

Bigben Interactive

Une dynamique bien installée

Commentaires sur les résultats FY 2017/18

Au titre de l'exercice 2017/18, Bigben Interactive a publié un chiffre d'affaires de 245,4 M€, en hausse de +17,9 %. Le groupe a affiché par ailleurs un ROC de 16,4 M€, soit une marge opérationnelle courante de 6,7 %, (en ligne avec nos prévisions à 6,8 %) et en augmentation de +48,7 % yoy. Cette hausse notable de la rentabilité opérationnelle s'explique par la croissance importante du chiffre d'affaires alliée à une bonne maîtrise des frais de structure et de personnel. Le résultat net de la période ressort quasi-stable à 8,9 M€ (-1,1 % yoy), pénalisé par un effet devise défavorable (perte de change de 1,8 M€).

D'un point de vue bilanciel, l'endettement net ressort en baisse à 9,6 M€, correspondant à un taux d'endettement net de 7,2 %, contre 10,5 % à fin mars 2017, et ce grâce à la génération d'un bon niveau de cash-flow sur la période.

Des perspectives à moyen terme prometteuses

Cette publication est l'occasion pour Bigben Interactive d'annoncer ses objectifs 2018/19, à savoir un chiffre d'affaires compris entre 265 et 280 M€ et un taux de ROC supérieur à 8 %. Le groupe s'est dit très confiant compte tenu de la croissance embarquée sur le segment Gaming et plus particulièrement sur le segment Edition, qui devrait franchir la barre des 50 M€ de ventes cette année. Le niveau de CA sur cette activité est effectivement attendu en forte croissance compte tenu 1/ de la sortie de jeux phares (Tennis World Tour, Warhammer Inquisitor) mais également 2/ du fait de l'acquisition de Cyanide et de la montée au capital du studio Kylotonn, opérations qui devraient permettre la mise en avant d'importants relais de croissance en matière d'exécution du pipe de jeux AA mis à disposition du marché.

Le groupe est donc en avance sur son plan stratégique « Bigben 2020 » (qui prévoyait un CA de 280 M€ et un taux de ROC de 9 %) et a indiqué qu'il dévoilera un nouveau plan Horizon 2022 lors de la publication de ses résultats semestriels 2018/19 en novembre prochain.

Volontarisme affirmé en Edition : Achat

Lors de la présentation de ses résultats, le management s'est montré très positif sur les performances à venir du groupe. Autre signal encourageant, le Conseil d'Administration a décidé de soumettre à la prochaine AG, la distribution d'un complément de dividende de 0,10 € au titre de l'exercice 2017/18 (venant s'ajouter à l'acompte de 0,10 € par titre déjà détaché en janvier dernier).

Nous demeurons donc confiants quant aux perspectives de développement annoncées par Bigben. Après mise à jour de notre modèle, notre objectif de cours ressort à 17,40 € par titre, opinion Achat maintenue.

Gabrielle AGNUS

Analyste Financier
gagnus@genesta-finance.com
01.45.63.68.86

Raphaëlle POULAIN

Analyste Financier
rpoulain@genesta-finance.com
01.45.63.68.62

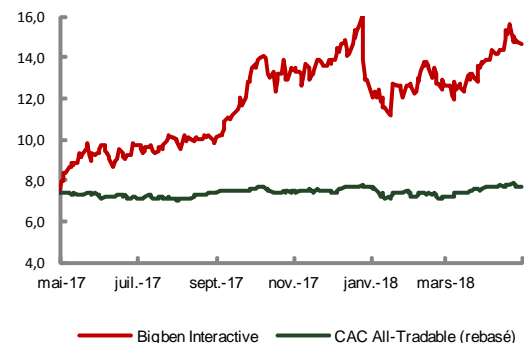
| | |
|-------------------------------------|--------------------------|
| Opinion | 2. Achat |
| Cours (clôture au 28 mai 18) | 14,58 € |
| Objectif de cours | 17,40 € (+19,4 %) |

Données boursières

| | |
|------------------------------------|------------------|
| Code Reuters / Bloomberg | BGBN.PA / BIG:FP |
| Capitalisation boursière | 267,7 M€ |
| Valeur d'entreprise | 164,4 M€ |
| Flottant | 147,3 M€ (55 %) |
| Nombre d'actions | 18 363 339 |
| Volume quotidien | 606 812 € |
| Taux de rotation du capital (1 an) | 58,70% |
| Plus Haut (52 sem.) | 16,08 € |
| Plus Bas (52 sem.) | 7,37 € |

Performances

| | | | |
|----------|--------|--------|---------|
| Absolute | 1 mois | 6 mois | 12 mois |
| | +6,4 % | +8,5 % | +97,8 % |



Actionariat

Flottant : 55 % ; Bolloré Group : 21,6 % ;
AF Invest : 14,2 % ; Quaero Capital : 9,2 %

Agenda

CAT1 2018/19 publié le 23 juillet 2018

Chiffres Clés

| | 2016/17 | 2017/18 | 2018/19E | 2019/20E | 2020/21E |
|-------------------|---------|---------|----------|----------|----------|
| CA (M€) | 208,1 | 245,4 | 299,7 | 330,9 | 366,1 |
| Evolution (%) | 2,9% | 17,9% | 22,1% | 10,4% | 10,6% |
| EBE (M€) | 20,6 | 29,7 | 41,1 | 46,7 | 51,7 |
| ROC (M€) | 11,0 | 16,4 | 26,1 | 30,2 | 34,1 |
| Marge op. (%) | 5,3% | 6,7% | 8,7% | 9,1% | 9,3% |
| Res. Net. Pg (M€) | 9,0 | 8,8 | 18,8 | 21,7 | 24,6 |
| Marge nette (%) | 4,3% | 3,6% | 6,3% | 6,6% | 6,7% |
| BPA | 0,50 | 0,48 | 1,02 | 1,18 | 1,34 |

Ratios

| | 2016/17 | 2017/18 | 2018/19E | 2019/20E | 2020/21E |
|-------------------|---------|---------|----------|----------|----------|
| VE / CA | 0,8 | 1,0 | 0,9 | 0,8 | 0,7 |
| VE / EBE | 8,0 | 8,1 | 6,9 | 5,8 | 5,0 |
| VE / ROP | 15,6 | 16,3 | 10,8 | 8,9 | 7,5 |
| P / E | 16,9 | 26,2 | 14,7 | 12,8 | 11,3 |
| Gearing (%) | 11% | 7% | 3% | -5% | -10% |
| Dette nette / EBE | 0,6 | 0,3 | 0,1 | -0,2 | -0,4 |
| RCE (%) | 5,6% | 8,2% | 12,0% | 12,8% | 13,7% |

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 et plus récemment de développeur. Aujourd'hui, les activités du groupe sont réparties en 3 univers, le Gaming, le Mobile et l'Audio.

Le Mobile, désormais la première activité du groupe

Le Mobile est la première activité du groupe et représente près de 50 % du CA. Bigben Interactive occupe une place importante sur le marché de l'accessoire pour mobiles avec une part de marché estimée supérieure à 35 % en France. Sur ce segment, Bigben Interactive commercialise des accessoires en marque propre mais également au travers de nombreuses licences comme Kenzo, Le Coq Sportif, Jean-Paul Gaultier, Christian Lacroix... Le groupe peut aussi compter sur une gamme de marques fortes à succès, telles que les protections d'écrans Force Glass® et Force Case®, ou bien plus récemment Force Power®, une série de câbles et chargeurs premium pour smartphones qui sortira dans les prochains mois.

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. Dans cette optique, la société a récemment procédé à deux rapprochements stratégiques, avec l'acquisition de Cyanide et le renforcement au capital du studio Kylotonn, lui permettant ainsi d'intégrer l'ensemble de la chaîne de valeur. A terme, le groupe a pour ambition d'atteindre 100 M€ de chiffres d'affaires sur ce segment, confirmant ainsi sa montée en gamme stratégique sur l'Édition, en se focalisant davantage sur des jeux à plus forts coûts de développement, mais également dotés d'une plus forte rentabilité.

Méthode de valorisation

DCF

Suite à cette publication annuelle, nous maintenons nos prévisions de chiffre d'affaires à court et moyen termes, qui intègrent notamment Cyanide, prenant en compte son line-up important de jeux en développement. A noter toutefois que nous ne tenons pas compte, à ce stade, de l'impact du chiffre d'affaires additionnel que Bigben devrait réaliser à terme (horizon > à 2 ans), en qualité d'Éditeur et de Distributeur des jeux développés par Cyanide. Ainsi, nous attendons un chiffre d'affaires 2018/19 de 299,7 M€ pour un ROC de 26,1 M€, soit une marge opérationnelle courante de 8,7 %.

L'actualisation des flux de trésorerie d'exploitation disponibles, avec un coût moyen pondéré des ressources de 10,17 %, valorise le titre à 16,02 € par action.

Comparables

Au regard de l'élargissement du positionnement du groupe, et en particulier au niveau des activités d'Édition, nous avons revu notre univers des comparables et retenons aujourd'hui les acteurs suivants afin de valoriser Bigben :

- Guillemot ;
- Logitech ;
- Garmin ;
- Bang & Olufsen ;
- Capcom Co.
- Focus Home Interactive ;
- Doro AB ;
- GN Store ;
- Digital Bros

L'approche par les multiples boursiers nous conduit à une valorisation de l'action Bigben Interactive de 18,78 € par titre.

Notre objectif de cours, provenant de la moyenne des résultats obtenus par actualisation des flux futurs et comparaison boursière, ressort à 17,40 € par titre, soit un potentiel d'upside de +19,34 % par rapport au cours du 28 mai 2018.

SWOT

Forces

- Positionnement de leader en France sur le marché des accessoires pour les jeux vidéo et les mobiles
- Présence sur l'ensemble de la chaîne de valeur Jeux vidéo (Développeur, Éditeur et Distributeur)
- 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

Faiblesses

- Présence internationale à consolider (en particulier sur l'activité Mobile)

Opportunités

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

Menaces

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

Synthèse et Opinion

Des voyants au vert sur tous les marchés du groupe

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

Du côté du Gaming, le volontarisme affiché de la stratégie Édition vers une montée en gamme du catalogue de jeux, ainsi que les synergies dégagées par l'acquisition du studio Cyanide, devraient avoir pour corolaire un impact fort sur la rentabilité. Le groupe anticipe un doublement de son volume d'affaires en Édition en 2018/19, avec l'objectif à terme de devenir l'un des leaders du segment des jeux AA.

En ce qui concerne l'activité Mobile, les deux marques fortes Force Glass® et Force Case®, qui procurent à Bigben des parts de marché très importantes (> à 35 % en France), devraient largement contribuer à cet élan, qui plus est sur le segment en croissance durable des smartphones premium. A cela s'ajoute le lancement prochain de la gamme de chargeurs et de câbles Force Power®, promis à devenir une nouvelle référence de ce marché dynamique.

Enfin, l'Audio bénéficiera également de la montée en gamme des produits Thomson, ainsi que de l'enrichissement de la marque à succès Lumin'US, dont les produits seront dérivés dans un mode d'utilisation outdoor.

Guidances rehaussées à court et moyen termes

Lors de la présentation de ses résultats, le management s'est montré très confiant sur les performances à venir du groupe, indiquant même être en avance sur ses objectifs stratégiques « Bigben 2020 » (un CA supérieur à 280 M€ et un taux de ROC égal à 9 %). Autre signal positif, le Conseil d'Administration du groupe a décidé de soumettre au vote de la prochaine AG la distribution d'un complément de dividende de 0,10 € au titre de l'exercice 2017/18 (s'ajoutant à l'acompte déjà versé en janvier dernier).

Nous demeurons donc positifs sur la valeur et les perspectives de Bigben. Après mise à jour de notre modèle, nous ajustons à la hausse notre objectif de cours à 17,40 € par titre, ce qui représente un potentiel d'upside de +19,34 %. Opinion Achat maintenue.



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'Édition, en marche vers 2020..... | 6 |
| 2 | Commentaires sur les résultats FY 2017/18 | 7 |
| 2.1 | Une croissance tirée par les activités Accessoires Gaming et Mobile | 7 |
| 2.2 | Une dynamique de rentabilité qui se maintient | 8 |
| 2.3 | Structure bilancielle : de solides fondamentaux..... | 9 |
| 2.4 | Le Gaming et le Mobile comme catalyseur de la croissance, l'Audio en support | 9 |
| 3 | Prévisions | 11 |
| 3.1 | Une guidance dynamique et ambitieuse | 11 |
| 3.2 | Santé financière et flux de trésorerie | 11 |
| 4 | Valorisation | 12 |
| 4.1 | DCF | 12 |
| 4.1.1 | Détermination du taux d'actualisation | 12 |
| 4.1.2 | Calcul de FCF opérationnels..... | 13 |
| 4.1.3 | Calcul de la valeur par action | 13 |
| 4.2 | Comparables | 14 |
| 4.2.1 | Choix des comparables | 14 |
| 4.2.2 | Valorisation | 15 |
| 4.2.3 | Méthodologie de la décote/prime de taille..... | 16 |
| 5 | Synthèse des comptes | 17 |
| 5.1 | Compte de résultats..... | 17 |
| 5.2 | Bilan..... | 17 |
| 5.3 | Tableau des flux de trésorerie | 17 |
| 5.4 | Ratios financiers | 18 |
| 6 | Avertissements importants..... | 19 |
| 6.1 | Définition des opinions et objectifs de cours de Genesta Equity Research..... | 19 |
| 6.2 | Détection de conflits d'intérêts potentiels | 19 |
| 6.3 | Historique des opinions et objectifs de cours relatifs à la valeur au cours des 12 derniers mois | 19 |
| 6.4 | Répartition des opinions | 19 |
| 6.5 | Avertissement complémentaire | 20 |

1 Bigben Interactive : un acteur de la convergence multimédia

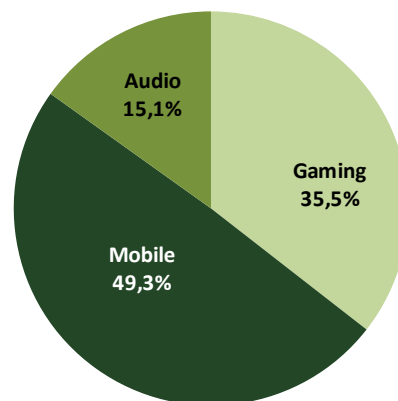
1.1 Un cœur de métier historique axé autour des accessoires pour jeux vidéo...

Bigben Interactive est aujourd'hui le leader européen de la conception et de la distribution d'accessoires pour les téléphones mobiles et pour les jeux vidéo. Le portefeuille d'activités du groupe a considérablement évolué depuis 2003, faisant passer progressivement le groupe d'un positionnement de grossiste du secteur des jeux vidéo à celui d'accessoiriste tiers (mobiles et jeux vidéo), positionnement complété d'un statut d'éditeur de jeux et désormais de développeur avec l'acquisition du studio Cyanide en mai 2018.

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

- **Mobile** : création et distribution d'accessoires pour mobiles (Smartphones et tablettes) au travers de marques propres et de nombreuses licences de marques (Kenzo, DC Shoes, Le Coq Sportif,...). Le groupe a lancé au cours des deux dernières années Force Glass® et Force Case®, protège-écrans haut de gamme qui affichent un très large succès commercial. Bigben est par ailleurs, de manière ponctuelle, présent sur le segment des objets connectés (tracker GPS, produits connectés, drones) ;
- **Gaming** : 1/ création et distribution d'accessoires pour les consoles de jeux vidéo (Nintendo Wii, Wii U, Switch, Sony PlayStation 3 et 4, Microsoft Xbox 360 et One), 2/ édition de logiciels de jeux vidéo en propre AA (WRC 7, Tennis World Tour, Rugby 18...) et 3/ distribution exclusive et non exclusive de jeux vidéo et de produits (casques, etc) pour le compte de tiers. Le groupe a récemment étoffé sa ligne de métiers en acquérant le studio français de jeux vidéo Cyanide, lui permettant d'intégrer l'ensemble de la chaîne de valeur du développement à la distribution des jeux vidéo.
- **Audio** : conception et distribution de produits numériques audio sous les marques Bigben et Thomson.

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



Source : Bigben Interactive

1.2 ...complété par une diversification sur le Mobile

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

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

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

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

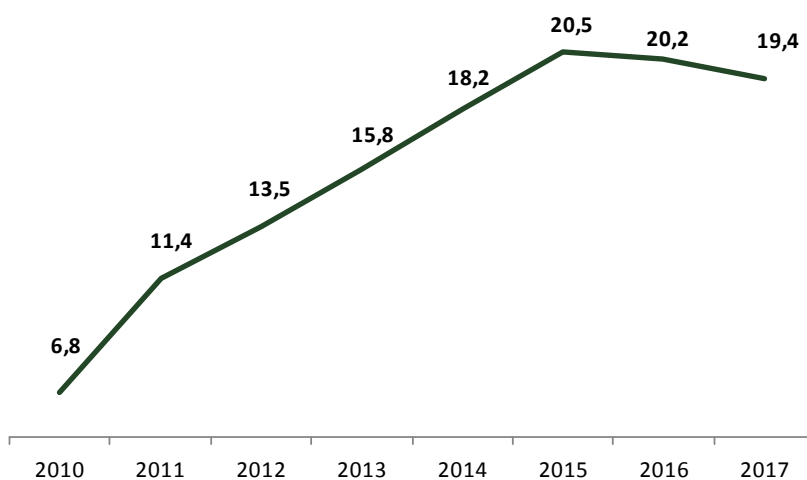
Il est important de noter que le Mobile est aujourd'hui la principale activité de Bigben Interactive en termes de revenus, en représentant près de 50 % du mix d'activités au cours de l'exercice 2017/18. Ce positionnement permet aujourd'hui au groupe de s'affranchir, en partie, de la cyclicité marquée du marché du jeu vidéo.

1.3 Un positionnement sur des marchés d'envergures

LE MOBILE : UN MARCHÉ PORTE PAR LA VENTE DE SMARTPHONES

Le marché des accessoires en téléphonie mobile, et plus spécifiquement celui des accessoires complémentaires (housses de protection, oreillettes,...), recèle toujours un certain potentiel de croissance malgré un léger recul ces dernières années. Selon GfK, 19,4 millions de terminaux neufs ont été écoulés en 2017 contre 20,2 millions en 2016 (soit un repli de -6 %). Toujours selon cette même source, cette diminution du nombre de smartphones écoulés n'était pas arrivée depuis 2007, et est à mettre au crédit 1/ de l'allongement de la durée de vie des smartphones, 2/ d'un niveau de saturation élevé (8 français sur 10 possèdent déjà un smartphone) et 3/ de l'expansion du marché de l'occasion, avec près de 2 M d'exemplaires vendus en 2017.

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



Source : GfK

LE GAMING : UN MARCHÉ QUI REPREND DE LA HAUTEUR

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

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

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

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

L'AUDIO : UN MARCHÉ TIRE PAR LA MOBILITE

Malgré des conditions de marché peu favorables, l'activité Audio résiste bien dans son ensemble 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 1/ des produits Thomson (barres de sons et ensembles d'enceintes multi room) vendus à 280 000 exemplaires au cours de l'exercice 2017/18 ou encore 2/ des enceintes Bluetooth Lumin'us, commercialisées la même année et véritable succès commercial (80 000 pièces vendues), qui seront d'ailleurs prochainement déclinées dans un mode outdoor.

1.4 L'Édition, en marche vers 2020

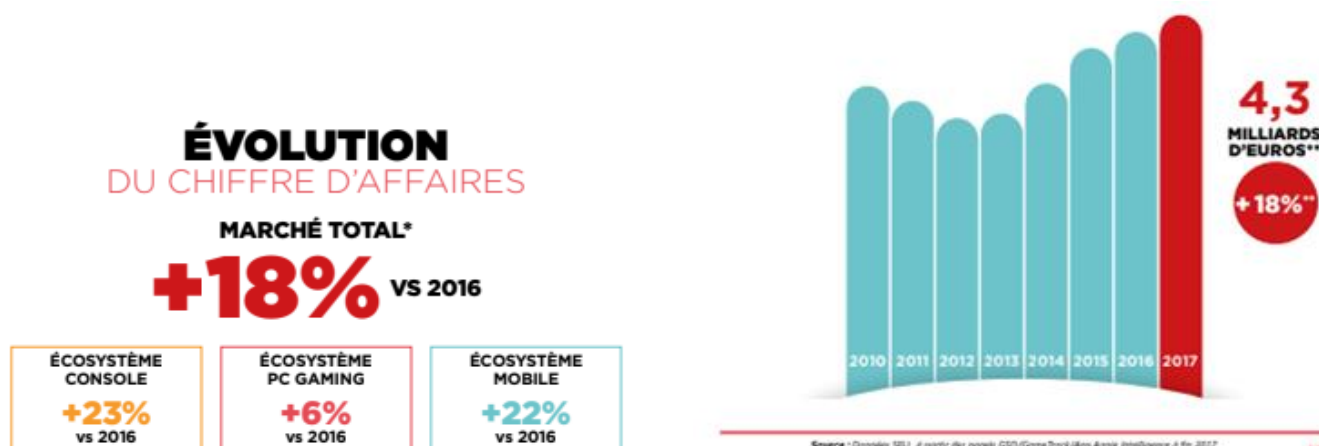
Au vu du succès rencontré par les jeux édités, notamment ceux tirés de la licence WRC, Bigben Interactive compte aujourd'hui fortement renforcer sa présence sur le marché dynamique des mid-publishers.

Le groupe a récemment revu sa stratégie Édition afin de se focaliser davantage sur des titres à plus forts coûts de développement mais dégagant également une plus forte rentabilité. Cet ajustement fait suite aux récentes évolutions de marché, qui témoignent de l'attrait grandissant de la demande pour des jeux de niche plus élaborés, à plus forts coûts de développement mais également plus rentables à long terme pour l'éditeur (culture du back catalogue).

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

Cette accélération de l'investissement dans le domaine des jeux vidéo PC et Consoles est en ligne avec la très forte dynamique du marché, tiré depuis fin 2013 par les consoles Xbox One et PS4. A noter également, le succès grandissant de la console Nintendo Switch, dont plus de 17,8 millions d'unités se sont vendues à travers le monde en l'espace d'un an.

Evolution du marché des jeux vidéo en 2017



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

Dans la continuité de cette stratégie, Bigben a réalisé au cours de l'exercice 2017/18, deux rapprochements majeurs avec des studios de développement, lui permettant d'intégrer l'ensemble de la chaîne de valeur. A ce titre, Bigben a renforcé sa participation à hauteur de 45 % dans le studio Kylotonn Racing en avril dernier, studio parisien particulièrement présent sur la filière jeux vidéo de course, tel que WRC et TT Isle of Man. Dans le même temps, le groupe a annoncé l'acquisition de Cyanide, studio français de référence, reconnu pour la qualité de ses développements mais également pour sa créativité dans la production de titres innovants. Cette opération, permettra au groupe Bigben d'étendre son pipe de jeux vidéo à de nouveaux genres et capter ainsi une plus large audience.

Ces deux opérations d'envergure s'inscrivent parfaitement dans le plan stratégique du groupe et son ambition de devenir un des leaders mondiaux des titres « AA ». Le groupe ambitionne d'ailleurs de franchir le cap des 50 M€ de chiffre d'affaires sur ce segment Edition dès 2018/19.

A horizon 2020, Bigben Interactive anticipe une montée en puissance de ses lancements en visant la sortie de jeux AA pour un chiffre d'affaires Edition proche des 100 M€. Toutefois, compte tenu 1/ de la forte dynamique du marché des jeux vidéos et des futures synergies résultant de la récente acquisition de Cyanide, ces objectifs pourraient être revu à la hausse. Un nouveau plan stratégique à horizon 2022 et traitant de ces nouvelles tendances est actuellement à l'étude au sein des équipes de Bigben et devrait être dévoilé lors des résultats du S1 2018/19 en novembre prochain.

2 Commentaires sur les résultats FY 2017/18

2.1 Une croissance tirée par les activités Accessoires Gaming et Mobile

Au titre de l'année 2017/18, Bigben Interactive a publié un chiffre d'affaires de 245,4 M€, en forte progression de +17,9 %, et ce, au dessus de nos attentes (239,3 M€). Cette belle performance a été générée par l'ensemble des activités du groupe, portée une nouvelle fois par la très bonne contribution du segment Gaming, avec dans le détail :

- le Gaming, qui affiche une progression de +25,2 % yoy sur la période à 87,2 M€. Cette belle dynamique résulte de la forte croissance du segment des Accessoires qui enregistre une hausse de +47,5 %, portée par le succès des manettes et accessoires pour consoles Switch et PS4 (manettes Pro Revolution Controller et Nacon Compact Controller). Le segment Edition, soutenu par les ventes digitales qui représentent désormais 36 % de l'activité (vs 24 % en 2016/17), affiche un chiffre d'affaires de 25,6 M€, et ce malgré le décalage des deux jeux importants à l'exercice 2018/19 (Tennis World Tour et Warhammer Inquisitor).
- le Mobile enregistre un CA FY 2017/18 de 121 M€, en hausse de +14,7 % toujours soutenu par le succès des produits de protection pour smartphones Force Case® et Force Glass® et consolidé par un environnement favorable en matière de sorties de smartphones (Iphone X et Samsung Galaxy S9).
- L'Audio génère un CA de 37,1 M€ soit +13 % yoy, et ce, malgré des conditions de marché légèrement baissières. Les bonnes ventes des enceintes lumineuses de la nouvelle marque du groupe Lumin'US, associées aux bons résultats de produits sous licence Thomson (licence dont le contrat court jusqu'en 2020) contribuent à cette bonne dynamique de croissance.

Ventilation par activité du chiffre d'affaires de Bigben Interactive

| en M€ | 2017/18 | 2016/17 | Variation |
|--------|---------|---------|-----------|
| Gaming | 87,2 | 69,7 | +25,2% |
| Mobile | 121,0 | 105,5 | +14,7% |
| Audio | 37,1 | 32,9 | +13,0% |
| Total | 245,4 | 84,9 | +17,9% |

Source : Bigben Interactive

2.2 Une dynamique de rentabilité qui se maintient

Au titre de l'année 2017/18 et dans la continuité des bons résultats du premier semestre, Bigben Interactive a enregistré une nouvelle hausse notable de sa rentabilité opérationnelle courante. Cette dernière s'élève désormais à 16,4 M€ (vs 11,0 M€ en 2016/17), représentant une marge opérationnelle courante de 6,7 % (vs 5,3 % en 2016/17), en ligne avec nos estimations (MOC à 6,8 %). Cette bonne performance s'explique 1/ par la hausse importante du chiffre d'affaires impliquant des économies d'échelle, mais également 2/ par la très bonne maîtrise des frais de structure et de personnel.

Le résultat financier s'inscrit à -2,8 M€, impacté défavorablement par des pertes de changes de 1,8 M€ (vs. un gain de change de 2,6 M€ sur la même période l'année dernière).

Ainsi, après prise en compte de ces divers éléments, Bigben Interactive enregistre un résultat net de 8,9 M€ sur la période (vs. 9,0 M€ en 2016/17) soit un niveau quasi-stable comparé à l'exercice précédent.

Lors de la présentation de ses résultats annuels 2017/18, Bigben Interactive est revenu sur son plan stratégique à horizon 2020 et notamment sur son objectif de rentabilité de 9 %. Pour atteindre ce niveau, le groupe tend à se concentrer sur des produits à forte valeur ajoutée. Ce fut notamment le cas en 2017/18, avec les marques Force Case® et Force Glass®, dont le succès notable a été un réel moteur de croissance.

Sur le segment Gaming, le groupe continue d'affiner sa stratégie Edition, se concentrant davantage sur des titres plus qualitatifs à forts coûts de développement (de l'ordre de 3 à 5 M€ par titre vs. 1,5 M€ par titre historiquement), mais plus rentables sur le long terme.

Pour illustrer le bien fondé de cette stratégie, signalons qu'au cours de l'exercice 2017/18, le back catalogue représentait 50 % du chiffre d'affaires Edition vendu en digital, preuve de l'importance de la qualité des jeux sur le long terme (croissance des ventes digitales de +57,7 % yoy sur la période, portée par la qualité du back catalogue, avec pour effet de doper d'autant plus la rentabilité). L'exploitation digitale du media modifie immanquablement la création de valeur, avec des niveaux de marges plus élevés et un risque amoindri (stocks limités).

Compte de résultats simplifié

| en M€ | 2017/18 | 2016/17 |
|--------------------------------------|--------------|--------------|
| Chiffre d'affaires | 245,4 | 208,1 |
| <i>en % de var</i> | 17,9% | - |
| EBITDA | 29,7 | 20,6 |
| <i>en % de var</i> | 44,2% | - |
| <i>en % du CA</i> | 12,1% | 9,9% |
| Résultat opérationnel courant | 16,4 | 11,0 |
| <i>en % de var</i> | 49,1% | - |
| <i>en % du CA</i> | 6,7% | 5,3% |
| Résultat opérationnel | 14,9 | 10,6 |
| <i>en % de var</i> | 39,6% | - |
| <i>en % du CA</i> | 6,0% | 5,1% |
| Résultat financier | -2,8 | 1,6 |
| <i>Dont gain (perte) de change</i> | -1,8 | 2,6 |
| Résultat avant impôt | 12,1 | 12,2 |
| <i>en % du CA</i> | 4,9% | 5,9% |
| Impôts | -3,2 | -3,0 |
| Mise en équivalence | - | -0,2 |
| Résultat net du groupe | 8,9 | 9,0 |
| <i>en % de var</i> | -1,1% | - |
| <i>en % du CA</i> | 3,6% | 4,3% |

Source : Bigben Interactive

2.3 Structure bilancielle : de solides fondamentaux

Au 31 mars 2018, les capitaux propres du groupe ressortent en amélioration à 134,6 M€ (vs. 126,0 M€ au 31 mars 2017). Compte tenu de l'amélioration de la rentabilité et de la maîtrise du BFR (bonne gestion des stocks), qui ressort en baisse en pourcentage du chiffre d'affaires, le cash-flow d'activité dégagé par le groupe au cours de l'exercice est en nette augmentation.

Au total, l'endettement net du groupe diminue pour s'établir à 9,6 M€, soit un gearing de seulement 7,2 % (vs. 10,5 % au 31 mars 2017).

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

Gaming

En progression de +25,2 % cette année, le Gaming s'affiche aujourd'hui comme le principal moteur d'activité du groupe. En ce qui concerne les accessoires Gaming, l'activité enregistre une forte croissance de +47,5 % yoy à 52,9 M€. Le groupe bénéficie sur ce segment du succès de sa marque Nacon (marque dédiée aux core gamers consoles et PC). Un premier partenariat avec Sony sous licence PlayStation 3 avait été signé permettant ainsi de démontrer un savoir-faire de qualité de Bigben, pour finalement obtenir dans un deuxième temps une licence applicable à la PlayStation 4. En Septembre 2017, la société a par ailleurs sorti la manette Revolution Pro Controller 2, compatible avec les PC et qui dispose d'un potentiel de vente important sur les prochaines années, notamment en Asie où le groupe commercialise sa nouvelle manette depuis le mois de janvier 2018.

Enfin, le groupe bénéficie du lancement très réussi de la console Nintendo Switch, qui s'est écoulée à plus de 17,8 millions d'exemplaires dans le monde d'après Nintendo, depuis son lancement en mars 2017, permettant une contribution significative au chiffre d'affaires des Accessoires Gaming.

Dans le même temps, Bigben Interactive a pris le parti d'affiner sa stratégie d'Édition de jeux vidéo pour se focaliser vers des titres plus qualitatifs. Bigben Interactive compte ainsi améliorer le contenu des jeux proposés en renforçant ses investissements et disposer d'un pipeline de jeux étoffé.

L'Édition de jeux vidéo représente aujourd'hui un fort relai de croissance pour le groupe compte tenu 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. Les modifications en termes d'usage bouleversent également les business models des Editeurs qui adoptent désormais un mode de distribution Paymium, diffusant du contenu « à la carte ».

Dans la continuité de cette stratégie, Bigben Interactive a récemment annoncé l'acquisition du studio français Cyanide, acteur de référence dans l'univers des jeux vidéo. Créé en 2000, Cyanide a développé un catalogue d'une cinquantaine de titres produits sous licence (Game of Thrones, Tour de France) mais également via la création de nouvelles Propriétés Intellectuelles (Pro Cycling Manager, Styx...). Grâce à cette acquisition, le groupe se dote de nouvelles compétences et actifs, lui permettant d'élargir à de nouveaux genres son portefeuille de titres (jeux de stratégie et tactique, narratifs) et de compléter son expertise déjà reconnue (jeux de simulation sportive, d'action et d'aventure).






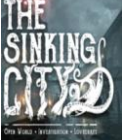
En outre, Bigben Interactive a indiqué en avril dernier avoir porté sa participation à 45 % dans le capital du développeur Kyotonn Racing (WRC, TT Isle of Man, V-Rally 4).

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

LINE-UP 2018/19

Lors de la présentation de ses résultats annuels 2017/18, le groupe a dévoilé son line-up, avec notamment la sortie en simultanée sur les 3 plateformes PS4®, Xbox One®, SWITCH™ de Tennis World Tour en mai 2018, et ce notamment en vue de bénéficier d'un effet médiatique favorable de Roland Garros 2018.

Ainsi, Bigben Interactive a déjà annoncé au titre de l'exercice en cours la sortie de 8 jeux, parmi eux :

| | Date de sortie | Genre | Plateformes | Studio |
|---|----------------|------------|----------------|---------------------|
|  | T1 2018/19 | Simulation | Consoles et PC | Breakpoint |
|  | T2 2018/19 | Simulation | Consoles | Neocore |
|  | T2 2018/19 | Simulation | Consoles et PC | Kylotonn racing |
|  | T2 2018/19 | Simulation | Consoles et PC | Neopica |
|  | T3 2018/19 | Simulation | Consoles et PC | Toplitz Productions |
|  | T4 2018/19 | Simulation | Aventure | Frogwares |

Mobile

Parallèlement à la stratégie de développement sur le Gaming, le groupe compte poursuivre l'élargissement de sa gamme Mobile grâce aux objets connectés mais également à la protection de smartphones. Fort du succès de Force Glass®, qui est la première marque de protège les écrans premium avec garantie à vie et qui a réussi à conquérir plus de 35 % du marché en valeur sur ce segment, la marque Force Case® propose aux détenteurs de smartphones une protection qui combine plusieurs technologies antichocs (notamment un gel amortissant). A noter également, les sorties des nouveaux smartphones (Iphone X et Samsung Galaxy) mais également l'allongement de la durée de vie des mobiles, qui devraient consolider la vente de ces produits à court terme. Plus récemment, Bigben a annoncé la sortie prochaine de Force Power®, une gamme de chargeurs et de câbles pour smartphones garantis à vie, dotée d'une technologie visant à optimiser la recharge batterie et la durée de vie des appareils mobiles.

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

Audio

L'Audio, en hausse de +13 % au cours de l'exercice 2017/18 à 37,1 M€, s'appuie sur le succès grandissant des produits sous licence Thomson, produits qui devraient d'ailleurs continuer sur cette bonne tendance, avec un contrat de licence qui a été prolongé jusqu'en 2020. Les perspectives d'évolution de ce segment sont encourageantes puisque différents projets sont actuellement prévus, basés sur le design et l'innovation (enceintes sans fil, radios-réveils ou encore tourne-disques).

3 Prévisions

3.1 Une guidance dynamique et ambitieuse

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

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

Sur le plan financier, Bigben a réitéré ses guidances 2018/19 et à plus long terme 2019/20. Ainsi, pour l'exercice en cours, le groupe anticipe de réaliser un chiffre d'affaires compris entre 265 M€ et 280 M€ pour une MOC supérieure à 8 %. Au regard de la dynamique actuelle et de l'acquisition de Cyanide, les objectifs de 2019/20 pourraient ainsi être atteints plus rapidement qu'escomptés, dès l'exercice en cours, compte tenu 1/ de l'impact positif de cette opération Cyanide mais également 2/ du climat de marché favorable sur les segments stratégiques du groupe.

Le groupe est donc en avance sur son plan stratégique « Bigben 2020 » (qui prévoyait un CA de 280 M€ et un taux de ROC de 9 %) et a indiqué qu'il dévoilera un nouveau plan Horizon 2022 lors de la publication des résultats semestriels 2018/19 en novembre 2018.

Nous estimons que ces guidances sont totalement atteignables et pourraient être dépassées comme l'indique le management, compte tenu 1/ de l'intégration de Cyanide et 2/ du succès rencontré par les nouveaux jeux de son line-up en Edition, dont notamment Tennis World Tour, dont 500 000 copies ont été mises sur le marché le jour de sa sortie en mai 2018. Malgré un accueil médiatique mitigé, le groupe a annoncé que divers ajustements seront bientôt proposés aux joueurs et a indiqué par ailleurs que cette sortie constituait l'un des meilleurs démarrages commerciaux pour un jeu Bigben sur plateformes digitales.

A noter cependant qu'un échec sur l'un des jeux du pipe 2018/19 du groupe pourrait avoir des répercussions sur la rentabilité de Bigben Interactive et constitue aujourd'hui le principal risque de l'Edition. Risque cependant nuancé par la forte diversification des licences exploitées par le groupe sur cette activité.

Nous anticipons ainsi de notre côté un chiffre d'affaires de 299,7 M€ pour l'exercice 2018/19 et de 330,9 M€ en 2019/20, soit des croissances respectives de +22,1 % et de +10,4 %.

En termes de rentabilité, nous visons une progression de la marge brute (effet mix activités) à compter du S1 2018/19, combinée à la poursuite de la gestion rigoureuse des frais de structure et de personnel.

Notre estimation de résultat opérationnel courant 2018/19 ressort en conséquence à 26,1 M€, soit une marge opérationnelle courante de 8,7 %, conformément à la trajectoire du plan « Bigben 2020 » annoncé par le groupe.

3.2 Santé financière et flux de trésorerie

En termes de santé financière, grâce à la croissance attendue du cash-flow, nous estimons que Bigben Interactive sera en mesure de maîtriser son endettement, et ce malgré l'acquisition en cours de Cyanide, continuant d'afficher progressivement une variation de trésorerie brute en augmentation.

Nous estimons également qu'il existe encore une marge de manœuvre quant à l'optimisation du BFR.

4 Valorisation

4.1 DCF

4.1.1 Détermination du taux d'actualisation

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

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

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

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

Les critères sont appréciés de la façon suivante :

| Critère | Echelle de notation | | | | |
|---|---------------------|-----------------|----------------|----------------|-----------------|
| | ++ | + | = | - | -- |
| Gouvernance d'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 0,78 % (moyenne à 3 mois de l'OAT TEC 10 – source Agence France Trésor), d'une prime de marché de 6,86 % (Fairness Finance, Market Risk Premia), d'un beta de la société de 0,95, d'une prime de risque Small Caps de 3,40 % et d'un levier financier de 5,84 %, le taux d'actualisation s'élève à 10,17 %.

| Taux sans risque | Prime de marché | Beta | Prime Small Caps | Coût du capital | Coût de la dette | Levier financier | Taux d'impôts | WACC |
|------------------|-----------------|------|------------------|-----------------|------------------|------------------|---------------|---------------|
| 0,78% | 6,86% | 0,95 | 3,40% | 10,67% | 2,20% | 5,84% | 28,00% | 10,17% |

Source : AFT, Market Risk Premia, Damodaran, Farness Finance, estimations Genesta

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

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

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

4.1.2 Calcul de FCF opérationnels

Avec un taux d'actualisation de 10,17 %, nous obtenons le tableau de flux de trésorerie disponibles suivant (en M€) :

| | 2017/18 | 2018/19E | 2019/20E | 2020/21E | 2021/22E | 2022/23E | 2023/24E | 2024/25E | 2025/26E | 2026/27E | 2027/28E |
|------------------------------|---------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| Chiffre d'affaires | 245,40 | 299,70 | 330,93 | 366,09 | 388,06 | 409,40 | 429,87 | 448,36 | 466,29 | 482,61 | 497,09 |
| Excédent brut d'exploitation | 29,70 | 41,12 | 46,73 | 51,69 | 58,21 | 61,41 | 64,48 | 71,74 | 74,61 | 77,22 | 80,03 |
| Impôt | | 7,32 | 8,45 | 9,55 | 10,98 | 11,46 | 11,86 | 13,39 | 13,67 | 13,84 | 14,02 |
| Investissements | | 33,90 | 21,51 | 23,80 | 24,15 | 24,52 | 24,88 | 25,26 | 25,56 | 25,87 | 26,12 |
| Variation de BFR | | 4,04 | 3,25 | 7,03 | 0,51 | 2,01 | 3,79 | 3,42 | 2,39 | 1,54 | 0,27 |
| FCF opérationnels | | -4,14 | 13,52 | 11,31 | 22,56 | 23,43 | 23,95 | 29,67 | 32,99 | 35,97 | 39,61 |
| FCF opérationnels actualisés | | -3,76 | 11,14 | 8,46 | 15,31 | 14,44 | 13,40 | 15,06 | 15,20 | 15,05 | 15,04 |

Source : estimations Genesta

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

| | Croissance des FCF | Valeur | % |
|-------------------------------|--------------------|--------------|---------------|
| Période 1-10 ans | | 119,4 | 37,2% |
| Période 11-20 ans | 3,0% | 105,9 | 33,0% |
| Taux de croissance à l'infini | 2,0% | 95,9 | 29,9% |
| Total | | 321,1 | 100,0% |
| dont valeur terminale | | 201,7 | |

Source : estimations Genesta

Ainsi, la valorisation d'entreprise de Bigben Interactive ressort à 321,1 M€.

4.1.3 Calcul de la valeur par action

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

| | |
|-----------------------------------|--------------|
| FCF actualisés (2009-2018) | 119,4 |
| + Valeur terminale actualisée | 201,7 |
| + Titres financiers | |
| + Titres mis en équivalences | 0,9 |
| - Provisions | 0,7 |
| - Endettement financier net | 16,3 |
| - Minoritaires | 0,0 |
| + Reports déficitaires actualisés | 0,0 |
| = Valeur des Capitaux Propres pg | 304,9 |
| Nombre d'actions | 19,0 |
| Valeur par action | 16,02 |

Source : estimations Genesta

In fine, la méthode d'actualisation des flux de trésorerie disponibles (« Discounted Cash Flow ») fait ressortir une valeur par action de 16,02 € – soit un potentiel d'upside selon cette approche de +9,9 % par rapport au dernier cours de 14,58 € à la clôture du 28 mai 2018

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% |
| CMP | 9,17% | 18,17 | 18,59 | 19,07 | 19,62 | 20,27 |
| | 9,67% | 16,71 | 17,06 | 17,44 | 17,88 | 18,39 |
| | 10,17% | 15,43 | 15,71 | 16,02 | 16,38 | 16,78 |
| | 10,67% | 14,29 | 14,52 | 14,78 | 15,07 | 15,39 |
| | 11,17% | 13,27 | 13,46 | 13,68 | 13,91 | 14,18 |

Source : estimations Genesta

4.2 Comparables

4.2.1 Choix des comparables

Au regard de l'élargissement du positionnement du groupe, et en particulier au niveau des activités d'Édition, nous avons revu notre univers des comparables et retenons aujourd'hui les acteurs suivants afin de valoriser Bigben :

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

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

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

Doro AB : L'entreprise suédoise est spécialisée dans la distribution de produits et services de télécommunication. La société commercialise ses solutions dans 40 pays à travers le monde, se focalisant notamment sur le marché des seniors.

Garmin LTD : Garmin fournit des équipements de systèmes de navigation GPS à destination des marchés de l'aviation, la marine, le sport ou encore des loisirs de plein air.

GN Store Nord : Société danoise spécialisée dans la fabrication et la distribution de système d'aide auditives (audioprothèses, sonotone) et d'équipements audio sans fil (casques, oreillettes pour téléphones mobiles). La société est commercialise ses produits en Europe, en Amérique du Nord et en Asie.

Bang & Olufsen : Le groupe Bang & Olufsen possède un savoir-faire reconnu dans la conception d'appareils audiovisuels haut de gamme. La société commercialise des équipements adaptés aux téléphones mobiles notamment (casques, enceintes bluetooth portables, enceintes...).

Digital Bros : La société est spécialisée dans l'édition, la production et la distribution de jeux vidéo en Italie mais aussi à l'international. Digital Bros opère au travers des marques 505 games, 505 Mobile et Halifax.

Capcom Co : Le groupe japonais est également un éditeur et distributeur de jeux vidéos, commercialisant ses titres partout dans le monde. Capcom possède une expertise reconnue dans la production de jeux d'aventure et de combats et est à l'origine de nombreuses franchises à succès.

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

| | CA 18 | CA 19 | EBE 18 | EBE 19 | REX 18 | REX 19 | RN 18 | RN 19 |
|------------------------------------|---------|---------|--------|--------|--------|--------|-------|-------|
| Guillemot Corp. SA | 87,4 | 91,3 | 12,1 | 12,7 | 7,7 | 8,1 | 6,0 | 6,2 |
| Focus Home Interactive SAS | 109,8 | 113,9 | 14,5 | 15,1 | 14,0 | 14,6 | 9,7 | 10,2 |
| Logitech International S.A. | 2 401,6 | 2 578,4 | 291,3 | 326,2 | 276,5 | 313,4 | 222,1 | 245,9 |
| Doro AB | 185,5 | 190,0 | 17,5 | 18,7 | 11,4 | 12,2 | 8,4 | 9,3 |
| Garmin Ltd. | 2 767,9 | 2 825,4 | 667,6 | 692,4 | 597,9 | 612,8 | 507,1 | 526,6 |
| GN Store Nord A/S | 1 341,9 | 1 442,6 | 274,2 | 298,7 | 226,2 | 247,4 | 168,0 | 184,7 |
| Bang & Olufsen A/S | 499,0 | 547,4 | 76,1 | 92,4 | 48,1 | 69,0 | 37,5 | 53,9 |
| Digital Bros S.p.A. | 163,5 | NA | 30,3 | NA | 23,3 | NA | 16,8 | NA |
| Capcom Co., Ltd. | 746,5 | 821,0 | 193,1 | 213,7 | 149,4 | 169,5 | 102,2 | 116,8 |

Source : Infront Analytics

| | Capitalisation | Dettes nettes | Minoritaires | VE |
|-----------------------------|----------------|---------------|--------------|---------|
| Guillemot Corp. SA | 78,5 | -6,9 | 0,0 | 71,6 |
| Focus Home Interactive SAS | 149,0 | -10,2 | 0,0 | 138,8 |
| Logitech International S.A. | 5 705,6 | -513,4 | 0,0 | 5 192,2 |
| Doro AB | 99,0 | 18,0 | 0,0 | 117,1 |
| Garmin Ltd. | 9 822,1 | -1 059,2 | 0,0 | 8 762,8 |
| GN Store Nord A/S | 4 456,3 | 457,6 | 0,0 | 4 913,9 |
| Bang & Olufsen A/S | 823,2 | -120,6 | 0,0 | 702,6 |
| Digital Bros S.p.A. | 136,3 | -10,8 | 0,0 | 125,6 |
| Capcom Co., Ltd. | 2 769,1 | -63,5 | 0,0 | 2 705,6 |

Source : Infront Analytics

4.2.2 Valorisation

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

| | CA 18/19 | CA 19/20 | EBE 18/19 | EBE 19/20 | REX 18/19 | REX 19/20 | RN 18/19 | RN 19/20 |
|-----------------------------|----------|----------|-----------|-----------|-----------|-----------|----------|----------|
| Guillemot Corp. SA | 0,82 | 0,78 | 5,92 | 5,64 | 9,30 | 8,84 | 13,08 | 12,66 |
| Focus Home Interactive SAS | 1,26 | 1,22 | 9,55 | 9,18 | 9,91 | 9,50 | 15,36 | 14,61 |
| Logitech International S.A. | 2,16 | 2,01 | 17,82 | 15,92 | 18,78 | 16,57 | 25,69 | 23,20 |
| Doro AB | 0,63 | 0,62 | 6,70 | 6,25 | 10,31 | 9,57 | 11,73 | 10,63 |
| Garmin Ltd. | 3,17 | 3,10 | 13,13 | 12,66 | 14,66 | 14,30 | 19,37 | 18,65 |
| GN Store Nord A/S | 3,66 | 3,41 | 17,92 | 16,45 | 21,73 | 19,86 | 26,53 | 24,12 |
| Bang & Olufsen A/S | 1,41 | 1,28 | 9,23 | 7,60 | 14,61 | 10,18 | 21,97 | 15,29 |
| Digital Bros S.p.A. | 0,77 | NS | 4,15 | NS | 5,39 | NS | 8,13 | NS |
| Capcom Co., Ltd. | 3,62 | 3,30 | 14,01 | 12,66 | 18,11 | 15,97 | 27,09 | 23,71 |
| Moyenne | 1,94 | 1,96 | 10,94 | 10,80 | 13,64 | 13,10 | 18,77 | 17,86 |
| Médiane | 1,41 | 1,65 | 9,55 | 10,92 | 14,61 | 12,24 | 19,37 | 16,97 |

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

| | CA 18/19 | CA 19/20 | EBE 18/19 | EBE 19/20 | REX 18/19 | REX 19/20 | RN 18/19 | RN 19/20 |
|--------------------------------------|----------|----------|-----------|-----------|-----------|-----------|----------|----------|
| Bigben Interactive | 299,7 | 330,9 | 41,1 | 46,7 | 26,1 | 30,2 | 18,8 | 21,7 |
| Valorisation induite | 566,58 | 633,94 | 433,33 | 488,10 | 340,26 | 379,03 | 353,20 | 388,07 |
| | 405,64 | 529,27 | 376,26 | 493,79 | 365,61 | 353,05 | 364,48 | 368,74 |
| Valorisation moyenne / action | 28,05 | | 23,53 | | 18,89 | | 19,37 | |

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

Appliquée à Bigben Interactive, cette méthode nous amène à mettre en œuvre une décote de taille de -16,4 % aux résultats évoqués précédemment.

| | |
|---|----------------|
| Capitalisation moyenne des comparables | EUR 2 671,0 M |
| Capitalisation non corrigée de la société | EUR 427,5 M |
| Rapport des capitalisations | 16,0 % |
| Prime / Décote à appliquer | -16,4 % |

Après décote, nous obtenons les valorisations suivantes :

| | | | | |
|-------------------------------|--------------|-------|-------|-------|
| Valorisation moyenne / action | 23,45 | 19,68 | 15,79 | 16,19 |
| Moyenne | 18,78 | | | |

Ainsi, l'approche par la méthode des multiples boursiers de sociétés comparables nous amène à une fourchette de valorisation de 15,79€ – 23,45 €, et en moyenne à un prix par action de 18,78 €, soit un potentiel d'upside selon cette approche de +28,8 % par rapport au cours de Bigben Interactive de 14,58 € à la clôture du 28 mai 2018.

4.2.3 Méthodologie de la décote/prime de taille

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

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

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

La démarche que Genesta adopte consiste à :

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

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

5 Synthèse des comptes

5.1 Compte de résultats

| | 2015/16 | 2016/17 | 2017/18E | 2018/19E | 2019/20E | 2020/21E |
|---|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Chiffre d'affaires | 202,2 | 208,1 | 245,4 | 299,7 | 330,9 | 366,1 |
| %évolution | 9,4% | 2,9% | 17,9% | 22,1% | 10,4% | 10,6% |
| Achats consommés | 141,5 | 142,9 | 168,5 | 196,3 | 216,4 | 239,4 |
| %du CA | 70,0% | 68,7% | 68,7% | 65,5% | 65,4% | 65,4% |
| Charges de personnel | 19,6 | 20,2 | 21,1 | 28,8 | 31,8 | 35,1 |
| %du CA | 9,7% | 9,7% | 8,6% | 9,6% | 9,6% | 9,6% |
| Charges externes | 22,7 | 23,3 | 26,7 | 31,2 | 33,4 | 37,0 |
| %du CA | 11,2% | 11,2% | 10,9% | 10,4% | 10,1% | 10,1% |
| Excédent brut d'exploitation | 16,4 | 20,6 | 29,7 | 41,1 | 46,7 | 51,7 |
| %évolution | 93,2% | 25,4% | 44,1% | 38,4% | 13,6% | 10,6% |
| %du CA | 8,1% | 9,9% | 12,1% | 13,7% | 14,1% | 14,1% |
| Résultat Opérationnel Courant | 7,3 | 11,0 | 16,4 | 26,1 | 30,2 | 34,1 |
| %évolution | 349,8% | 51,4% | 48,8% | 59,4% | 15,5% | 13,1% |
| %du CA | 3,6% | 5,3% | 6,7% | 8,7% | 9,1% | 9,3% |
| Résultat Opérationnel | 7,3 | 10,6 | 14,8 | 26,1 | 30,2 | 34,1 |
| %évolution | 349,8% | 45,0% | 40,1% | 76,6% | 15,5% | 13,1% |
| %du CA | 3,6% | 5,1% | 6,0% | 8,7% | 9,1% | 9,3% |
| Résultat financier | -1,7 | 1,6 | -2,8 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Résultat avant impôt | 5,6 | 12,2 | 12,0 | 26,1 | 30,2 | 34,1 |
| Impôts | 1,5 | 3,0 | 3,2 | 7,3 | 8,5 | 9,6 |
| %Taux d'impôt effectif | 26,5% | 24,7% | 26,3% | 28,0% | 28,0% | 28,0% |
| Mise en équivalence | -0,2 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Résultat des activités poursuivies | 3,9 | 9,0 | 8,8 | 18,8 | 21,7 | 24,6 |
| %évolution | -19,13% | 130,1% | -1,3% | 112,8% | 15,5% | 13,1% |
| %du CA | 1,9% | 4,3% | 3,6% | 6,3% | 6,6% | 6,7% |
| Résultat des activités abandonnées | NS | NS | NS | NS | NS | NS |
| Résultat Net pdg | 3,9 | 9,0 | 8,8 | 18,8 | 21,7 | 24,6 |
| %évolution | -19,13% | 130,1% | -1,3% | 112,8% | 15,5% | 13,1% |
| %du CA | 1,9% | 4,3% | 3,6% | 6,3% | 6,6% | 6,7% |

Croissance tirée par le Gaming et le Mobile. Accélération dès 2018/19, soutenue par l'Édition et l'acquisition de Cyanide.

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

5.2 Bilan

| Au 31/03 (M€) | 2015/16 | 2016/17 | 2017/18E | 2018/19E | 2019/20E | 2019/20E |
|---|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|--------------|
| Ecart d'acquisition | 35,9 | 35,9 | 35,9 | 35,9 | 35,9 | 35,9 |
| Immobilisations incorporelles | 25,4 | 30,9 | 31,7 | 37,3 | 38,8 | 40,7 |
| Immobilisations corporelles | 15,5 | 14,4 | 16,2 | 29,5 | 32,9 | 37,3 |
| Immobilisations financières | 0,7 | 0,6 | 0,6 | 0,6 | 0,6 | 0,6 |
| BFR | 58,7 | 58,9 | 58,9 | 62,9 | 66,2 | 73,2 |
| %du CA | 29,0% | 28,3% | 24,0% | 21,0% | 20,0% | 20,0% |
| Dettes financières | 35,8 | 21,7 | 16,7 | 11,7 | 9,0 | 6,3 |
| Trésorerie et équivalents de trésorerie | 8,4 | 8,5 | 7,8 | 6,8 | 17,6 | 26,2 |
| Endettement net | 27,3 | 13,2 | 9,6 | 4,9 | -8,6 | -19,9 |

Goodwill élevé lié à l'acquisition de Modelabs

Réduction de l'endettement net

5.3 Tableau des flux de trésorerie

| Au 31/03 (M€) | 2015/16 | 2016/17 | 2017/18E | 2018/19E | 2019/20E | 2019/20E |
|--|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| CAF | 15,7 | 23,2 | 22,1 | 33,8 | 38,3 | 42,1 |
| Investissements | 9,6 | 14,0 | 16,0 | 33,9 | 21,5 | 23,8 |
| %du CA | 4,7% | 6,7% | 6,5% | 11,3% | 6,5% | 6,5% |
| Variation du BFR | -5,0 | -6,6 | 0,0 | 4,0 | 3,2 | 7,0 |
| Flux de trésorerie d'exploitation net | 11,2 | 15,8 | 6,2 | -4,1 | 13,5 | 11,3 |

5.4 Ratios financiers

| Au 31/03 (M€) | 2015/16 | 2016/17 | 2017/18E | 2018/19E | 2019/20E | 2019/20E |
|--------------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|---------------|
| Bénéfice net par action | 0,2 | 0,5 | 0,5 | 1,0 | 1,2 | 1,3 |
| %évolution | -192,3% | 108,3% | -3,7% | 12,8% | 15,5% | 13,1% |
| Capitalisation boursière | 66,6 | 151,2 | 231,4 | 277,5 | 277,5 | 277,5 |
| Valeur d'entreprise | 93,9 | 164,4 | 241,0 | 282,4 | 268,9 | 257,5 |
| P/E | 17,1 | 16,9 | 26,2 | 14,7 | 12,8 | 11,3 |
| P/CF | 0,8 | 1,2 | 1,2 | 1,8 | 2,0 | 2,2 |
| Market to Book | 0,6 | 1,2 | 1,7 | 1,8 | 1,6 | 1,4 |
| VE / CA | 0,5 | 0,8 | 1,0 | 0,9 | 0,8 | 0,7 |
| VE / EBE | 5,7 | 8,0 | 8,1 | 6,9 | 5,8 | 5,0 |
| VE / ROP | 12,9 | 15,6 | 16,3 | 10,8 | 8,9 | 7,5 |
| EBE / CA | 8,1% | 9,9% | 12,1% | 13,7% | 14,1% | 14,1% |
| ROP / CA | 3,6% | 5,1% | 6,0% | 8,7% | 9,1% | 9,3% |
| Résultat net / CA | 1,9% | 4,3% | 3,6% | 6,3% | 6,6% | 6,7% |
| Gearing comptable | 25,0% | 10,5% | 7,1% | 3,2% | -4,9% | -10,0% |
| Capitaux engagés | 142,8 | 135,1 | 142,5 | 156,5 | 169,7 | 178,8 |
| RCE | 4,1% | 5,6% | 8,2% | 12,0% | 12,8% | 13,7% |
| Rentabilité des Fonds Propres | 3,6% | 7,1% | 6,6% | 12,3% | 12,4% | 12,3% |

Réduction du gearing

6 Avertissements importants

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

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

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

6.2 Détection de conflits d'intérêts potentiels

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

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

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

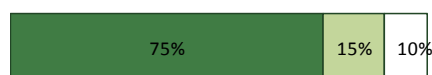
En qualité de Conseiller en Investissements Financiers, membre de l'ACIFTE, Genesta se réfère aux modalités administratives et organisationnelles définies par cette association pour son fonctionnement interne, en particulier dans le respect du Code de Bonne Conduite défini par l'ACIFTE et des Procédures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

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

| Date | Opinion | Objectif de cours |
|------------------|------------------------------------|-------------------|
| 29 mai 2018 | Etude Annuelle Achat | 17,40 € |
| 15 mai 2018 | Flash Valeur Achat | 15,75 € |
| 24 avril 2018 | Flash Valeur Achat | 15,00 € |
| 23 janvier 2018 | Flash Valeur Neutre | 14,65 € |
| 22 novembre 2017 | Etude Semestrielle Achat | 14,50 € |
| 24 octobre 2017 | Flash Valeur Neutre | 13,50 € |
| 25 juillet 2017 | Flash Valeur Neutre | 9,70 € |

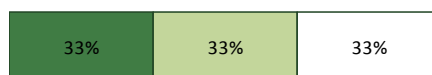
6.4 Répartition des opinions

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



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

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



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

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



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



6.5 Avertissement complémentaire

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

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

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

Cette publication ne peut être diffusée auprès de personnes soumises à certaines restrictions. Ainsi, en particulier, au Royaume-Uni, seules les personnes considérées comme 'personnes autorisées ou exemptées' selon le 'Financial Services Act 1986' du Royaume-Uni, ou tout règlement passé en vertu de celui-ci ou les personnes telles que décrites dans la section 11 (3) du 'Financial Services Act 1986 (Investment Advertisement) (Exemption) order 1997' peuvent avoir accès à la publication ci-présente. Celle-ci ne saurait être distribuée ou communiquée, directement ou indirectement, à tout autre type de personne. Toute personne qui viendrait à être en possession de cette publication doit s'informer et respecter de telles restrictions. De même, cette publication ne peut être diffusée aux États-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.