

Achat (vs Accumuler)	<i>Potentiel</i>	17,4%
Objectif de cours		17,50 € (vs 14,60 €)
Cours au 15/05/2018		14,90 €
Euronext Paris Comp C		
Reuters / Bloomberg	BGBN.PA / BIG FP	

Performances (%)	Ytd	1m	3m	12m
Perf. Absolue	8,0%	20,6%	18,8%	124,7%
Perf CAC Small	2,8%	2,3%	1,3%	9,0%

Informations boursières (en M €)	
Capitalisation (M€)	284,0
Nb de titres (en millions)	18,4
Volume 12 mois (titres)	51691
Extrêmes 12 mois	5,53 € / 16,20 €

Actionnariat	
Flottant	54%
AF invest	14%
Bolloré Group	22%
Argos Fund (Quaero Capital)	9%

Données financières (en M €)				
au 31/03	2017	2018e	2019e	2020e
CA	208,1	245,4	281,9	303,1
var %	2,9%	17,9%	14,9%	7,5%
EBE	20,6	27,8	36,8	42,6
%CA	9,9%	11,3%	13,0%	14,0%
ROC	11,0	16,5	24,2	29,1
%CA	5,3%	6,7%	8,6%	9,6%
Rnpg	8,9	10,3	15,4	19,4
%CA	4,3%	4,2%	5,5%	6,4%
Bnpa (€)	0,47	0,54	0,81	1,02
ROCE (%)	5%	9%	12%	31%
ROE (%)	7%	8%	10%	12%
Dette nette	13,2	14,6	8,8	30,0
Gearing (%)	10%	11%	6%	18%
Dividende n	0,00	0,13	0,20	0,25
Yield (%)	0%	0,9%	1,4%	2%

Ratios				
	2017	2018e	2019e	2020e
VE/CA (x)	0,5	1,2	1,0	1,1
VE/EBE (x)	5,0	10,2	7,8	7,4
VE/ROC (x)	9,3	17,2	11,8	10,8
PE (x)	31,8	27,6	18,4	14,6

Analyste :
Louis-Marie de Sade pour Cécile Aboulian
01 44 70 20 70
lmadesade@elcorp.com // caboulian@elcorp.com

Bigben Interactive

Équipement Loisirs

Acquisition stratégique d'un studio français

Acquisition du studio de développement de jeux vidéo Cyanide

Bigben a annoncé l'acquisition de Cyanide, studio français de développement de jeux vidéo, poursuivant ainsi sa stratégie visant à maîtriser la phase de développement des jeux à celle d'édition et de distribution. Cette opération permet au Groupe d'acquies plusieurs Propriétés Intellectuelles, actifs clés, ainsi qu'un savoir-faire reconnu dans le secteur tout en sécurisant durablement sa capacité à mettre de nouveaux jeux de qualité sur le marché. Le prix de la transaction a été fixé à 20 M€ pour 100% du capital, la moitié sera payée en numéraire et l'autre par émission d'actions nouvelles Bigben (3,5%-4,0% de dilution). Cette acquisition valorise la cible selon nous à 3,9x le CA 2017/2018 et 12,4x le RN.

Commentaires

Bigben a annoncé l'acquisition du studio de développement de jeux vidéo Cyanide, studio de référence ayant produit une cinquantaine de jeux entre créations de Propriétés Intellectuelles (Pro Cycling Manager, Styx, ...) et productions sous licence (Game of Thrones, Blood Bowl, ...). Fort d'une installation en France et au Canada, le studio compte 110 collaborateurs pour un CA de 6,1 M€ (clôture au 31/03/2018, en cours d'audit) et un RN de 1,9 M€. Actuellement, 9 jeux sont en cours de développement sur toutes les plateformes disponibles sur le marché.

Cette opération stratégique permet au Groupe de développer son offre à des genres encore absents de son portfolio (jeux stratégiques/tactiques, jeux narratifs par épisodes, jeux de tirs et jeux de management) mais aussi complémentaires de son catalogue (simulations sportives, jeux d'action/aventure).

Concernant la structuration de l'opération, Bigben fait savoir que 100% de Cyanide sera acheté à un prix de 20 M€. La moitié sera payée en numéraire et l'autre moitié par création d'actions nouvelles Bigben en rémunération de l'apport d'actions Cyanide, pour dilution comprise entre 3,5% et 4,0%. Le Groupe précise qu'il s'est porté acquies de tous les titres de capital potentiel au jour de la transaction pour un montant de 1,1 M€ afin d'éviter toute dilution ultérieure au capital du studio. Pour finir, un complément de prix, basé sur le RN de Cyanide pourra être versé en septembre 2019. La réalisation finale de l'opération devrait intervenir courant juin 2018.

Cette opération est, selon nous, une excellente nouvelle pour Bigben, celle-ci permettant à la fois de sécuriser le développement de ses jeux avec un studio réputé tout en acquies de nouvelles Propriétés Intellectuelles reconnues.

Suite à l'intégration de Cyanide, nous revoyons à la hausse nos attentes pour les prochains exercices avec un CA 2018/19 à 281,9 M€ (vs 273,5 M€ précédemment) et un ROC 2018/19 à 24,2 M€ (vs 22,1 M€).

Recommandation

Compte tenu de l'actualisation de nos modèles et de cette opération, notre objectif de cours ressort à 17,50 € (vs 14,60 €) et notre recommandation passe à l'Achat (vs Accumuler).

Prochain événement : Résultats annuels 2017/18 : le 28/05/2018

Compte de résultat (M€)	mars-15	mars-16	mars-17	mars-18e	mars-19e	mars-20e
Chiffre d'affaires	184,9	202,2	208,1	245,4	273,5	292,1
Excédent brut d'exploitation	8,5	16,4	20,6	27,8	34,7	40,1
Résultat opérationnel courant	1,6	7,3	11,0	16,5	22,1	26,6
Résultat opérationnel	1,6	7,3	10,6	16,5	22,1	26,6
Résultat financier	-13,1	-1,7	1,6	-1,1	-1,1	-1,1
Impôts	11,5	-5,6	-12,2	-15,4	-21,0	-25,5
Mise en équivalence	2,9	-0,2	-0,2	0,0	0,0	0,0
Part des minoritaires	0,0	0,0	0,0	0,0	1,0	2,0
Résultat net part du groupe	-4,3	3,9	8,9	10,3	14,0	17,0
Bilan (M€)	mars-15	mars-16	mars-17	mars-18e	mars-19e	mars-20e
Actifs non courants	101,1	84,6	87,0	95,7	105,1	0,0
<i>dont goodwill</i>	35,9	35,9	35,9	35,9	35,9	0,0
BFR	51,7	58,7	58,9	59,2	58,7	62,8
Disponibilités + VMP	7,1	8,4	8,5	4,4	8,7	0,0
Capitaux propres	105,2	109,0	126,0	133,6	146,9	160,4
Emprunts et dettes financières	46,6	35,8	21,7	18,9	18,9	18,9
Total Bilan	212,0	203,4	207,4	223,3	244,3	261,6
Tableau de flux (M€)	mars-15	mars-16	mars-17	mars-18e	mars-19e	mars-20e
Marge Brute d'autofinancement	-3,1	14,3	22,2	21,6	26,6	35,7
Variation de BFR	-6,8	-5,0	6,6	0,3	-0,5	3,0
Flux nets de trésorerie généré par l'activité	3,7	19,4	15,6	21,3	27,1	32,7
Investissements opérationnels nets	-6,2	-9,3	-13,9	-20,0	-22,0	-30,0
Investissements financiers nets	10,2	2,5	5,5	-0,4	-0,4	0,0
Flux nets de trésorerie liés aux investissements	4,0	-6,8	-8,4	-20,4	-22,4	-30,0
Augmentation de capital	0,0	0,1	7,3	0,0	0,0	0,0
Variation emprunts	-10,2	-8,3	-9,8	-2,8	0,0	0,0
Dividendes versés	-1,2	0,0	0,0	-1,8	-0,7	-3,5
Flux nets de trésorerie liés au financement	-11,4	-8,2	-2,6	-4,6	-0,7	-3,5
Variation de l'endettement financier net	-3,8	4,5	4,5	-3,8	4,0	-0,8
Ratios (%)	mars-15	mars-16	mars-17	mars-18e	mars-19e	mars-20e
Variation chiffre d'affaires	3,7%	9,4%	2,9%	17,9%	11,5%	6,8%
Marge EBE	4,6%	8,1%	9,9%	11,3%	12,7%	13,7%
Marge opérationnelle courante	0,9%	3,6%	5,3%	6,7%	8,1%	9,1%
Marge opérationnelle	0,9%	3,6%	5,1%	6,7%	8,1%	9,1%
Marge nette	-2,3%	1,9%	4,3%	4,2%	5,1%	5,8%
Capex/CA	-3,4%	-4,6%	-6,7%	-8,1%	-8,0%	-10,3%
BFR/CA	28,0%	29,0%	28,3%	24,1%	21,5%	21,5%
ROCE	0,8%	3,6%	5,3%	7,4%	9,3%	28,2%
ROCE hors GW	1,2%	4,9%	7,1%	9,7%	12,1%	28,2%
ROE	-4,1%	3,6%	7,1%	7,7%	9,5%	10,6%
Payout	0,0%	0,0%	0,0%	25,0%	25,0%	25,0%
Dividend yield	0,0%	0,0%	0,0%	1,0%	1,4%	1,7%
Ratios d'endettement	mars-15	mars-16	mars-17	mars-18e	mars-19e	mars-20e
Gearing (%)	38%	25%	10%	11%	7%	12%
Dettes nette/EBE	4,6	1,7	0,6	0,5	0,3	0,5
EBE/charges financières	0,6	9,9	-12,9	26,3	32,9	37,9
Valorisation	mars-15	mars-16	mars-17	mars-18e	mars-19e	mars-20e
Nombre d'actions (en millions)	16,4	18,4	18,4	18,4	18,4	18,4
Nombre d'actions moyen (en millions)	16,3	17,4	18,4	18,4	18,4	18,4
Cours (moyenne annuelle en euros)	5,8	3,5	5,5	13,6	13,6	13,6
(1) Capitalisation boursière moyenne	94,1	60,9	101,4	249,4	249,4	249,4
(2) Dette nette (+)/ trésorerie nette (-)	39,5	27,3	13,2	14,5	10,2	18,9
(3) Valeur des minoritaires	0,0	0,0	0,0	0,0	8,0	16,0
(4) Valeur des actifs financiers	15,4	15,4	15,4	15,4	15,4	15,4
Valeur d'entreprise = (1)+(2)+(3)-(4)	118,2	72,8	99,2	248,5	252,2	268,9
PER	-21,9	15,6	11,3	24,2	17,8	14,6
VE/ EBE	13,9	4,4	4,8	8,9	7,3	6,7
VE/ROC	73,0	10,0	9,0	15,1	11,4	10,1
VE/CA	0,6	0,4	0,5	1,0	0,9	0,9
P/B	0,9	0,6	0,8	1,9	1,7	1,6
Données par action (€)	mars-15	mars-16	mars-17	mars-18e	mars-19e	mars-20e
Bnpa	-0,26	0,21	0,49	0,56	0,76	0,93
Book value/action	6,4	5,9	6,9	7,3	8,0	8,7
Dividende /action	0,00	0,00	0,00	0,14	0,19	0,23

Système de recommandations :

Les recommandations d'EuroLand Corporate portent sur les douze prochains mois et sont définies comme suit :

Achat : Potentiel de hausse du titre supérieur à 15% en absolu par rapport au cours actuel, assorti d'une qualité des fondamentaux.

Accumuler : Potentiel de hausse du titre compris entre 0% et 15% en absolu par rapport au cours actuel.

Neutre : Potentiel du titre compris entre -5% et +5% en absolu par rapport au cours actuel.

Alléger : Potentiel de baisse du titre compris entre 0% et 15% en absolu par rapport au cours actuel.

Vente : Potentiel de baisse du titre supérieur à 15% en absolu par rapport au cours actuel, valorisation excessive.

Sous revue : La recommandation est sous revue en raison d'une opération capitalistique (OPA / OPE / Augmentation de capital...), d'un changement d'analyste ou d'une situation de conflit d'intérêt temporaire entre EuroLand Corporate et l'émetteur.

Historique de recommandations :

Achat: Du 24/04/2017 au 21/11/2017 et depuis le 16/05/2018

Accumuler: Du 22/11/2017 au 15/05/2018

Neutre : (-)

Alléger : (-)

Vente : (-)

Sous revue : (-)

Méthodes d'évaluation :

Ce document peut évoquer des méthodes d'évaluation dont les définitions résumées sont les suivantes :

1/ Méthode des comparaisons boursières : les multiples de valorisation de la société évaluée sont comparés à ceux d'un échantillon de sociétés du même secteur d'activité, ou d'un profil financier similaire. La moyenne de l'échantillon établit une référence de valorisation, à laquelle l'analyste ajoute le cas échéant des décotes ou des primes résultant de sa perception des caractéristiques spécifiques de la société évaluée (statut juridique, perspectives de croissance, niveau de rentabilité...).

2/ Méthode de l'ANR : l'Actif Net Réévalué est une évaluation de la valeur de marché des actifs au bilan d'une société par la méthode qui apparaît la plus pertinente à l'analyste.

3/ Méthode de la somme des parties : la somme des parties consiste à valoriser séparément les activités d'une société sur la base de méthodes appropriées à chacune de ces activités puis à les additionner.

4/ Méthode des DCF : la méthode des cash-flows actualisés consiste à déterminer la valeur actuelle des liquidités qu'une société dégagera dans le futur. Les projections de cash flows sont établies par l'analyste en fonction de ses hypothèses et de sa modélisation. Le taux d'actualisation utilisé est le coût moyen pondéré du capital, qui représente le coût de la dette de l'entreprise et le coût théorique des capitaux propres estimés par l'analyste, pondérés par le poids de chacune de ces deux composantes dans le financement de la société.

5/ Méthode des multiples de transactions : la méthode consiste à appliquer à la société évaluée les multiples observés dans des transactions déjà réalisées sur des sociétés comparables.

6/ Méthode de l'actualisation des dividendes : la méthode consiste à établir la valeur actualisée des dividendes qui seront perçus par l'actionnaire d'une société, à partir d'une projection des dividendes réalisée par l'analyste et d'un taux d'actualisation jugé pertinent (généralement le coût théorique des fonds propres).

7/ Méthode de l'EVA : la méthode "Economic Value Added" consiste à déterminer le surcroît annuel de rentabilité dégagé par une société sur ses actifs par rapport à son coût du capital (écart également appelé "création de valeur"). Ce surcroît de rentabilité est ensuite actualisé pour les années à venir avec un taux correspondant au coût moyen pondéré du capital, et le résultat obtenu est ajouté à l'actif net comptable.

DETECTION DE CONFLITS D'INTERETS POTENTIELS

Corporate Finance	Intérêt personnel de l'analyste	Détention d'actifs de l'émetteur	Communication préalable à l'émetteur	Contrat de liquidité	Contrat Eurovalue*
Non	Non	Non	Non	Non	Oui

* Animation boursière comprenant un suivi régulier en terme d'analyse financière avec ou non liquidité

La présente étude est diffusée à titre purement informatif et ne constitue en aucune façon un document de sollicitation en vue de l'achat ou de la vente des instruments financiers émis par la société objet de l'étude.

Cette étude a été réalisée par et contient l'opinion qu'EuroLand Corporate s'est forgée sur le fondement d'information provenant de sources présumées fiables par EuroLand Corporate, sans toutefois que cette dernière garantisse de quelque façon que ce soit l'exactitude, la pertinence ou l'exhaustivité de ces informations et sans que sa responsabilité, ni celle de ses dirigeants et collaborateurs, puisse être engagée en aucune manière à ce titre. Il est important de noter qu'EuroLand Corporate conduit ses analyses en toute indépendance, guidée par le souci d'identifier les atouts, les faiblesses et le degré de risque propre à chacune des sociétés étudiées. Toutes les opinions, projections et/ou estimations éventuellement contenues dans cette étude reflètent le jugement d'EuroLand Corporate à la date à laquelle elle est publiée, et peuvent faire l'objet de modifications par la suite sans préavis, ni notification.

EuroLand Corporate attire l'attention du lecteur sur le fait que dans le respect de la réglementation en vigueur, il peut arriver que ses dirigeants ou salariés possèdent à titre personnel des valeurs mobilières ou des instruments financiers susceptibles de donner accès aux valeurs mobilières émises par la société objet de la présente étude, sans que ce fait soit de nature à remettre en cause l'indépendance d'EuroLand Corporate dans le cadre de l'établissement de cette étude.

Tout investisseur doit se faire son propre jugement quant à la pertinence d'un investissement dans une quelconque valeur mobilière émise par la société mentionnée dans la présente étude, en tenant compte des mérites et des risques qui y sont associés, de sa propre stratégie d'investissement et de sa situation légale, fiscale et financière. Les performances passées et données historiques ne constituent en aucun cas une garantie du futur. Du fait de la présente publication, ni EuroLand Corporate, ni aucun de ses dirigeants ou collaborateurs ne peuvent être tenus responsables d'une quelconque décision d'investissement.

Aucune partie de la présente étude ne peut être reproduite ou diffusée de quelque façon que ce soit sans l'accord d'EuroLand Corporate. Ce document ne peut être diffusé 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 ce document. Celui-ci ne saurait être distribué ou communiqué, 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. Les valeurs mobilières faisant l'objet de cette publication n'ont pas été enregistrées auprès de la Securities and Exchange Commission et envoyer ces études à un résident des États-Unis est interdit.

Il est possible que EuroLand Corporate 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, ces publications ont été réalisées par EuroLand Corporate de façon indépendante, conformément à la déontologie et aux règles de la profession.

EuroLand Corporate
17 avenue George V
75008 Paris
01 44 70 20 80