

Guillaume ANOMAN

Analyste Financier
ganoman@genesta-finance.com
01.45.63.68.86

Date de première diffusion : 1^{er} décembre 2021

Bigben Interactive

Reculer pour mieux sauter ?

Au titre de ses résultats du 1^{er} semestre 2021/22, Bigben Interactive a publié un niveau de ROC de 9,9 M€, soit une marge opérationnelle courante de 8 %, niveau inférieur à nos attentes. La rentabilité est impactée notamment par la hausse des salaires chez Nacon ainsi que par le retour à des dépenses de marketing plus normatives. La prépondérance de Nacon dans les résultats du groupe entraîne, du fait d'un S1 2020/21 extrêmement dynamique, un effet de base exigeant amenant à une contraction des résultats au S1 2021/22 : EBITDA de 24,6 M€ (-26,4 % YoY) notamment. Malgré les bonnes performances du segment Audio/Telco, le décalage de 4 jeux sur l'exercice prochain nous amène à abaisser nos estimations pour l'exercice en cours. TP 20,45 €, Achat Fort.

Opinion

Cours (clôture au 30 nov. 2021)

1. Achat Fort

14,34 €

Objectif de cours

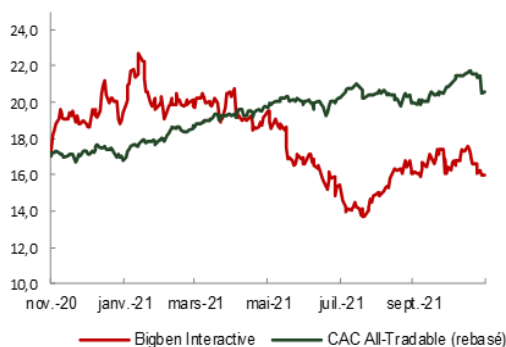
20,45 € (+42,6 %)

Données boursières

Code Reuters / Bloomberg	BGBN.PA / BIG:FP
Capitalisation boursière	280,6 M€
Valeur d'entreprise	289,9 M€
Flottant	185,5 M€ (66,1 %)
Nombre d'actions	19 569 463
Volume quotidien	784 080 €
Taux de rotation du capital (1 an)	72,37%
Plus Haut (52 sem.)	22,70 €
Plus Bas (52 sem.)	13,70 €

Performances

Absolute	1 mois	6 mois	12 mois
	-0,2 %	-17,9 %	-6,1 %



Actionnariat

Flottant : 66,1 % ; Bolloré Group : 20,4 % ;
AF Invest : 13,3 % ; Autocontrôle : 0,2 %

Agenda

Chiffre d'affaires T3 2021/22 publié le 24 janvier 2022

Une contre-performance sur le 1^{er} semestre 2021/22 :

Au titre de son S1 2021/22, Bigben Interactive publie une contraction globale de ses agrégats, pâtissant d'un effet de base particulièrement exigeant lié à un 1^{er} semestre 2020/21 marqué par des performances exceptionnelles au sein de Nacon. Ainsi, l'EBITDA du groupe affiche une contraction de -24,6 % YoY, le ROC affiche quant à lui une contraction de -41,6 %.

Dans le détail, au niveau des deux segments du groupe :

- Le segment **Nacon - Gaming (73,0 M€ de CA sur le S1 2021/22)** enregistre un niveau de marge brute dans le chiffre d'affaires quasiment stable (52.1% du CA vs 52,3 % au S1 2020/21, et ce malgré la hausse des coûts de transport) mais un volume en valeur absolue en baisse de -16,0 % YoY (38,0 M€ vs 45,3 M€ au S1 2020/21). Les niveaux d'EBITDA et de ROC (respectivement 21,4 M€ et 8,4 M€) sont eux impactés par une hausse des dépenses marketing (retour à la normale) et par la hausse des salaires, en particulier dans un milieu du gaming en situation de plein emploi.
- Le segment **Bigben - Audio/Telco (CA de 51,2 M€ sur le S1 2021/22)**, du fait notamment d'un effet de comparaison favorable par rapport au S1 2020/21 (effet confinement : magasins physiques fermés), affiche des indicateurs en progression : la marge brute apparaît en hausse de +11,4 % YoY (13,4 M€), l'EBITDA est de 3,2 M€ (+7,1 % YoY) avec un ROC de 1,4 M€ (+20,4 % YoY). Indépendamment de la base de comparaison favorable, la bonne pénétration dans le marché des produits « Energie » du groupe (chargeurs, adaptateurs secteurs) avec une hausse YoY de 42 % du volume d'affaires de cette gamme profite largement au segment.

Abaissement des objectifs pour l'exercice en cours...

Malgré la bonne performance des ventes de manettes *Playstation*®4, la bonne tenue du back-catalogue ainsi que des chiffres encourageants sur les ventes d'accessoires mobiles, le groupe s'est vu dans l'obligation de diminuer ses objectifs de revenus et de rentabilité pour l'exercice.

En effet, soucieux de la qualité des jeux développés et distribués, Nacon a annoncé le décalage de la sortie de 4 jeux sur le T1 2022/23, notamment *Vampire : The Masquerade*®-*Swansong* et *Blood Bowl 3*, jeux pour lesquels d'importants revenus étaient escomptés. Ainsi, le groupe abaisse sa prévision de revenus pour l'exercice 2021/22 de 300-320 M€ à 270-300 M€ avec un niveau de ROC avoisinant 24 M€.

Chiffres Clés

	2019/20	2020/21	2021/22E	2022/23E	2023/24E
CA (M€)	263,5	292,8	292,6	403,2	410,4
Evolution (%)	7,3%	11,1%	-0,1%	37,8%	1,8%
EBE (M€)	52,5	67,6	57,2	98,1	100,2
ROC (M€)	23,7	36,2	22,8	57,3	59,5
Marge op. (%)	9,0%	12,4%	7,8%	14,2%	14,5%
Res. Net. Pg (M€)	16,2	14,7	13,7	34,1	36,2
Marge nette (%)	6,2%	5,0%	4,7%	8,4%	8,8%
BPA	0,84	0,76	0,70	1,74	1,85

Ratios

	2019/20	2020/21	2021/22E	2022/23E	2023/24E
VE / CA	1,3	1,2	1,0	0,7	0,6
VE / EBE	6,6	5,2	5,2	3,0	2,6
VE / ROP	16,6	11,8	14,2	5,7	4,6
P / E	24,0	26,5	20,5	8,2	7,8
Gearing (%)	-15%	-13%	5%	4%	-5%
Dette nette / EBE	-0,8	-0,6	0,3	0,2	-0,2
RCE (%)	7,2%	7,2%	4,0%	9,7%	9,3%

Présentation de la société

Leader européen de la conception d'accessoires

Bigben Interactive est le leader européen de la conception et de la distribution d'accessoires pour les téléphones mobiles et les jeux vidéo. Le mix d'activités du groupe n'a cessé d'évoluer depuis 2003, passant d'un positionnement de grossiste du secteur des jeux vidéo à celui d'accessoiriste tiers (mobiles et jeux vidéo), positionnement complété d'un statut de développeur-éditeur de jeux.

Le groupe est aujourd'hui, suite à l'introduction en bourse de Nacon en 2020, réparti entre 2 pôles :

- **Nacon - Gaming** (60,7% du CA 2020/21), concentrant les activités de développement-éditeur de jeux vidéo mais aussi la distribution d'accessoires liés au gaming,
- **Bigben - AudioVidéo/Telco** (39,3% du CA 2020/21), concentrant les activités de distribution d'accessoires de téléphonie mobile ainsi que d'appareils et périphériques audios (avec désormais une activité Vidéo via Metronic).

Au titre de l'exercice 2020/21, le groupe a généré un CA de 292,8 M€ pour un EBITDA de 67,6 M€.

Le Gaming en phase d'investissement...

Le groupe met le secteur gaming et plus particulièrement l'édition-développement de jeux AA au cœur de son plan stratégique « Bigben 2023 ». Bigben concentre ses investissements (près de 60 M€ par an aujourd'hui) dans la création de contenus propriétaires, conjuguant développements internes et rachats de studios. Bigben souhaite ainsi se positionner comme l'acteur incontournable du segment mid-publishing.

Grâce à ses nombreux partenariats avec notamment Sony, Microsoft et la récente acquisition de RIG™, Nacon a par ailleurs l'intention d'accélérer sa croissance sur son offre d'accessoires gaming.

Internationalisation de l'AudioVidéo/Telco...

Le groupe compte bien profiter de son positionnement de leader en France sur le segment des accessoires pour mobiles pour bénéficier de deux enjeux significatifs pour le marché : le retrait des chargeurs dans les boîtes de smartphones neufs (avec l'adoption massive de la norme USB-C) et le déploiement de la 5G. Par ailleurs, le groupe doit poursuivre ses efforts d'internationalisation de ses activités pour mobile, à l'image du récent succès en Pologne auprès d'Orange.

Sur son segment Audio, Bigben Interactive profite d'ores et déjà d'un mix produits diversifié. Pour autant, le groupe a récemment confirmé l'acquisition de Metronic, opération qui permettra en année pleine à l'activité Audio/Vidéo d'atteindre un CA de plus de 50 M€ (vs. environ 30 M€ actuellement). Bigben Interactive accède ainsi à de nouveaux référencements clients et renforce ses bases internationales (Espagne et Italie en particulier).

Méthode de Valorisation

DCF

Pour les exercices 2021/22 et 2022/23, nos prévisions de CA sont mises à jour à 292,6 M€ et à 403,2 M€. Nous ajustons à la baisse nos estimations de chiffre d'affaires ainsi que de marge opérationnelle courante, tenant compte du niveau d'activité affiché au S1 2021/22 ainsi que de l'abaissement de la guidance. La valorisation par la méthode des DCF, en appliquant un WACC de 9,58 % (effet baisse de la prime de marché), ressort à 22,34 € 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 ; | - Garmin ; |
| - Take-two Interactive ; | - Doro AB ; |
| - Focus Home Interactive ; | - GN Store ; |
| - Digital Bros ; | - Cellulardine ; |
| - Bang & Olufsen ; | - Capcom Co. |

L'approche par les multiples boursiers nous conduit à une valorisation de l'action Bigben Interactive de 18,55 € par titre.

... mais relèvement des guidances pour le prochain exercice 2022/23

Le décalage de 4 jeux initialement prévus au S2 2021/22 vers le T1 2022/23 va venir contribuer au volume d'affaires du prochain exercice, dans une mesure plus importante que cela aurait été le cas sur l'exercice actuel. Les décalages, demandés par les équipes de développement, vont venir améliorer la qualité des jeux. Ainsi, les notes *Metacritic* étant des indicateurs très influents sur les ventes des jeux-vidéos développés, l'amélioration et le perfectionnement des jeux Nacon ne peut jouer que positivement sur les ventes 2022/23.

Bigben, via sa filiale Nacon, compte également profiter des tendances existantes sur la manière de monétisation ses jeux. Ces derniers temps, nous avons effectivement vu émerger plusieurs jeux (par exemple *Rocket League*®) pour lesquels des objets étaient disponibles dans le jeu moyennant un paiement supplémentaire directement sur une plateforme en ligne. C'est ainsi que Nacon a développé, au sein de sa future parution *Blood Bowl 3*®, un système de monétisation *in-game* de divers objets. Cela permettra au groupe de générer des revenus au-delà de la vente du jeu en tant que telle.

Au final, le groupe met en avant une nouvelle guidance pour son exercice 2022/23 d'un CA compris entre 400 et 450 M€, accompagné d'une marge opérationnelle courante supérieure à 14 %.

Un groupe en pleine mutation

Le groupe, via la filiale Nacon, est désormais un développeur-éditeur de jeux vidéo bien implanté. Le plan stratégique « Bigben 2023 » induit une hausse des budgets de développement par jeu, dans le but d'extraire plus de revenus par jeu publié. Toutefois, n'oublions pas qu'une telle mutation d'activité entraîne inévitablement un effet sur le profil de risque du groupe. Bien qu'en conservant une assez large diversité de jeux sortis par an, le groupe souhaite renforcer la qualité de ses parutions et ainsi concentre ses investissements. Cela entraîne forcément un risque sur la volatilité de ses revenus, que cela soit par un potentiel décalage ou bien par des revenus tirés d'une parution moins élevés que prévu.

Ce plan stratégique, alimenté notamment au travers de la croissance externe, va aussi permettre au groupe d'étoffer son portefeuille de jeux et ainsi de diversifier ses parutions. Big Ant Studios, Passtech Games, CREA-Ture Studios, Ishtar Games mais également le renforcement de sa position dans Lunar Great Wall Studios (pour atteindre un seuil de détention à 100%) confère au groupe l'opportunité d'atteindre l'objectif de devenir l'acteur incontournable du mid-publishing sur le segment de jeu AA.

Dans son segment Audio/Telco (désormais AudioVidéo/Telco), le groupe a récemment annoncé l'acquisition de Metronic. Cette dernière va permettre à Bigben Interactive d'accéder à de nouveaux canaux de distribution comme les grandes surfaces de bricolage et le marché B2B. Par ailleurs, cette opération va conforter Bigben Interactive sur certaines zones géographiques, profitant de la présence à l'international de Metronic (Metronic Italie et Metronic Espagne).

Comme nous l'avons communiqué précédemment, la croissance externe, mais aussi le retrait progressif des chargeurs des boîtes de smartphones neufs (mais aussi leur standardisation) permettant au groupe de proposer tout une gamme de produits palliant à cette absence, constituent tous deux des opportunités dans l'AudioVidéo/Telco. Bigben semble également idéalement positionné pour profiter de la fragmentation du marché des smartphones. En effet, au fur et à mesure des années, le « duopole » Samsung/Apple s'essouffle laissant apparaître de nouveaux acteurs comme Oppo, Xiaomi, Vivo, etc. Ces derniers permettent au groupe de développer et de vendre un nombre additionnel d'accessoires liés à leurs smartphones sur lesquels la concurrence est moindre.

Opinion Achat Fort avec un objectif de cours à 20,45 €

Le groupe concentrant désormais ses investissements dans un nombre restreint de jeux dans le but d'améliorer leur qualité, le décalage de sortie de quelques-uns d'entre eux amène inéluctablement de la volatilité dans les revenus. Pour autant, cette volatilité, inhérente à l'évolution du profil de risques de Nacon, ne remet aucunement en question la capacité du groupe à faire fructifier ses investissements dans le développement de jeux AA. Nous conservons donc notre optimisme quant aux revenus futurs générés par le segment gaming, mais aussi en la capacité du mix d'activité du groupe à se rééquilibrer au fil du temps.

Tenant compte des informations transmises par le management lors de cette publication semestrielle et des données de marché, notre objectif de cours ressort à 20,45 €, opinion Achat Fort.

Avertissements importants

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 %

Le détail des méthodes appliquées par Genesta Equity Research pour la détermination de ses objectifs de cours est disponible sur le site Internet www.genesta-finance.com.

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 / URD 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.

Changement d'opinion et/ou d'objectif de cours relatifs à la valeur au cours des 12 derniers mois

Date	Opinion	Objectif de cours
1 décembre 2021	Flash Valeur Achat Fort	20,45 €
27 octobre 2021	Flash Valeur Achat	21,15 €
27 juillet 2021	Flash Valeur Achat Fort	24,00 €
1 ^{er} juin 2021	Flash Valeur Achat Fort	24,80 €
28 avril 2021	Flash Valeur Achat Fort	26,90 €
26 janvier 2021	Flash Valeur Achat Fort	25,50 €

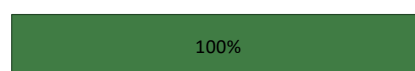
Répartition des opinions

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



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

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



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

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



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



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.