

Date de première diffusion : 28 novembre 2018

Bigben Interactive

Forte amélioration de la rentabilité au premier semestre

Commentaires sur les résultats S1 2018/19

Au titre du S1 2018/19, Bigben Interactive a publié un chiffre d'affaires de 106,0 M€, en repli de -3,7 %. Malgré cette légère érosion de l'activité, le groupe a affiché un ROC de 8,7 M€, en augmentation de +45,4 % yoy, représentant une marge opérationnelle courante de 8,2%. Cette hausse notable de la rentabilité opérationnelle s'explique 1/ par un mix produit plus favorable mais également 2/ par la bonne maîtrise de charges externes. Le résultat net de la période ressort également en forte hausse à 6,1 M€, soit +45,6 % yoy, porté notamment par un effet devise favorable (gain de change de 1,2 M€).

D'un point de vue bilanciel, l'endettement net ressort en hausse à 36,3 M€, correspondant à un ratio de Gearing de 24,4 %, contre 12,4 % à fin septembre 2017, et ce, compte tenu de la contraction de nouveaux emprunts pour le financement des dernières acquisitions de l'activité Edition.

Nouveau plan stratégique 2022

Dans le cadre de la présentation de ses résultats semestriels 2018/19, Bigben Interactive a dévoilé son nouveau plan stratégique à horizon 2022. Ce dernier a pour ambition de faire de Bigben un acteur de référence 1/ sur le segment des jeux vidéo AA en qualité de développeur / éditeur, 2/ sur l'activité des accessoires pour mobiles, en consolidant les gammes existantes et en développant des partenariats forts à l'international et enfin 3/ sur la division Audio, misant notamment sur les nouveaux usages du « tout-connecté ».

A horizon 2022, Bigben ambitionne ainsi d'atteindre 350 M€ de chiffre d'affaires, dont 55 % généré par la seule division Gaming. En ce qui concerne la rentabilité, le groupe cible une marge opérationnelle courante de 12 %, portée par la digitalisation des ventes de l'activité Edition, mais également grâce à la montée en gamme et l'internationalisation des accessoires pour mobiles.

A plus court terme, le groupe a réitéré ses guidances de chiffre d'affaires et de rentabilité pour l'exercice en cours 2018/19 à savoir, un volume de ventes compris entre 240 et 255 M€ ainsi qu'une MOC comprise entre 8,7 % et 9 %.

De belles perspectives annoncées : Achat Fort

Lors de la présentation de ses résultats semestriels, le management s'est montré très positif sur les performances à venir du groupe. Les perspectives de croissance sont nombreuses, portées par des éléments structurels et conjoncturels. Le volontarisme affiché par Bigben sur le segment Gaming, illustré par les opérations de croissance externes réalisées récemment, confère au groupe de forts leviers de croissance et de rentabilité.

Suite à cette publication et aux nouvelles guidances annoncées, nous demeurons confiants quant aux nouvelles perspectives de développement du groupe Bigben. Après mise à jour de notre modèle, notre objectif de cours ressort à 15,50 € par titre, opinion Achat Fort maintenue.

Gabrielle AGNUS

Analyste Financier

gagnus@genesta-finance.com

01.45.63.68.86

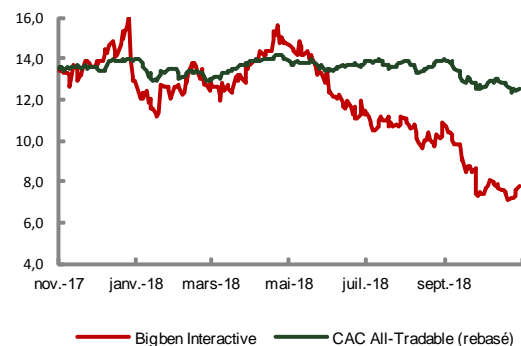
Opinion **1. Achat Fort**
Cours (clôture au 27/11/18) **9,12 €**
Objectif de cours **15,50 € (+70,0 %)**

Données boursières

Code Reuters / Bloomberg	BGBN.PA / BIG:FP
Capitalisation boursière	177,8 M€
Valeur d'entreprise	216,8 M€
Flottant	97,8 M€ (55 %)
Nombre d'actions	19 500 119
Volume quotidien	330 908 €
Taux de rotation du capital (1 an)	48,19%
Plus Haut (52 sem.)	16,08 €
Plus Bas (52 sem.)	7,12 €

Performances

Absolute	1 mois	6 mois	12 mois
	+3,2 %	-47,1 %	-42,6 %



Actionnariat

Flottant : 57,7 % ; Bolloré Group : 20,2 % ;
AF Invest : 13,4 % ; Quaero Capital : 8,7 %

Agenda

CAT3 2018/19 publié le 21 janvier 2019

Chiffres Clés

	2016/17	2017/18	2018/19E	2019/20E	2020/21E
CA (M€)	208,1	245,4	253,7	288,1	330,9
Evolution (%)	2,9%	17,9%	3,4%	13,6%	14,8%
EBE (M€)	20,6	29,7	42,3	56,5	72,1
ROC (M€)	11,0	16,4	22,5	26,2	37,4
Marge op. (%)	5,3%	6,7%	8,9%	9,1%	11,3%
Res. Net. Pg (M€)	9,0	8,8	16,5	19,3	27,4
Marge nette (%)	4,3%	3,6%	6,5%	6,7%	8,3%
BPA	0,50	0,48	0,90	1,05	1,49

Ratios

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

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

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

Présentation de la société

Leader européen de la conception d'accessoires

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

Rééquilibrage des activités ...

Anciennement, première activité du groupe, le Mobile représente désormais environ 45 % du CA. Sur ce segment, Bigben Interactive commercialise des accessoires en marque propre mais également au travers de nombreuses licences (Kenzo, Le Coq Sportif...). 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.

... en faveur du Gaming et de l'Édition.

Bigben a récemment entrepris de remettre largement l'accent sur l'activité Gaming et ayant pour corolaire un rééquilibrage de ses activités. L'édition AA est ainsi plus que jamais au cœur de la stratégie de Bigben. 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 trois rapprochements stratégiques, avec l'acquisition des studios Cyanide Eko Software et 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 CA 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.

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, Editeur 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, dans le prolongement des récents développements (en Asie sur la partie Gaming et en Europe en particulier sur l'activité Mobile, selon le modèle du partenariat Orange en Espagne)

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

Méthode de valorisation

DCF

Suite à cette publication semestrielle, nous ajustons nos prévisions de chiffre d'affaires à court et moyen termes, qui intègrent notamment les opérations de croissance externe, prenant en compte le line-up important de jeux en développement. Ainsi, nous attendons un chiffre d'affaires 2018/19 de 253,7 M€ pour un ROC de 22,5 M€, soit une marge opérationnelle courante de 8,9 %.

L'actualisation des flux de trésorerie d'exploitation disponibles, avec un coût moyen pondéré des ressources de 9,33 %, valorise le titre à 16,54 € par action.

Comparables

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

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

L'approche par les multiples boursiers nous conduit à une valorisation de l'action Bigben Interactive de 14,47 € par titre.

Notre objectif de cours, provenant de la moyenne des résultats obtenus par actualisation des flux futurs et comparaison boursière, ressort à 15,50 € par titre, soit un potentiel d'upside de +70,0 % par rapport au cours du 27 novembre 2018.

Synthèse et Opinion

En route pour 2022 : nouveau plan stratégique

Dans le cadre de la présentation de ses résultats semestriels, Bigben a dévoilé les détails de son nouveau plan d'actions à horizon 2022. Ce dernier ambitionne de faire de Bigben un acteur de référence sur l'ensemble de ces pôles d'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 des studios Cyanide, Eko Software et Kylotonn devraient avoir pour corolaire un impact fort sur la rentabilité. Le groupe anticipe à terme près de 190 M€ de volume de ventes sur cette seule activité.
- En ce qui concerne l'activité Mobile, les marques fortes Force Glass®, Force Case® et Force Power®, qui procurent à Bigben des parts de marché très importantes, devraient largement contribuer à cet élan, qui plus est grâce au renouvellement attendu des smartphones lié à l'arrivée de la 5G en 2020.
- Enfin, l'Audio bénéficiera également de la montée en gamme des marques propres et sous licence, dont les produits seront dérivés dans un mode d'utilisation connectée.

De nouvelles guidances ambitieuses

Nous demeurons donc positifs sur la valeur et les nouvelles perspectives dévoilées par Bigben. Le management s'est montré très confiants sur les performances à venir du groupe, porté par des catalyseurs de croissance et surtout de rentabilité solides. Bigben, qui a entrepris l'an dernier une pleine intégration des activités Édition via l'acquisition de 3 studios de développement de jeux vidéo, prend là toute la mesure du potentiel de développement de ce secteur dynamique et aux perspectives de croissance très prometteuses.

Après mise à jour de notre modèle, nous ajustons à la hausse notre objectif de cours à 15,50 € par titre, ce qui représente un potentiel d'upside de +70,0 %. Opinion Achat Fort 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 route vers 2022	6
2	Commentaires sur les résultats S1 2018/19	7
2.1	Top Line : une base de comparaison trop exigeante	7
2.2	Des indicateurs de rentabilité en nette amélioration.....	8
2.3	Structure bilancielle : de solides fondamentaux.....	8
2.4	Des dynamiques différentes au sein des pôles.....	9
3	Prévisions	10
3.1	De nouveaux objectifs ambitieux.....	10
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

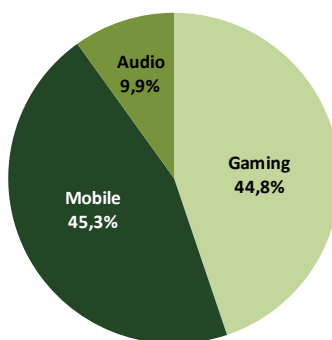
1.1 Un cœur de métier historique axé autour des accessoires pour jeux vidéo...

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 des studios Cyanide, Kylotonn et Eko Software.

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 les studios français de jeux vidéo Cyanide, Kylotonn et Eko Software 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 S1 2018/19 de Bigben Interactive par activité



Source : Bigben Interactive

A noter, le rééquilibrage des activités du groupe en termes de contribution au chiffre d'affaires en faveur de l'activité Gaming. En effet, l'évolution du mix produits de Bigben Interactive s'illustre par une moindre contribution du segment Mobile, avec toutefois un focus plus important sur des produits à forte valeur ajoutée et mieux margés, compensé par une forte croissance de l'activité Gaming, qui devrait vraisemblablement faire figure de première activité du groupe à court terme.

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...).

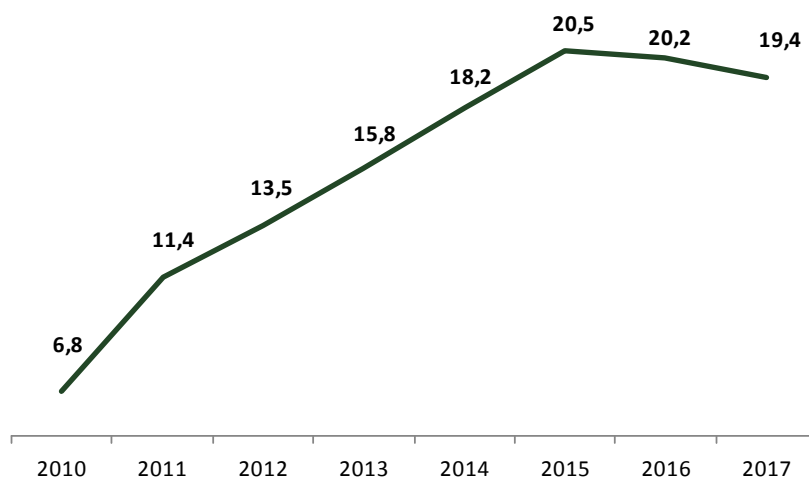
Anciennement première activité contributrice au chiffre d'affaires, la part du Mobile dans le volume de ventes total tend à diminuer. Le mix activités du groupe se rééquilibre désormais en faveur du Gaming, porté notamment par l'activité Edition. Le groupe dispose ainsi de deux pôles d'activité importants, aux cyclicités différentes, le Mobile et le Gaming, ainsi que la division Audio en tant qu'activité annexe.

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) et consoles. Le groupe a ainsi récemment développé le Daija Arcade stick, un périphérique de jeu qui offre une expérience optimisée pour les besoins de l'e-sport notamment, et dont les premières retombées commerciales en Europe sont très encourageantes. Le groupe ambitionne à présent de commercialiser son offre sur le marché asiatique, en particulier au Japon, compte tenu de l'importante attractivité de ce marché sur ce segment.

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.

Dans un environnement effectivement marqué par l'essor de la digitalisation et des nouveaux modes de consommation, les rapports de force entre Editeurs et Développeurs évoluent et c'est dans ce sens que Bigben a récemment fait l'acquisition de trois studios de développement de jeux vidéo, élargissant son domaine de compétences. Ainsi, le groupe parie sur l'intégration verticale de la filière, impliquant une plus grande proximité entre Editeur et Développeurs, sous peine de voir certains studios de développement prendre leur indépendance face aux Editeurs.

L'AUDIO : UN MARCHÉ TIRÉ PAR LA MOBILITÉ

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 précédent 2017/18 ou encore 2/ des enceintes Bluetooth Lumin'us, commercialisées la même année et véritable succès commercial (100 000 vendues), qui seront d'ailleurs prochainement déclinées dans un mode outdoor.

1.4 L'Édition, en route vers 2022

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

Le groupe a en premier lieu 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.

Évolution 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 des derniers mois, trois acquisitions importantes de studios de développement, lui permettant d'intégrer l'ensemble de la chaîne de valeur. A ce titre, Bigben a annoncé en avril dernier 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. En septembre 2018, le groupe s'est doté du studio Eko Software, autre référence de l'industrie compte tenu de la qualité de ses développements, mais également de son statut de « multi-million » seller. Enfin, Bigben Interactive a réalisé en octobre 2018 l'acquisition à 100 % de Kylotonn, studio parisien particulièrement présent sur la filière jeux vidéo de course, tel que WRC et TT Isle of Man.

Ces opérations d'envergure s'inscrivent parfaitement dans le plan stratégique du groupe et son ambition de devenir un des leaders mondiaux des titres « AA ». L'intégration de ces nouveaux studios confère à Bigben les ressources nécessaires pour produire en interne très probablement 2/3 des jeux vidéo de son pôle Edition, avec toutefois un recours marginal aux développeurs tiers. Par ce biais, Bigben pourra étendre son pipe de jeux vidéo à de nouveaux genres et capter ainsi une plus large audience.

A horizon 2022, Bigben Interactive anticipe une montée en puissance de ses lancements en visant la sortie de jeux AA pour un chiffre d'affaires Edition supérieur à 110 M€ (montant auquel s'ajouteront 70 à 80 M€ de volume d'affaires sur la partie Accessoires faisant ainsi du Gaming l'activité la plus contributrice du groupe). Toutefois, compte tenu 1/ de la forte dynamique du marché des jeux vidéos et des futures synergies résultant des acquisitions de studios de développement, ces objectifs pourraient être revus à la hausse.

2 Commentaires sur les résultats S1 2018/19

2.1 Top Line : une base de comparaison trop exigeante

Au titre du S1 2018/19, Bigben Interactive a publié un chiffre d'affaires de 106,0 M€, en repli de -3,7 % et ce, malgré l'intégration de l'acquisition du studio de développement Cyanide. A noter qu'à périmètre constant, cette baisse s'établit à -10,7 %, et ce compte tenu d'un effet de base particulièrement exigeant lié au T2 2017/18 (trimestre ayant fait l'objet de nombreux lancements).

- Le département Gaming, qui enregistre notamment un bon deuxième trimestre, réalise un chiffre d'affaires semestriel de 47,5 M€ en progression de +27,5 %, dopé par le segment jeux vidéo via le lancement de nombreux titres (Warhammer Inquisitor Martyr, V-Rally 4 ou encore Tennis World Tour). A noter également, la belle dynamique des ventes digitales, qui enregistrent une progression de +67 % et ce, rien qu'au T2 2018/19.
- L'activité Mobile enregistre quant à elle un chiffre d'affaires semestriel de 48,0 M€, en repli de -17,7 %, pénalisé par un effet de base défavorable et une actualité sectorielle moins dense que l'an dernier, qui avait bénéficiée du succès des produits de protection pour smartphones (Force Case® et Force Glass®) associé à un environnement porteur en matière de sorties de smartphones (Iphone X et Samsung Galaxy S9).
- Le segment Audio génère un CA de 10,5 M€ en déclin de -27,7 % yoy, mis à mal une nouvelle fois par la base de comparaison élevée avec le T2 2017/18 et des conditions de marché atones.

Ventilation par activité du chiffre d'affaires de Bigben Interactive

en M€	S1 2017/19	S1 2018/18	Variation
Gaming	47,5	37,2	+27,5 %
Mobile	48,0	58,2	-17,7 %
Audio	10,5	14,6	-27,7 %
Total	106,0	110,0	-3,7 %

Source : Bigben Interactive

2.2 Des indicateurs de rentabilité en nette amélioration

Au cours du premier semestre 2018/19, Bigben Interactive a enregistré une hausse notable de ses indicateurs opérationnels. A ce titre, l'EBITDA ressort en nette progression à 19,5 M€ (vs. 12,1 M€ au S1 2017/18) soit une hausse de +60,9 %. Le taux d'EBITDA ressort ainsi à 18,4 % du chiffre d'affaires portée 1/ par l'amélioration de la marge brute sur le segment de l'Édition notamment mais également 2/ par la bonne maîtrise des charges externes. La rentabilité opérationnelle courante ressort quant à elle à 8,7 M€ (vs 6,0 M€ au S1 2017/18) en hausse de +45,4 %, représentant une marge opérationnelle courante de 8,2 % (vs 5,5 % au S1 2017/18).

Cette bonne performance s'explique 1/ par l'amélioration du mix produits, mais également 2/ par la très bonne maîtrise de la structure de coûts.

Le résultat financier s'inscrit à 0,8 M€, bénéficiant de gains de changes de 1,2 M€ (vs. une perte de change de 0,9 M€ sur la même période l'année dernière).

Ainsi, après prise en compte de ces divers éléments, Bigben Interactive enregistre un résultat net de 6,1 M€ sur la période (vs. 4,2 M€ au S1 2017/18) soit un niveau en nette augmentation par rapport à l'an dernier (+45,6 % yoy).

Compte de résultats simplifié

en M€	S1 2018/19	S1 2017/18
Chiffre d'affaires	106	110
<i>en % de var</i>	-3,7%	-
EBITDA	19,5	12,1
<i>en % de var</i>	60,9%	-
<i>en % du CA</i>	18,4%	11,0%
Résultat opérationnel courant	8,7	6,0
<i>en % de var</i>	45,4%	-
<i>en % du CA</i>	8,2%	5,5%
Résultat opérationnel	7,9	5,6
<i>en % de var</i>	40,7%	-
<i>en % du CA</i>	7,5%	5,1%
Résultat financier	0,8	-1,4
<i>Dont gain (perte) de change</i>	1,2	-0,9
Résultat avant impôt	8,7	4,3
<i>en % du CA</i>	8,2%	3,9%
Impôts	-2,6	-0,1
Résultat net du groupe	6,1	4,2
<i>en % de var</i>	45,6%	-
<i>en % du CA</i>	5,8%	3,8%

Source : Bigben Interactive

2.3 Structure bilancielle : de solides fondamentaux

Au 30 septembre 2018, les capitaux propres du groupe ressortent en amélioration à 149,2 M€ (vs. 130,3 M€ au 30 septembre 2017) bénéficiant notamment de l'augmentation de capital réalisée dans le cadre de l'acquisition de Cyanide pour 10 M€. Compte tenu des importants investissements réalisés sur la période dans le cadre des opérations de croissance externe, la variation de trésorerie est négative ce semestre.

Au total, l'endettement net du groupe s'élève à 36,3 M€, représentant un gearing de 24,4 % (vs. 12,4 % au 30 septembre 2017) et ce, au regard de la contractions de nouveaux emprunts à MT (pour l'équivalent de 23 M€) nécessaires à la réalisation des acquisitions et aux financements des développements de nouveaux jeux.

2.4 Des dynamiques différentes au sein des pôles

Gaming

En progression de +27,5 % ce semestre, le Gaming demeure le principal moteur de croissance de l'activité du groupe, et le restera pour les exercices à venir.

En ce qui concerne les accessoires Gaming, l'activité a enregistré un repli de -11,8 % yoy à 19,3 M€. Sur cette activité, le groupe a été pénalisé par un effet de base défavorable compte tenu d'un S1 2017/18 riche en nouveauxancements (élargissement de la gamme Revolution Pro Controller et lancements d'accessoires pour la console SwitchTM).

Pour rappel, Bigben 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 Novembre 2018, la société a par ailleurs annoncé la sortie prochaine de la manette Revolution Unlimited Pro Controller, enrichi d'un mode sans-fil compatible avec les PS4TM et qui dispose d'un potentiel de vente important, en Asie notamment, où les perspectives de développement sont très prometteuses.

Enfin, le groupe bénéficie du succès commercial de la console Nintendo Switch, qui s'est écoulée à près de 20 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.

Sur le segment Edition, Bigben Interactive a pris le parti d'affiner sa stratégie d'Edition de jeux vidéo pour élargir son domaine d'intervention, avec pour ambition de devenir un acteur mondial de référence dans l'univers des jeux vidéos AA. Ce semestre, l'activité a enregistré un chiffre d'affaires de 28,1 M€ soit une hausse notable de +84,0 % yoy.

L'Edition 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. A ce titre, les ventes digitales ont représenté 33 % de l'activité Edition sur la période, portée par la qualité du back catalogue (50% du CA digital), avec pour effet de doper d'autant plus la rentabilité. 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 annoncé en l'espace de quelques mois l'acquisition de trois studios français de référence dans l'univers des jeux vidéo : Cyanide, Eko Software et Kylotonn. Grâce à ces opérations, 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). Le groupe ambitionne ainsi de capitaliser sur ces opérations de croissance externe pour devenir un acteur de référence sur le segment des jeux AA.

LINE-UP 2018/19

Les sorties les plus importantes ayant eu lieu en début d'année 2018/19 (Tennis World Tour, Warhammer Inquisitor, Hunting Simulator), le groupe ne prévoit pas le lancement de titres majeurs au cours du S2 2018/19. Toutefois, cette deuxième partie d'exercice devrait voir la sortie de titres à coûts de développement moins importants tels que Pro Fishing Simulator ou encore My little riding champion.

Mobile

En repli de -17,7 % ce semestre, l'activité mobile a été pénalisée par un contexte de marché défavorable lié notamment à la baisse des ventes de smartphones au cours de la période (baisse des subventions attribuées par les opérateurs mobiles dans le cadre d'un renouvellement de Smartphone).

Toutefois, à l'instar de 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 premiums avec garantie à vie et qui a réussi à conquérir plus de 50 % du marché français 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). Plus récemment, Bigben a annoncé la sortie 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 regard des perspectives d'évolution de marché plus modérées que par le passé, Bigben entend focaliser sa stratégie Mobile 1/ sur la commercialisation de produits à forte valeur ajoutée et ce, afin de doper son niveau de rentabilité mais également 2/ sur la duplication de son modèle à l'international, à l'image du partenariat conclu avec Orange Espagne pour la distribution exclusive d'accessoires pour mobile.

Audio

L'Audio, en repli de -27,7 % au cours du premier semestre 2018/19 à 10,5 M€, mis à mal par la base de comparaison élevée avec le T2 2017/18 notamment, et des conditions de marché atones. Le groupe n'anticipe pas à ce stade de grands changements conjoncturels sur le secteur, dont l'activité devrait vraisemblablement demeurer stable sur la durée du plan stratégique 2022.

3 Prévisions

3.1 De nouveaux objectifs ambitieux

Lors de la présentation de ses résultats semestriels 2018/19, Bigben a annoncé les objectifs de son nouveau plan « BIGBEN 2022 » visant principalement à faire du groupe un acteur de référence sur l'ensemble de ses pôles.

La stratégie du groupe repose dans son ensemble sur :

- 1/ le Gaming, avec plus de volontarisme dans la stratégie Edition afin de capitaliser sur les dernières opérations de croissance externe, et devenir ainsi un « développeur-éditeur » intégré de référence sur le segment des jeux AA. Cette montée en puissance se fera par l'optimisation des canaux de distributions, digitaux notamment, mais également par le développement en interne de 50 à 60 % des futurs titres Bigben. Sur l'activité Accessoires, le développement du groupe passera par le renforcement des partenariats existants avec Sony ainsi que via l'internationalisation des ventes, en Asie notamment.
- 2/ le Mobile, avec la montée en gamme des marques existantes afin de dégager des niveaux de rentabilité supérieurs, la consolidation et l'internationalisation des produits à succès tels que Force Glass®, Force Case® ou encore Force Power®, sur la base d'offres packagée (produits accessoires avec offre logistique complète).
- 3/ l'Audio, via le lancement de nouvelles innovations, en misant sur le « tout-connecté » et avec pour objectif d'atteindre un public plus large.

Sur le plan financier, Bigben ambitionne à horizon 2022 de réaliser un chiffre d'affaires de 350 M€ ainsi qu'une marge opérationnelle de 12 %. A noter le possible rallongement des délais d'amortissement des jeux, au regard la part, attendue plus importante, de l'activité réalisée en digital.

A plus court terme, le groupe anticipe de réaliser un chiffre d'affaires compris entre 240 M€ et 255 M€ pour l'exercice en cours 2018/19, associé à une MOC comprise entre 8,7 et 9 % du chiffre d'affaires. Pour rappel, les objectifs de ventes annuels ont été revus à la baisse lors de la publication du CA S1 2018/19, compte tenu d'une moindre activité sur les segments Audio et Mobile.

Au regard de la dynamique actuelle et des opérations récentes de croissance externe, nous sommes confiants dans la capacité de Bigben Interactive à délivrer les objectifs de ventes et de rentabilité annoncés pour l'exercice en cours. La société devrait également vraisemblablement atteindre les objectifs de son précédent plan stratégique « Bigben 2020 » (qui prévoyait un CA de 280 M€ et un taux de ROC de 9 %).

Nous anticipons ainsi de notre côté un chiffre d'affaires de 253,7 M€ pour l'exercice 2018/19 et de 288,1 M€ en 2019/20, soit des croissances respectives de +3,4 % et de +13,6 %. En termes de rentabilité, nous visons une progression de la marge brute (effet mix activités), combinée à la poursuite de la gestion rigoureuse des frais de structure et de personnel. Ces derniers feront l'objet d'une attention particulière, au regard du nombre de nouveaux salariés entrés dans le périmètre du groupe (250 nouveaux collaborateurs sur le segment Gaming) et des coûts d'intégration associés.

Notre estimation de résultat opérationnel courant 2018/19 ressort en conséquence à 22,5 M€, soit une marge opérationnelle courante de 8,9 %, conformément à la trajectoire annuelle annoncée par le groupe.

3.2 Santé financière et flux de trésorerie

En matière de santé financière, grâce à la croissance attendue du cash-flow sur les exercices post 2018/19, nous estimons que Bigben Interactive sera en mesure de maîtriser son endettement, et ce malgré les acquisitions récentes de Cyanide, Eko Software et Kylotonn, 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'entreprise ¹	4	3	2	1	0
Liquidité ²	[66 % ; 100 %]	[33 % ; 66 %]	[15 % ; 33 %]	[5 % ; 15 %]	[0 % ; 5 %]
Taille du CA (M €)	[150 ; +∞[	[100 ; 150[	[50 ; 100[	[25 ; 50[	[0 ; 25[
Rentabilité opérationnelle	[25 % ; 100 %]	[15 % ; 25 %]	[8 % ; 15 %]	[3 % ; 8 %]	[0 % ; 3 %]
Gearing	] -∞ % ; -15 %]	] -15 % ; 15 %]	] 15 % ; 50 %]	] 50 % ; 80 %]	] 80 % ; +∞ %]
Risque Client ³	[0 % ; 10 %]	] 10 % ; 20 %]	] 20 % ; 30 %]	] 30 % ; 40 %]	] 40 % ; 100 %]

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

	++	+	=	-	--	Prime Small Caps
Gouvernance d'entreprise						0,80%
Liquidité						0,40%
Taille du CA						0,20%
Rentabilité opérationnelle						0,80%
Gearing						0,60%
Risque Client						0,80%
TOTAL						3,60%

Source : société, estimations Genesta

Par conséquent, sur la base d'un taux sans risque de 0,77 % (moyenne à 3 mois de l'OAT TEC 10 – source Agence France Trésor), d'une prime de marché de 7,03 % (Fairness Finance, Market Risk Premia), d'un beta de la société de 0,96, d'une prime de risque Small Caps de 3,60 % et d'un levier financier de 23,42 %, le taux d'actualisation s'élève à 9,33 %.

Taux sans risque	Prime de marché	Beta	Prime Small Caps	Coût du capital	Coût de la dette	Levier financier	Taux d'impôts	WACC
0,77%	7,03%	0,96	3,60%	11,14%	2,20%	23,42%	28,00%	9,33%

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 9,33 %, 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	253,67	288,12	330,86	350,71	364,74	375,68	386,95	394,69	406,53	410,59
Excédent brut d'exploitation	29,70	42,32	56,47	72,13	78,91	83,89	87,16	90,93	93,94	96,75	97,72
Impôt		6,98	7,34	10,47	11,59	12,41	12,78	13,37	13,85	14,26	14,21
Investissements		33,90	28,81	36,39	37,85	39,36	40,94	42,58	44,28	46,05	47,89
Variation de BFR		4,52	5,73	6,95	2,81	1,33	2,41	2,48	1,70	2,60	0,89
FCF opérationnels		-3,09	14,59	18,32	26,66	30,78	31,04	32,51	34,11	33,84	34,72
FCF opérationnels actualisés		-2,96	12,76	14,66	19,51	20,61	19,01	18,21	17,48	15,86	14,88

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		150,0	41,1%
Période 11-20 ans	2,5%	102,4	28,1%
Taux de croissance à l'infini	2,0%	112,3	30,8%
Total		364,7	100,0%
dont valeur terminale		214,7	

Source : estimations Genesta

Ainsi, la valorisation d'entreprise de Bigben Interactive ressort à 214,7 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)	150,0
+ Valeur terminale actualisée	214,7
+ Titres financiers	
+ Titres mis en équivalences	
- Provisions	0,6
- Endettement financier net	41,7
- Minoritaires	0,0
+ Reports déficitaires actualisés	0,0
= Valeur des Capitaux Propres pg	322,5
Nombre d'actions	19,5
Valeur par action	16,54

Source : estimations Genesta

In fine, la méthode d'actualisation des flux de trésorerie disponibles (« Discounted Cash Flow ») fait ressortir une valeur par action de 16,54 € – soit un potentiel d'upside selon cette approche de +81,4 % par rapport au dernier cours de 9,12 € à la clôture du 27 novembre 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	8,33%	18,72	19,25	19,87	20,59	21,45
	8,83%	17,16	17,59	18,08	18,65	19,31
	9,33%	15,79	16,14	16,54	16,99	17,51
	9,83%	14,59	14,88	15,19	15,56	15,97
	10,33%	13,52	13,76	14,02	14,31	14,65

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 fourni 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 un 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	87,2	91,1	12,2	12,7	7,8	8,2	6,1	6,3
Focus Home Interactive	115,4	113,3	14,8	15,2	14,4	14,2	9,7	10,1
Logitech International	2 496,1	2 709,4	285,8	331,1	288,7	330,3	215,8	252,4
Doro AB	189,9	199,7	19,4	22,1	12,3	14,0	9,2	10,1
Garmin Ltd.	2 930,8	3 031,2	743,4	779,4	653,6	693,8	581,8	592,4
GN Store Nord	1 400,1	1 544,7	288,1	326,8	240,3	275,5	172,1	205,7
Bang & Olufsen	486,8	555,6	64,1	88,2	38,6	64,1	29,1	49,6
Digital Bros	163,3	167,4	30,4	32,8	23,4	25,8	16,8	18,6
Capcom Co	762,3	814,9	183,0	192,4	144,5	159,7	103,1	110,6

Source : Infront Analytics

	Capitalisation	Dettes nettes	Minoritaires	VE
Guillemot Corp. SA	53,7	-6,9	0,0	46,8
Focus Home Interactive	114,9	-10,2	0,0	104,6
Logitech International	4 847,1	-513,4	0,0	4 333,7
Doro AB	86,3	18,0	0,0	104,3
Garmin Ltd.	10 934,1	-1 059,2	0,0	9 874,9
GN Store Nord	4 265,5	457,6	0,0	4 723,1
Bang & Olufsen	806,8	-120,6	0,0	686,3
Digital Bros	105,1	-10,8	0,0	94,3
Capcom Co	2 287,0	-63,5	0,0	2 223,5

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	0,54	NS	3,84	3,69	6,00	5,71	8,80	8,52
Focus Home Interactive	0,91	0,92	7,07	6,88	7,27	7,37	11,84	11,37
Logitech International	1,74	1,60	15,16	13,09	15,01	13,12	22,46	19,21
Doro AB	0,55	0,52	5,38	4,72	8,50	7,45	9,35	8,52
Garmin Ltd.	3,37	3,26	13,28	12,67	15,11	14,23	18,79	18,46
GN Store Nord	3,37	3,06	16,39	14,45	19,66	17,14	24,78	20,74
Bang & Olufsen	1,41	1,24	10,71	7,78	17,77	10,71	27,74	16,27
Digital Bros	0,58	0,56	3,10	NS	4,03	NS	6,24	5,65
Capcom Co	2,92	2,73	12,15	11,56	15,39	13,93	22,19	20,68
Moyenne	1,71	1,74	9,68	9,36	12,08	11,21	16,91	14,38
Médiane	1,41	1,42	10,71	9,67	15,01	11,92	18,79	16,27

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	253,67	288,12	42,32	56,47	21,72	26,22	16,51	19,28
Valorisation induite	391,74	458,53	367,83	486,68	220,73	252,22	279,21	277,24
	315,98	366,71	411,39	504,45	284,34	270,76	310,31	313,62
Valorisation moyenne / action	19,65		22,70		13,18		15,13	

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 2 611,2 M
Capitalisation non corrigée de la société	EUR 344,5 M
Rapport des capitalisations	12,9 %
Prime / Décote à appliquer	-18,1 %

Après décote, nous obtenons les valorisations suivantes :

Valorisation moyenne / action	16,10	18,59	10,80	12,40
Moyenne	14,47			

Ainsi, l'approche par la méthode des multiples boursiers de sociétés comparables nous amène à une fourchette de valorisation de 10,80 € – 18,59 €, et en moyenne à un prix par action de 14,47 €, soit un potentiel d'upside selon cette approche de +58,7 % par rapport au cours de Bigben Interactive de 9,12 € à la clôture du 27 novembre 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	253,7	288,1	330,9
%évolution	9,4%	2,9%	17,9%	3,4%	13,6%	14,8%
Achats consommés	141,5	142,9	168,5	149,2	162,8	185,3
%du CA	70,0%	68,7%	68,7%	58,8%	56,5%	56,0%
Charges de personnel	19,6	20,2	21,1	27,5	28,8	29,8
%du CA	9,7%	9,7%	8,6%	10,9%	10,0%	9,0%
Charges externes	22,7	23,3	26,7	36,0	37,5	41,4
%du CA	11,2%	11,2%	10,9%	14,2%	13,0%	12,5%
Excédent brut d'exploitation	16,4	20,6	29,7	42,3	56,5	72,1
%évolution	93,2%	25,4%	44,1%	42,5%	33,5%	27,7%
%du CA	8,1%	9,9%	12,1%	16,7%	19,6%	21,8%
Résultat Opérationnel Courant	7,3	11,0	16,4	22,5	26,2	37,4
%évolution	349,8%	51,4%	48,8%	37,3%	16,4%	42,6%
%du CA	3,6%	5,3%	6,7%	8,9%	9,1%	11,3%
Résultat Opérationnel	7,3	10,6	14,8	21,7	26,2	37,4
%évolution	349,8%	45,0%	40,1%	46,7%	20,7%	42,6%
%du CA	3,6%	5,1%	6,0%	8,6%	9,1%	11,3%
Résultat financier	-1,7	1,6	-2,8	1,6	0,0	0,0
Résultat avant impôt	5,6	12,2	12,0	23,3	26,2	37,4
Impôts	1,5	3,0	3,2	7,0	7,3	10,5
%Taux d'impôt effectif	26,5%	24,7%	26,3%	30,0%	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	16,5	19,3	27,4
%évolution	-19,13%	130,1%	-1,3%	86,7%	16,8%	42,0%
%du CA	1,9%	4,3%	3,6%	6,5%	6,7%	8,3%
Résultat des activités abandonnées	NS	NS	NS	NS	NS	NS
Résultat Net pdg	3,9	9,0	8,8	16,5	19,3	27,4
%évolution	-19,13%	130,1%	-1,3%	86,7%	16,8%	42,0%
%du CA	1,9%	4,3%	3,6%	6,5%	6,7%	8,3%

Croissance tirée par le Gaming, soutenue par l'Édition et les opérations de croissance externe (acquisitions de Cyanide, Eko Software et Kyloton).

Progression de la marge opérationnelle, notamment grâce à la montée en gamme sur l'ensemble des lignes de métiers 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	43,9	43,9	43,9
Immobilisations incorporelles	25,4	30,9	31,7	35,9	35,5	36,0
Immobilisations corporelles	15,5	14,4	16,2	26,1	25,1	26,2
Immobilisations financières	0,7	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6
BFR	58,7	58,9	58,9	63,4	69,1	76,1
%du CA	29,0%	28,3%	24,0%	25,0%	24,0%	23,0%
Dettes financières	35,8	21,7	26,3	51,7	52,4	53,1
Trésorerie et équivalents de trésorerie	8,4	8,5	16,6	12,7	26,9	45,0
Endettement net	27,3	13,2	9,6	39,0	25,4	8,0

Goodwill élevé lié à la stratégie de M&A sur le segment Édition

Réduction rapide de l'endettement net, compte tenu de l'importance de la génération de cash

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	36,3	49,5	62,1
Investissements	9,6	14,0	16,0	33,9	28,8	36,4
%du CA	4,7%	6,7%	6,5%	13,4%	10,0%	11,0%
Variation du BFR	-5,0	-6,6	0,0	4,5	5,7	6,9
Flux de trésorerie d'exploitation net	11,2	15,8	6,2	-2,1	15,0	18,8

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	0,9	1,0	1,5
%évolution	-192,3%	108,3%	-3,7%	86,7%	16,8%	42,0%
Capitalisation boursière	66,6	110,4	231,1	177,8	177,8	177,8
Valeur d'entreprise	93,9	123,6	240,7	216,8	203,2	185,9
P/E	17,1	12,3	26,1	10,8	9,2	6,5
P/CF	0,8	1,2	1,1	1,9	2,5	3,2
Market to Book	0,6	0,9	1,7	1,2	1,0	0,9
VE / CA	0,5	0,6	1,0	0,9	0,7	0,6
VE / EBE	5,7	6,0	8,1	5,1	3,6	2,6
VE / ROP	12,9	11,7	16,3	10,0	7,8	5,0
EBE / CA	8,1%	9,9%	12,1%	16,7%	19,6%	21,8%
ROP / CA	3,6%	5,1%	6,0%	8,6%	9,1%	11,3%
Résultat net / CA	1,9%	4,3%	3,6%	6,5%	6,7%	8,3%
Gearing comptable	25,0%	10,5%	7,1%	25,8%	14,9%	4,1%
Capitaux engagés	142,8	135,1	142,5	161,2	168,9	175,4
RCE	4,1%	5,6%	8,2%	9,1%	11,2%	15,4%
Rentabilité des Fonds Propres	3,6%	7,1%	6,6%	10,9%	11,3%	13,8%

Réduction du gearing après une augmentation pour l'exercice en cours 2018/19 liée à la contraction des emprunts nécessaires au financement des opérations de M&A

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

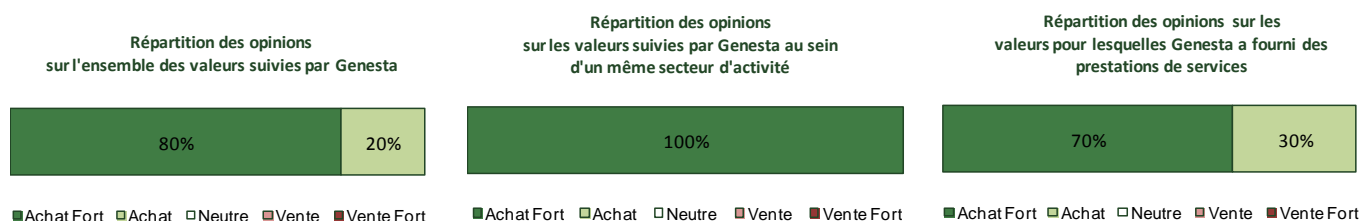
* : Prestations récurrentes correspondant à l'établissement du Document de Référence de l'émetteur. Prestations de conseil pour le rachat de Modelabs, pour des opérations de financement auprès de BPI France et pour les rachats de Cyanide et d'Eko Software.

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
28 novembre 2018	Etude Semestrielle Achat Fort	15,50 €
23 octobre 2018	Flash Valeur Achat Fort	14,50 €
4 octobre 2018	Flash Valeur Achat Fort	17,00 €
25 septembre 2018	Flash Valeur Achat Fort	17,00 €
24 juillet 2018	Flash Valeur Achat Fort	17,40 €
29 mai 2018	Etude Annuelle Achat	17,40 €
15 mai 2018	Flash Valeur Achat	15,75 €

6.4 Répartition des opinions



6.5 Avertissement complémentaire

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

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

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

Cette publication ne peut être diffusée auprès de personnes soumises à certaines restrictions. Ainsi, en particulier, au Royaume-Uni, seules les personnes considérées comme 'personnes autorisées ou exemptées' selon le 'Financial Services Act 1986' du Royaume-Uni, ou tout règlement passé en vertu de celui-ci ou les personnes telles que décrites dans la section 11 (3) du 'Financial Services Act 1986 (Investment Advertisement) (Exemption) order 1997' peuvent avoir accès à la publication ci-présente. Celle-ci ne saurait être distribuée ou communiquée, directement ou indirectement, à tout autre type de personne. Toute personne qui viendrait à être en possession de cette publication doit s'informer et respecter de telles restrictions. De même, cette publication ne peut être diffusée aux Etats-Unis ni à ses ressortissants. La (les) valeur(s) mobilière(s) faisant l'objet de cette publication n'a (n'ont) pas été enregistrée(s) auprès de la Securities and Exchange Commission et envoyer cette étude à un résident des États-Unis est interdit.

Il est possible que Genesta ait conclu avec l'émetteur sur lequel porte l'analyse financière un contrat en vue de rédiger et diffuser une (ou plusieurs) publication(s), laquelle (lesquelles) a (ont) été relue(s) par celui-ci. Toutefois, le cas échéant, cette publication pourra être réalisée par Genesta de façon indépendante, conformément à la déontologie et aux règles de la profession.

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