

Date de première diffusion : 27 novembre 2019

Bigben Interactive

Bonne dynamique de rentabilité au S1 2019/20

Commentaires sur les résultats S1 2019/20

Au titre du S1 2019/20, Bigben Interactive a publié un CA de 127,0 M€, signant une hausse notable de +19,9 % sur la période. Le groupe a enregistré une belle dynamique de croissance, sur l'ensemble de ses secteurs, avec des performances remarquables de +30,9 % sur le département Gaming et +14,4 % pour le segment Audio.

En ce qui concerne la rentabilité, le groupe a également affiché d'excellents résultats opérationnels, à l'image de la marge d'EBITDA qui s'élève à 21,8 %, soit une hausse de +42,1 %. Le ROC ressort quant à lui à 13,4 M€, soit +53,7 %. Le résultat net ressort également en forte hausse à 8,3 M€, soit +35,9 % yoy.

D'un point de vue bilanciel, l'endettement net est en hausse à 59,7 M€ (excluant la dette sur loyers liée à l'application de la norme IFRS 16 – montant additionnel de 5,6 M€) correspondant à un ratio de Gearing de 35,1 % et ce, compte tenu de la contraction de nouveaux emprunts pour le financement des acquisitions de l'activité Edition et le développement de nouveaux jeux.

En avance sur le plan 2022

Dans le cadre de la présentation de ses résultats semestriels 2019/20, Bigben Interactive a réaffirmé sa confiance quant à l'évolution de son activité à court et moyen termes.

Le S2 2019/20 devrait voir la belle dynamique de début d'exercice se confirmer, portée notamment par l'activité Gaming. Dans ce sens, le management a réhaussé son objectif de rentabilité pour 2019/20, à savoir une MOC égale à 11 % (vs. 10 %) associé à un CA compris entre 270 et 290 M€. En ce qui concerne son plan « BIGBEN 2022 », le groupe a réitéré sa confiance au regard de la belle dynamique installée sur l'ensemble de ses activités. A horizon 2022, Bigben ambitionne ainsi d'atteindre 350 M€ de CA, ciblant désormais une MOC supérieure à 12 %.

Pour mémoire, ce plan 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, en misant notamment sur les nouveaux usages du « tout-connecté ».

A noter également, le projet d'introduction en bourse de la division Nacon, filiale de Bigben regroupant l'ensemble des actifs opérationnels du pôle Gaming et qui constitue l'option privilégiée par le management actuellement, pour assurer le financement de ces activités.

Opinion Achat Fort maintenue

Suite à cette publication et aux nouvelles guidances annoncées, nous demeurons confiants quant aux nouvelles perspectives de développement du groupe Bigben Interactive à court et moyen termes (en particulier au regard du pipe en Edition).

Après mise à jour de notre modèle, notre objectif de cours ressort en hausse à 18,80 € par titre (vs. 17,40 €). Opinion Achat Fort maintenue.

Gabrielle AGNUS

Analyste Financier

gagnus@genesta-finance.com

01.45.63.68.86

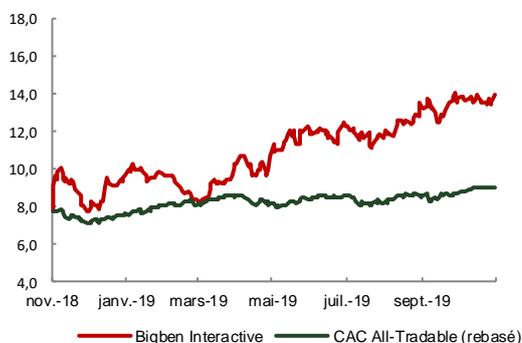
Opinion **1. Achat Fort**
Cours (clôture au 26/11/2019) **14,96 €**
Objectif de cours **18,80 € (+25,7 %)**

Données boursières

Code Reuters / Bloomberg	BGBN.PA / BIG:FP
Capitalisation boursière	294,7 M€
Valeur d'entreprise	201,7 M€
Flottant	171,2 M€ (58,1 %)
Nombre d'actions	19 698 704
Volume quotidien	306 871 €
Taux de rotation du capital (1 an)	26,97%
Plus Haut (52 sem.)	13,98 €
Plus Bas (52 sem.)	7,72 €

Performances

Absolute	1 mois	6 mois	12 mois
	-0,1 %	+19,5 %	+74,9 %



Actionnariat

Flottant : 58,1 % ; Bolloré Group : 20,1 % ;
 AF Invest : 13,2 % ; Quaero Capital : 8,6 %

Agenda

CA T3 2019/20 publié le 20 janvier 2020

Chiffres Clés

	2017/18	2018/19	2019/20E	2020/21E	2021/22E
CA (M€)	245,4	245,5	287,3	333,8	364,3
Evolution (%)	17,9%	0,0%	17,0%	16,2%	9,2%
EBE (M€)	29,7	44,9	60,0	70,4	79,1
ROC (M€)	16,4	21,7	32,5	38,7	44,4
Marge op. (%)	6,7%	8,9%	11,3%	11,6%	12,2%
Res. Net. Pg (M€)	8,9	17,3	23,8	28,3	31,9
Marge nette (%)	3,6%	7,1%	8,3%	8,5%	8,8%
BPA	0,49	0,94	1,29	1,54	1,74

Ratios

	2017/18	2018/19	2019/20E	2020/21E	2021/22E
VE / CA	1,0	0,8	1,2	1,0	0,9
VE / EBE	8,1	4,5	5,7	4,8	4,1
VE / ROP	16,1	9,0	10,5	8,7	7,2
P / E	25,8	9,5	12,4	10,4	9,2
Gearing (%)	7%	22%	25%	19%	11%
Dette nette / EBE	0,3	0,8	0,8	0,6	0,3
RCE (%)	8,4%	10,0%	11,3%	12,8%	13,9%

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.

Rééquilibrage des activités ...

Anciennement activité phare du groupe, le Mobile représente désormais environ 42 % du CA. Sur ce segment, Bigben Interactive commercialise des accessoires au travers de nombreuses licences, mais compte de plus en plus sur sa propre gamme de marques à très grand 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 entrepris de mettre largement l'accent sur le Gaming, ceci ayant pour corollaire un rééquilibrage de ses activités et permettant au segment de devenir progressivement le premier contributeur au CA du groupe. 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 majeurs 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. Sur les 3 ans à venir, le groupe a pour ambition d'investir 100 M€ sur ce segment (développement de contenus), 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 semestrielle, nous ajustons nos prévisions de chiffre d'affaires à court et moyen termes, qui intègrent notamment les derniers éléments de guidances communiqués par le groupe. Ainsi, nous attendons un chiffre d'affaires 2019/20 de 287,3 M€ pour un ROC de 32,5 M€, soit une marge opérationnelle courante de 11,3 %.

L'actualisation des flux de trésorerie d'exploitation disponibles, avec un coût moyen pondéré des ressources de 11,57 %, valorise le titre à 16,63 € 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 Interactive :

- Guillemot ;
- Take-two Interactive ;
- 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 20,97 € par titre.

Notre objectif de cours, provenant de la moyenne des résultats obtenus par actualisation des flux futurs et comparaison boursière, ressort à 18,80 € par titre, soit un potentiel d'upside de +25,7 % par rapport au cours du 26 novembre 2019.

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)
- Acteur de référence 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 et en Pologne)

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 (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

Une année record attendue

Dans le cadre de la présentation de ses résultats semestriels, Bigben a réhaussé son objectif de rentabilité, ciblant désormais une MOC de 11 % (vs. 10 %) associée à un CA compris entre 270 et 290 M€.

- Du côté du Gaming, le line-up conséquent en matière de sorties de jeux vidéo (une quinzaine de titres attendus en 2019/20) associé aux synergies dégagées par les bonnes intégrations des studios Cyanide, Eko Software, Kylotonn et Spiders devraient avoir pour corollaire un impact fort sur la top line et la rentabilité. A noter, le groupe prévoit d'investir un montant de 100 M€ dans le développement et l'édition de jeux sur un horizon de trois ans, preuve du volontarisme et de l'ambition affirmée du groupe sur ce segment d'activité.
- En ce qui concerne l'activité Mobile, les produits de la gamme Force®, qui procurent à Bigben des parts de marché très importantes, devraient continuer à contribuer en grande partie à la croissance de l'activité cette année.
- 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.

Une confiance réaffirmée : Achat Fort

Nous demeurons très positifs sur la valeur et les perspectives dévoilées par Bigben. La société, qui a entrepris l'an dernier une pleine intégration des activités Édition via l'acquisition de plusieurs 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. Le management s'est ainsi montré très confiant sur les performances à venir, portées par des catalyseurs de croissance et surtout de rentabilité très solides.

Après mise à jour de notre modèle, nous ajustons, à la hausse, notre objectif de cours à 18,80 € par titre, ce qui représente un potentiel d'upside de +25,7 %. 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 2019/20	8
2.1	Top Line : des performances exceptionnelles.....	8
2.2	Des indicateurs de rentabilité en nette amélioration.....	8
2.3	Structure bilancielle : de solides fondamentaux.....	9
2.4	Une belle dynamique de groupe soutenue par le Gaming et le Mobile.....	9
3	Prévisions	11
3.1	En avance sur le plan Bigben 2022.....	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

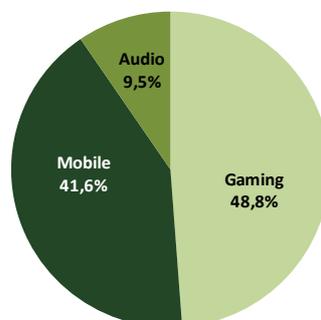
1.1 Un cœur de métier historique axé autour des accessoires pour jeux vidéo...

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 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 dernières années Force Glass®, Force Case® et Force Power®, protège-écrans et accessoires pour mobiles 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 et 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/ développement et édition de logiciels de jeux vidéo en propre AA (WRC 7, Tennis World Tour, Sinking City...) 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, notamment.

Répartition du chiffre d'affaires S1 2019/20 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, qui constitue depuis le S1 2019/20 le premier contributeur au chiffre d'affaires du groupe. 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.

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 marché 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 40 % 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™ et Force Power™) que sous licence (Kenzo, Ora-ïto, Le Tanneur, DC Shoes, Le Coq Sportif, Christian Lacroix, Jean-Paul Gaultier...).

Anciennement activité phare et première 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.

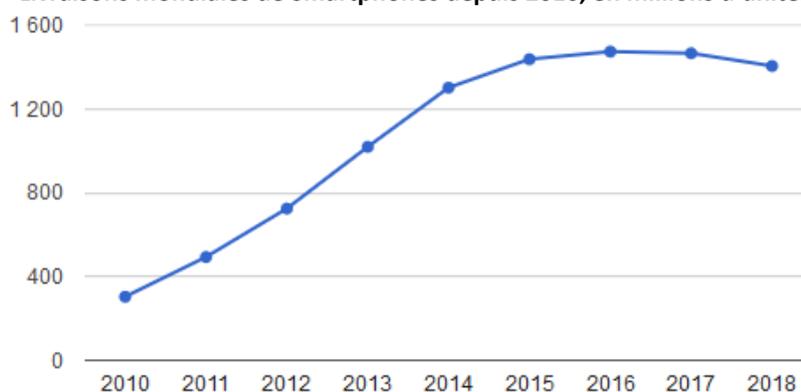
1.3 Un positionnement sur des marchés d'envergures

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.

Cette tendance se confirme par ailleurs, à l'échelle internationale, comme en témoigne la baisse des livraisons de smartphones de -4,1% à 1,4 milliards d'unités (source IDC) survenue en 2018.

Livraisons mondiales de Smartphones depuis 2010, en millions d'unités



Source : IDC, ZDnet

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 Unlimited Pro Controller qui a largement contribué à la forte croissance sur l'année 2018/19). 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. Les dernières rumeurs faisant état de la commercialisation possible d'une Nintendo Switch « mini », devrait permettre au groupe de bénéficier d'un appel d'air supplémentaire sur cette activité.

En plus des Accessoires, l'Edition 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 de développement, mais qui devraient constituer un back catalogue solide, et consolider ainsi ses ventes digitales dans le futur. C'est dans ce sens que la société a annoncé en 2019 des investissements de 100 M€ sur trois ans sur cette activité et ce, afin d'assurer la montée en gamme de son catalogue.

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 Editeurs et Développeurs, sous peine de voir certains studios de développement prendre leur indépendance face aux Editeurs. L'intégration de ces deux métiers dans la concrétisation d'une même stratégie, devient peu à peu la norme au sein du marché, permettant à Bigben de se positionner au cœur des évolutions de son environnement.

L'AUDIO : UN MARCHE 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 précédent 2017/18 ou encore 2/ des enceintes Bluetooth Lumin'us, commercialisées la même année et véritable succès commercial (100 000 vendues). Face à la mutation actuelle du marché audio, Bigben a entrepris une série d'innovations stratégiques depuis quelques années, focalisant ses efforts tant au niveau du produit que du marché adressable afin d'élargir son offre et de toucher des publics de plus en plus divers. A ce titre, la société a récemment lancé la gamme Aromasound, dispositifs d'aromathérapie offrant également des fonctionnalités audios.

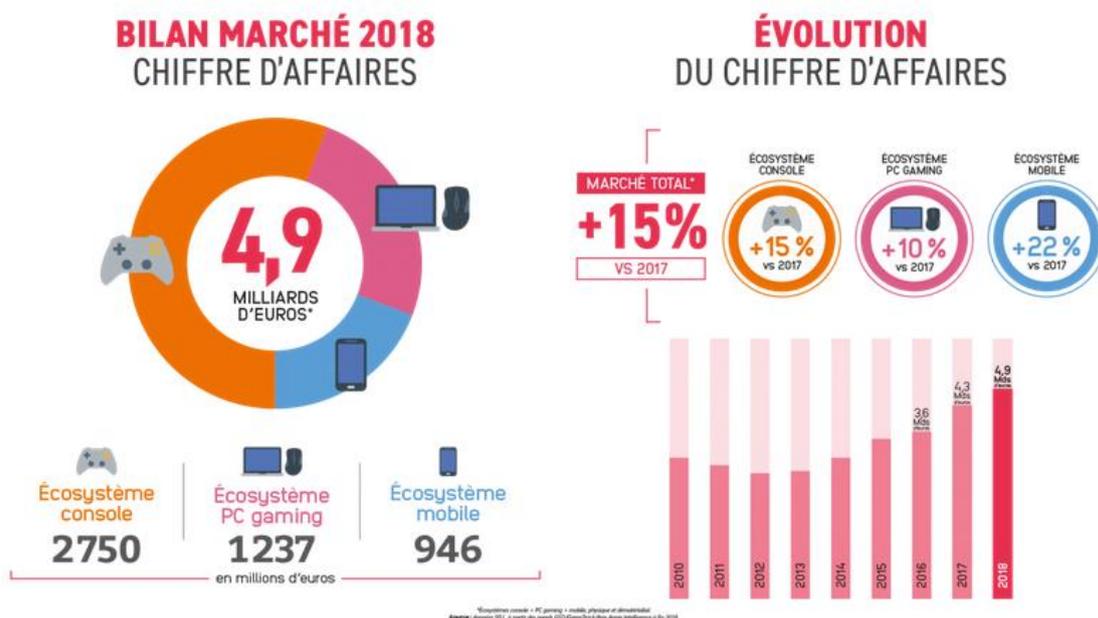
1.4 L'Edition, en route vers 2022

Au regard 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 Edition 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 Edition 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, tirée depuis fin 2013 par les consoles Xbox One et PS4. A noter également, le succès de la console Nintendo Switch, dont près de 35 millions d'unités ont été vendues à travers le monde depuis sa sortie en mars 2017.

Evolution du marché des jeux vidéo en 2018



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

Dans la continuité de cette stratégie, Bigben a réalisé l'an dernier, trois acquisitions importantes de studios de développement, lui permettant d'intégrer l'ensemble de la chaîne de valeur. A ce titre, Bigben avait annoncé en avril 2018 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. Bigben Interactive avait 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. Plus récemment, en juillet 2019, le groupe a procédé à l'acquisition de Spiders, acteur français de référence dans l'univers des jeux vidéo de rôles et d'action. Enfin, BBI a annoncé fin septembre dernier la prise de participation au capital du studio italien Raceward.

Cette stratégie d'acquisitions volontariste permet d'ores et déjà la montée en puissance de la filière Gaming, via notamment l'optimisation de l'ensemble de la chaîne de valeur, de la création jusqu'aux canaux de distribution digitaux notamment, avec ainsi le développement en interne d'une part significative des titres Bigben (impact positif fort sur la rentabilité du Groupe attendu à court terme).

Ces opérations d'envergure s'inscrivent parfaitement dans ce plan stratégique et l'ambition du groupe 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 vidéo 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 2019/20

2.1 Top Line : des performances exceptionnelles

Au titre du premier semestre 2019/20, Bigben Interactive a publié un chiffre d'affaires de 127,0 M€, signant une hausse notable de +19,9 % sur la période. Le groupe a enregistré une belle dynamique de croissance et ce, sur l'ensemble de ses secteurs, avec dans le détail :

- Le département Gaming, réalise un chiffre d'affaires semestriel de 62,2 M€ en forte progression de +30,9 % et poursuivant avec succès son évolution vers un modèle de plus en plus intégré et digitalisé. Les bonnes ventes de ce segment, notamment sur les canaux dématérialisés (67,5 % des ventes au T2 2019/20 vs. 36,8 % il y a un an), laissent présager de belles retombées en termes de rentabilité pour le groupe.
- L'activité Mobile enregistre quant à elle un chiffre d'affaires de 52,8 M€, en progression de +10,1 %, portée par le succès de sa gamme Force®.
- Le segment Audio génère un CA de 12,1 M€ en hausse de +14,4 % yoy, en dépit de conditions de marché peu favorables.

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

en M€	S1 2019/20	S1 2018/19	Variation
Gaming	62,2	47,5	+30,9 %
Mobile	52,8	48,0	+10,1 %
Audio	12,1	10,5	+14,4 %
Total	127,0	106,0	+19,9 %

Source : Bigben Interactive

2.2 Des indicateurs de rentabilité en nette amélioration

Au cours du S1 2019/20, Bigben Interactive a enregistré une hausse notable de ses indicateurs opérationnels.

A ce titre, la marge brute ressort en nette augmentation à 43,2 % du chiffre d'affaires, soit un volume de 54,9 M€, dopée par l'activité Edition via la digitalisation des ventes.

L'EBITDA du S1 2019/20 ressort également en forte progression à 27,7 M€ (vs. 19,5 M€ au S1 2018/19) soit une hausse de +42,1 %. La marge d'EBITDA ressort ainsi à 21,8 % du chiffre d'affaires portée 1/ par l'amélioration de la marge brute notamment mais également 2/ par la bonne maîtrise des charges de personnel et charges externes.

La rentabilité opérationnelle courante ressort quant à elle à 13,4 M€ (vs. 8,7 M€ au S1 2018/19) en hausse de +53,7 %, représentant une marge opérationnelle courante de 10,5 % (vs. 8,2 % au S1 2018/19). Cette bonne performance s'explique notamment par la très bonne maîtrise de la structure de coûts et ce, malgré la hausse tangible des charges d'amortissements (consécutifs aux investissements supplémentaires liés aux nouveaux jeux développés entrés en phase de commercialisation).

Le résultat financier s'inscrit à -1,0 M€, pénalisé par des pertes de change de 0,3 M€ (vs. un gain de change de 1,2 M€ sur la même période l'année dernière).

Ainsi, après prise en compte de ces divers éléments, Bigben Interactive enregistre un résultat net de 8,3 M€ sur la période (vs. 6,1 M€ au S1 2018/19) soit un niveau en augmentation tangible de +35,9 % par rapport à l'an dernier.

Compte de résultats simplifié

en M€	S1 2019/20	S1 2018/19
Chiffre d'affaires	127,0	106,0
<i>en % de var</i>	+19,9%	-
EBITDA	27,7	19,5
<i>en % de var</i>	+42,1 %	-
<i>en % du CA</i>	21,8%	18,4%
Résultat opérationnel courant	13,4	8,7
<i>en % de var</i>	+53,7 %	-
<i>en % du CA</i>	10,5%	8,2%
Résultat opérationnel	11,9	7,9
<i>en % de var</i>	+50,2 %	-
<i>en % du CA</i>	9,4%	7,5%
Résultat financier	-1,0	0,8
<i>Dont gain (perte) de change</i>	-0,3	1,2
Résultat avant impôt	10,9	8,7
<i>en % du CA</i>	8,6%	8,2%
Impôts	-2,6	-2,6
Résultat net du groupe	8,3	6,1%
<i>en % de var</i>	+35,9%	
<i>en % du CA</i>	6,6%	5,8%

Source : Bigben Interactive

2.3 Structure bilancielle : de solides fondamentaux

Au 30 septembre 2019, les capitaux propres du groupe ressortent en amélioration à 170,0 M€ (vs. 164,4 M€ au 31 mars 2019) bénéficiant notamment des augmentations de capital réalisées dans le cadre des acquisitions de Cyanide et Eko Software mais également de la forte progression du résultat net des derniers semestres. Compte tenu des importants investissements réalisés sur la période dans le cadre des opérations de croissance externe, la variation de trésorerie demeure négative ce semestre.

Au total, l'endettement net du groupe s'élève à 59,7 M€, hors dette sur loyers issue de l'application nouvelle de la norme IFRS 16 (montant additionnel de 5,6 M€), représentant un gearing de 35,1 % et ce, au regard de la contractions d'emprunts à moyen terme nécessaires à la réalisation des acquisitions et aux financements des développements de nouveaux jeux.

2.4 Une belle dynamique de groupe soutenue par le Gaming et le Mobile

Gaming

En progression de près de +31 % 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 une croissance de +24,1 % à 24 M€ sur la période, portée par les bonnes ventes des produits sous licence PlayStation. 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 mars 2019, la société a par ailleurs sorti une nouvelle manette Revolution Unlimited Pro Controller, enrichi d'un mode sans-fil compatible avec les PS4TM et qui a rencontré un succès important en France et à l'international. A ce titre, ses ventes devraient, d'après le management atteindre les 150 000 exemplaires (contre 80 000 attendus initialement).

Enfin, le groupe bénéficie du succès commercial de la console Nintendo Switch, qui s'est écoulée à près de 42 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. Au cours du S1 2019/20, l'activité a enregistré un chiffre d'affaires de 38,2 M€ soit une hausse notable de +35,7 %. 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 68 % de l'activité Edition sur la période, portée par la qualité du back catalogue (22 % 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 ».

LINE-UP 2019/20

Les sorties de 9 titres sont à prévoir au cours du S2 2019/20 avec parmi eux : Farmers Dynasty, Bee Simulator, WRC 8, Rugby 20, TT Isle of Man, ou encore AO Tennis 2 laissant présager de belles retombées financières tant en termes de chiffre d'affaires que de rentabilité.

A noter également, le projet d'introduction en bourse de la division Nacon, filiale regroupant l'ensemble des actifs opérationnels du pôle Gaming, qui constitue l'option privilégiée par le management pour assurer le financement de ces activités.

Mobile

En progression de +10,1 % au cours du semestre, le segment mobile a su redynamiser son activité, qui a été pénalisée l'an dernier par un contexte de marché défavorable lié notamment à la baisse des ventes de smartphones. Le chiffre d'affaires ressort ainsi à 52,8 M€ dans un marché, de plus en plus segmenté et marqué par la « premiumisation » des équipements mobiles.

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 premium 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). Bigben mise également sur ses produits 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. Plus récemment, le groupe a dévoilé la sortie prochaine (en petites séries) de Force Moov®, première génération de trottinette électrique connectée et assurée, qui devrait vraisemblablement profiter de l'engouement actuel pour les solutions de micro mobilité urbaine.

Au regard des perspectives d'évolution de marché plus modérées que par le passé, Bigben entend focaliser sa stratégie Mobile 1/ sur la mise en place d'une offre clé en main produits / services auprès des opérateurs et enseignes, 2/ sur la commercialisation de produits à forte valeur ajoutée et ce, afin de doper son niveau de rentabilité mais également 3/ 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. Pour mémoire, le CA international a atteint au S1 2019/20, un niveau de 8 % du CA du segment (vs. 4 % au S1 2018/19)

Audio

L'Audio, en progression de +14,4 % au cours du S1 2019/20 à 12,1 M€, porté par le Smart Audio et la commercialisation de produits connectés. 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 En avance sur le plan Bigben 2022

Lors de la présentation de ses résultats semestriels 2019/20, Bigben est revenu sur les objectifs de son plan « BIGBEN 2022 », présenté l'an dernier et 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 – partenariat Orange en Espagne et en Pologne).
- 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 réhaussée, désormais attendue supérieure 12 %. A noter le possible rallongement des délais d'amortissement des jeux, au regard de la part, attendue plus importante, de l'activité réalisée en digital.

Pour 2019/20, le groupe anticipe de réaliser un chiffre d'affaires compris entre 270 M€ et 290 M€, associé à une MOC également réhaussée à 11 % du chiffre d'affaires. Au regard de la dynamique actuelle et de la bonne intégration des opérations de croissance externe réalisées, nous sommes confiants dans la capacité de Bigben Interactive à maintenir une bonne dynamique au S2 2019/20 et ainsi réaliser les objectifs de ventes et de rentabilité annoncés.

Nous anticipons ainsi de notre côté un chiffre d'affaires de 287,3 M€ pour l'exercice 2019/20 et de 333,8 M€ en 2020/21, soit des croissances respectives de +17,0 % et de +16,2 %. 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.

Notre estimation de résultat opérationnel courant 2019/20 ressort en conséquence à 32,5 M€, soit une marge opérationnelle courante de 11,3 %, 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 2019/20, nous estimons que Bigben Interactive sera en mesure de maîtriser son endettement, continuant d'afficher progressivement une variation de trésorerie brute en augmentation.

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						0,60%
Taille du CA						0,20%
Rentabilité opérationnelle						0,60%
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 -0,17 % (moyenne à 3 mois de l'OAT TEC 10 – source Agence France Trésor), d'une prime de marché de 7,90% (Fairness Finance, Market Risk Premia), d'un beta de la société de 1,19, d'une prime de risque Small Caps de 3,60 % et d'un levier financier de 12,63 %, le taux d'actualisation s'élève à 11,57 %.

Taux sans risque	Prime de marché	Beta	Prime Small Caps	Coût du capital	Coût de la dette	Levier financier	Taux d'impôts	WACC
-0,17%	7,90%	1,19	3,60%	12,83%	2,20%	12,63%	28,00%	11,57%

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 11,57 %, nous obtenons le tableau de flux de trésorerie disponibles suivant (en M€) :

	2018/19	2019/20E	2020/21E	2021/22E	2022/23E	2023/24E	2024/25E	2025/26E	2026/27E	2027/28E	2028/29E
Chiffre d'affaires	245,50	287,25	333,77	364,32	393,47	421,01	446,27	468,58	487,32	501,94	511,98
Excédent brut d'exploitation	44,94	60,04	70,43	79,06	88,53	96,83	103,53	110,12	115,98	119,46	122,88
Impôt		9,09	10,84	12,22	14,48	16,23	17,56	19,11	20,46	21,13	21,78
Investissements		31,60	36,71	40,08	41,36	42,68	43,96	45,28	46,64	48,04	49,48
Variation de BFR		6,83	8,29	7,33	6,99	6,61	6,06	5,36	4,50	3,51	2,41
FCF opérationnels		12,52	14,58	19,43	25,70	31,31	35,95	40,37	44,39	46,78	49,21
FCF opérationnels actualisés		12,01	12,54	14,98	17,76	19,39	19,96	20,09	19,80	18,70	17,63

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		172,9	47,1%
Période 11-20 ans	2,5%	109,2	29,8%
Taux de croissance à l'infini	2,0%	84,8	23,1%
Total		366,9	100,0%
dont valeur terminale		194,1	

Source : estimations Genesta

Ainsi, la valorisation d'entreprise de Bigben Interactive ressort à 366,9 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)	172,9
+ Valeur terminale actualisée	194,1
+ Titres financiers	
+ Titres mis en équivalences	0,0
- Provisions	2,1
- Endettement financier net	37,2
- Minoritaires	0,0
+ Reports déficitaires actualisés	0,0
= Valeur des Capitaux Propres pg	327,7
Nombre d'actions	19,7
Valeur par action	16,63

Source : estimations Genesta

In fine, la méthode d'actualisation des flux de trésorerie disponibles (« Discounted Cash Flow ») fait ressortir une valeur par action de 16,63 € – soit un potentiel d'upside selon cette approche de +11,2 % par rapport au dernier cours de 14,96 € à la clôture du 26 novembre 2019.

A titre informatif, le tableau de sensibilité de la valorisation en fonction du taux d'actualisation retenu et de la croissance à l'infini est le suivant (en €) :

		Taux de croissance à l'infini				
		1,0%	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%
CMPC	10,57%	18,55	18,85	19,19	19,57	20,01
	11,07%	17,30	17,56	17,84	18,15	18,51
	11,57%	16,19	16,40	16,63	16,89	17,18
	12,07%	15,18	15,36	15,55	15,77	16,01
	12,57%	14,26	14,41	14,58	14,76	14,96

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.

Take-Two Interactive Software : Société américaine spécialisée dans le développement l'édition et la distribution de jeux vidéo sur différents supports tels que les consoles, les ordinateurs, les smartphones et les tablettes. La société commercialise ses produits en version physique et dématérialisée et ce, à l'échelle internationale.

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 marches 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 & Oflufsen : Le groupe Bang & Ofulsen 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 vidéo, 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 19	CA 20	EBE 19	EBE 20	REX 19	REX 20	RN 19	RN 20
Guillemot Corp. SA	64,4	70,3	2,1	5,8	-1,0	2,0	-0,9	1,5
Focus Home Interactive SAS	138,5	125,9	17,9	16,7	17,7	16,6	12,6	12,3
Take-Two Interactive Software Inc.	2 590,1	2 579,3	625,7	656,8	576,8	590,2	507,3	525,3
Doro AB	190,8	202,1	20,3	23,3	11,8	14,3	8,3	10,2
Garmin Ltd.	3 316,7	3 471,3	905,6	957,4	809,8	832,9	719,1	744,8
GN Store Nord A/S	1 674,4	1 839,5	362,5	403,1	275,3	324,7	198,1	232,0
Bang & Olufsen A/S	384,5	426,4	34,0	45,6	10,8	20,2	5,5	14,9
Digital Bros S.p.A.	132,9	169,0	21,2	#NA	12,3	17,1	8,8	12,0
Capcom Co., Ltd.	743,5	832,5	216,4	239,7	184,7	208,0	126,8	145,6

Source : Infront Analytics

	Capitalisation	Dette nette	Minoritaires	VE
Guillemot Corp. SA	36,5	-23,4	0,0	13,0
Focus Home Interactive SAS	125,2	-7,8	0,0	117,4
Take-Two Interactive Software Inc.	12 387,9	-1 904,7	0,0	10 483,3
Doro AB	96,8	10,4	0,0	107,2
Garmin Ltd.	16 955,7	-1 210,4	0,0	15 745,3
GN Store Nord A/S	5 960,2	431,9	0,0	6 392,1
Bang & Olufsen A/S	192,7	-56,2	0,0	136,5
Digital Bros S.p.A.	210,5	2,2	0,0	212,7
Capcom Co., Ltd.	2 341,6	-353,1	0,0	1 988,4

Source : Infront Analytics

4.2.2 Valorisation

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

	CA 19/20	CA 20/21	EBE 19/20	EBE 20/21	REX 19/20	REX 20/21	RN 19/20	RN 20/21
Guillemot Corp. SA	NS	0,19	6,21	2,25	NS	6,52	NS	24,32
Focus Home Interactive SAS	0,85	0,93	6,57	7,02	6,63	7,07	9,94	10,18
Take-Two Interactive Software	4,05	4,06	16,75	15,96	18,18	17,76	24,42	23,58
Doro AB	0,56	0,53	5,27	4,61	9,08	7,48	11,63	9,48
Garmin Ltd.	4,75	4,54	17,39	16,45	19,44	18,90	23,58	22,77
GN Store Nord A/S	3,82	3,47	17,63	15,86	23,22	19,69	30,09	25,69
Bang & Olufsen A/S	0,35	0,32	4,01	2,99	12,59	6,75	NS	12,97
Digital Bros S.p.A.	1,60	1,26	10,05	NS	17,22	12,44	24,02	17,54
Capcom Co., Ltd.	2,67	2,39	9,19	8,30	10,76	9,56	18,46	16,08

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 19/20	CA 20/21	EBE 19/20	EBE 20/21	REX 19/20	REX 20/21	RN 19/20	RN 20/21
Bigben Interactive	287,25	333,77	60,04	70,43	32,46	38,72	23,77	28,33
Valorisation induite	632,49	618,88	583,73	609,19	438,04	419,56	482,76	511,84
	576,71	382,85	514,56	502,11	446,66	332,87	560,54	496,90
Valorisation moyenne / action	28,06		28,04		20,78		26,04	

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 -18,6 % aux résultats évoqués précédemment.

Capitalisation moyenne des comparables	EUR 4 064,9 M
Capitalisation non corrigée de la société	EUR 506,9 M
Rapport des capitalisations	12,5 %
Prime / Décote à appliquer	-18,5 %

Après décote, nous obtenons les valorisations suivantes :

Valorisation moyenne / action	22,86	22,85	16,93	21,22
Moyenne	20,97			

Ainsi, l'approche par la méthode des multiples boursiers de sociétés comparables nous amène à une fourchette de valorisation de 16,93 € – 22,86 €, et en moyenne à un prix par action de 20,97 €, soit un potentiel d'upside selon cette approche de +40,1 % par rapport au cours de Bigben Interactive de 14,96 € à la clôture du 26 novembre 2019.

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

	2016/17	2017/18	2018/19	2019/20E	2020/21E	2021/22E
Chiffre d'affaires	208,1	245,4	245,5	287,3	333,8	364,3
%évolution	2,9%	17,9%	0,0%	17,0%	16,2%	9,2%
Achats consommés	142,9	168,5	147,9	166,0	191,9	207,7
%du CA	68,7%	68,7%	60,2%	57,8%	57,5%	57,0%
Charges de personnel	20,2	21,1	21,9	26,1	30,0	32,8
%du CA	9,7%	8,6%	8,9%	9,1%	9,0%	9,0%
Charges externes	23,3	26,7	28,5	32,5	39,7	42,6
%du CA	11,2%	10,9%	11,6%	11,3%	11,9%	11,7%
Excédent brut d'exploitation	20,6	29,7	44,9	60,0	70,4	79,1
%évolution	25,4%	44,1%	51,3%	33,6%	17,3%	12,3%
%du CA	9,9%	12,1%	18,3%	20,9%	21,1%	21,7%
Résultat Opérationnel Courant	11,0	16,4	21,7	32,5	38,7	44,4
%évolution	51,4%	48,8%	32,5%	49,4%	19,3%	14,8%
%du CA	5,3%	6,7%	8,9%	11,3%	11,6%	12,2%
Résultat Opérationnel	10,6	14,9	22,3	32,5	38,7	44,4
%évolution	45,0%	41,1%	49,8%	45,4%	19,3%	14,8%
%du CA	5,1%	6,1%	9,1%	11,3%	11,6%	12,2%
Résultat financier	1,6	-2,8	0,5	0,0	0,0	-0,8
Résultat avant impôt	12,2	12,1	22,8	32,5	38,7	43,6
Impôts	3,0	3,2	5,4	9,1	10,8	12,2
%Taux d'impôt effectif	24,7%	26,1%	23,9%	28,0%	28,0%	28,0%
Mise en équivalence	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Résultat des activités poursuivies	9,0	8,9	17,3	23,8	28,3	31,9
%évolution	130,1%	-0,2%	94,0%	37,1%	19,2%	12,6%
%du CA	4,3%	3,6%	7,1%	8,3%	8,5%	8,8%
Résultat des activités abandonnées	NS	NS	NS	NS	NS	NS
Résultat Net pdg	9,0	8,9	17,3	23,8	28,3	31,9
%évolution	130,1%	-0,2%	94,0%	37,1%	19,2%	12,6%
%du CA	4,3%	3,6%	7,1%	8,3%	8,5%	8,8%

Croissance tirée par le Gaming, en particulier par l'Édition et la bonne intégration des opérations de croissance externe (acquisitions de Cyanide, Eko Software Kylotton et Spiders)

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€)	2016/17	2017/18	2018/19	2019/20E	2020/21E	2021/22E
Ecart d'acquisition	35,9	35,9	58,3	58,3	58,3	58,3
Immobilisations incorporelles	30,9	36,9	66,2	67,4	68,9	70,5
Immobilisations corporelles	14,4	13,7	13,4	16,2	19,7	23,6
Immobilisations financières	0,6	1,2	0,9	0,9	0,9	0,9
BFR	58,9	58,4	65,0	71,8	80,1	87,4
%du CA	28,3%	23,8%	26,5%	25,0%	24,0%	24,0%
Dettes financières	21,7	26,3	50,4	62,4	66,4	69,4
Trésorerie et équivalents de trésorerie	8,5	16,6	14,2	15,1	26,2	42,3
Endettement net	13,2	9,6	36,2	47,3	40,3	27,2

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€)	2016/17	2017/18	2018/19	2019/20E	2020/21E	2021/22E
CAF	23,2	22,2	40,6	51,4	60,0	66,5
Investissements	14,0	16,0	44,0	31,6	36,7	40,1
%du CA	6,7%	6,5%	17,9%	11,0%	11,0%	11,0%
Variation du BFR	-6,6	-0,5	21,9	6,8	8,3	7,3
Flux de trésorerie d'exploitation net	15,8	6,8	-25,3	12,9	15,0	19,1

5.4 Ratios financiers

Au 31/03 (M€)	2016/17	2017/18	2018/19	2019/20E	2020/21E	2021/22E
Bénéfice net par action	0,5	0,5	0,9	1,3	1,5	1,7
%évolution	108,3%	-2,6%	94,0%	37,1%	19,2%	12,6%
Capitalisation boursière	110,4	231,0	165,5	275,0	275,0	275,0
Valeur d'entreprise	123,6	240,6	201,7	322,3	315,3	302,2
P/E	12,3	25,8	9,5	11,6	9,7	8,6
P/CF	1,2	1,1	2,1	2,6	3,0	3,4
Market to Book	0,9	1,7	1,0	1,5	1,3	1,1
VE / CA	0,6	1,0	0,8	1,1	0,9	0,8
VE / EBE	6,0	8,1	4,5	5,4	4,5	3,8
VE / ROP	11,7	16,1	9,0	9,9	8,1	6,8
EBE / CA	9,9%	12,1%	18,3%	20,9%	21,1%	21,7%
ROP / CA	5,1%	6,1%	9,1%	11,3%	11,6%	12,2%
Résultat net / CA	4,3%	3,6%	7,1%	8,3%	8,5%	8,8%
Gearing comptable	10,5%	7,2%	22,0%	25,1%	18,6%	10,9%
Capitaux engagés	135,1	140,0	168,2	206,6	218,2	231,8
RCE	5,6%	8,4%	10,0%	11,3%	12,8%	13,9%
Rentabilité des Fonds Propres	7,1%	6,6%	10,6%	12,6%	13,1%	12,8%

Réduction du gearing après une augmentation pour l'exercice 2019/20 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

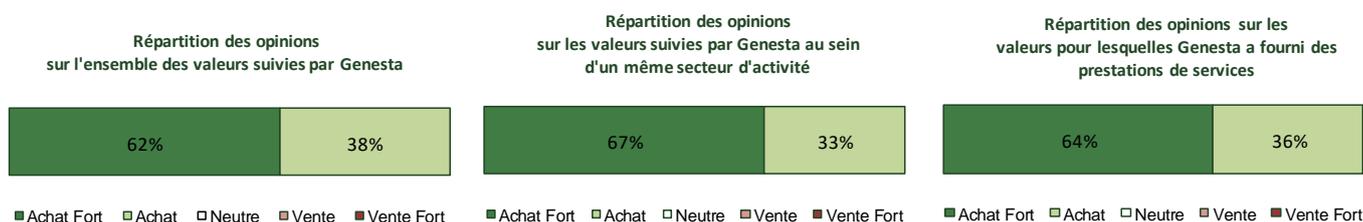
* : Prestations récurrentes correspondant à l'établissement du Document de Référence de l'émetteur. Prestations de conseil pour le rachat de Modelabs, pour des opérations de financement auprès de BPI France et pour les rachats de Cyanide et d'Eko Software.

En qualité d'Analyste Financier Indépendant au sens du Règlement Général de l'AMF, Genesta se réfère aux modalités administratives et organisationnelles définies par la profession, en particulier dans le respect des best practices et en matière de gestion des conflits d'intérêts. Des procédures spécifiques strictes définissent le fonctionnement interne des activités d'analyse financière au sein de Genesta. 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
27 novembre 2019	Etude Semestrielle Achat Fort	18,80 €
22 octobre 2019	Flash Valeur Achat Fort	17,40 €
9 septembre 2019	Flash Valeur Achat Fort	16,90 €
25 juillet 2019	Flash Valeur Achat Fort	16,75 €
24 juillet 2019	Flash Valeur Achat Fort	16,60 €
29 mai 2019	Etude Annuelle Achat Fort	15,50 €

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.