS</b>	<b>NS</b>	<b>NS</b>	<b>NS</b>	<b>NS</b>
<b>Résultat Net pdg</b>	<b>2,47</b>	<b>-4,28</b>	<b>3,89</b>	<b>8,90</b>	<b>13,37</b>	<b>15,71</b>
% évolution	-82,5%	-273,1%	-191,0%	228,5%	50,2%	17,6%
% du CA	1,4%	-2,3%	1,9%	4,2%	5,7%	6,1%

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€)	2013/14	2014/15	2015/16	2016/17E	2017/18E	2018/19E
Ecarts d'acquisition	34,02	35,92	35,92	35,92	35,92	35,92
Immobilisations incorporelles	25,69	23,82	25,36	25,36	26,77	29,09
Immobilisations corporelles	16,64	16,08	16,22	16,22	19,51	24,92
Immobilisations financières	0,26	15,89	0,69	0,66	0,69	0,66
<b>BFR</b>	<b>53,49</b>	<b>59,15</b>	<b>54,09</b>	<b>54,90</b>	<b>56,43</b>	<b>59,21</b>
% du CA	30,0%	32,0%	26,8%	26,0%	24,0%	23,0%
Dettes financières	47,80	46,90	36,00	31,00	26,00	21,00
Trésorerie et équivalents de trésorerie	3,70	7,10	8,42	11,51	13,64	13,85
<b>Endettement net</b>	<b>44,10</b>	<b>39,80</b>	<b>27,30</b>	<b>19,49</b>	<b>12,36</b>	<b>7,15</b>

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	2016/17E	2017/18E	2018/19E
<b>CAF</b>	<b>2,47</b>	<b>-4,28</b>	<b>3,89</b>	<b>8,90</b>	<b>13,37</b>	<b>15,71</b>
Investissements	7,13	6,10	9,35	10,56	16,46	20,60
% du CA	4,0%	3,3%	4,6%	5,0%	7,0%	8,0%
Variation du BFR	-4,61	-14,00	-5,06	0,82	1,53	2,78
<b>Flux de trésorerie d'exploitation net</b>	<b>-0,05</b>	<b>3,62</b>	<b>-0,40</b>	<b>-2,48</b>	<b>-4,62</b>	<b>-7,66</b>



## 6.4 Ratios financiers

Au 31/03 (M€)	2013/14	2014/15	2015/16	2016/17E	2017/18E	2018/19E
<b>Bénéfice net par action</b>	<b>0,15</b>	<b>-0,27</b>	<b>0,24</b>	<b>0,55</b>	<b>0,83</b>	<b>0,98</b>
% évolution	-82,5%	-273,1%	-191,0%	28,5%	50,2%	17,6%
<b>Capitalisation boursière</b>	<b>125,90</b>	<b>64,51</b>	<b>66,63</b>	<b>119,72</b>	<b>119,72</b>	<b>119,72</b>
Valeur d'entreprise	170,00	104,31	93,93	139,22	132,08	126,87
<b>P/E</b>	<b>50,90</b>	<b>-15,07</b>	<b>17,11</b>	<b>13,45</b>	<b>8,96</b>	<b>7,62</b>
P/CF	0,14	-0,23	0,21	0,49	0,73	0,86
Market to Book	1,14	0,61	0,61	1,02	0,91	0,81
<b>VE / CA</b>	<b>0,95</b>	<b>0,56</b>	<b>0,46</b>	<b>0,66</b>	<b>0,56</b>	<b>0,49</b>
<b>VE / EBE</b>	<b>14,72</b>	<b>12,26</b>	<b>5,71</b>	<b>5,98</b>	<b>4,28</b>	<b>3,59</b>
<b>VE / ROP</b>	<b>NS</b>	<b>64,43</b>	<b>12,90</b>	<b>10,95</b>	<b>6,92</b>	<b>5,65</b>
<b>EBE / CA</b>	<b>6,5%</b>	<b>4,6%</b>	<b>8,1%</b>	<b>11,0%</b>	<b>13,1%</b>	<b>13,7%</b>
<b>ROP / CA</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,9%</b>	<b>3,6%</b>	<b>6,0%</b>	<b>8,1%</b>	<b>8,7%</b>
<b>Résultat net / CA</b>	<b>1,4%</b>	<b>-2,3%</b>	<b>1,9%</b>	<b>4,2%</b>	<b>5,7%</b>	<b>6,1%</b>
<b>Gearing comptable</b>	<b>40,0%</b>	<b>37,8%</b>	<b>25,0%</b>	<b>16,5%</b>	<b>9,4%</b>	<b>4,9%</b>
<b>Capitaux engagés</b>	<b>134,98</b>	<b>131,45</b>	<b>151,00</b>	<b>132,28</b>	<b>136,35</b>	<b>144,74</b>
RCE	0,1%	4,5%	3,8%	6,7%	9,8%	10,9%
<b>Rentabilité des Fonds Propres</b>	<b>2,2%</b>	<b>-4,1%</b>	<b>3,6%</b>	<b>7,5%</b>	<b>10,2%</b>	<b>10,7%</b>

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.

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

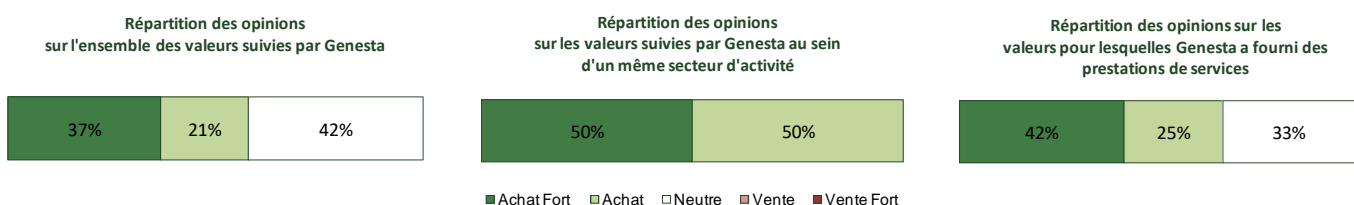
Prestations de conseil auprès de l'émetteur dans le cadre de l'offre sur Modelabs ainsi que pour l'émission de BSA.

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
23 novembre 2016	Etude Semestrielle <b>Achat</b>	<b>7,50 €</b>
25 octobre 2016	Flash Valeur <b>Achat</b>	<b>7,00 €</b>
26 juillet 2016	Flash Valeur <b>Achat</b>	<b>6,00 €</b>
2 juin 2016	Etude Annuelle <b>Achat</b>	<b>6,00 €</b>
26 avril 2016	Flash Valeur <b>Achat</b>	<b>5,00 €</b>
27 janvier 2016	Flash Valeur <b>Achat</b>	<b>4,50 €</b>

### 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.