

<b>Achat</b>	<i>Potentiel</i>	56,0%
<b>Objectif de cours</b>		17,00 € (vs 14,70 €)
Cours au 28/05/2019		10,90 €
Euronext Paris Comp C		
Reuters / Bloomberg		BGBN.PA / BIG FP

Performances (%)	Ytd	1m	3m	12m
Perf. Absolue	36,1%	6,2%	13,8%	-25,2%
Perf CAC Small	8,8%	-5,9%	0,1%	-21,1%

**Informations boursières (en M €)**

Capitalisation (M€)	212,6
Nb de titres (en millions)	19,5
Volume 12 mois (titres)	31758
Extrêmes 12 mois	6,90 € / 15,00 €

**Actionnariat**

Flottant	58%
AF invest	13%
Bolloré Group	20%
Argos Fund (Quaero Capital)	9%

**Données financières (en M €)**

au 31/03	2019	2020e	2021e	2022e
CA	245,5	282,8	321,4	351,7
var %	0,0%	15,2%	13,6%	9,4%
EBE	44,9	56,3	67,0	76,9
%CA	18,3%	19,9%	20,8%	21,9%
ROC	21,7	28,4	35,3	42,2
%CA	8,8%	10,0%	11,0%	12,0%
Rnpg	17,4	20,9	26,2	31,5
%CA	7,1%	7,4%	8,1%	8,9%
Bnpa (€)	0,89	1,07	1,34	1,61
ROCE (%)	7%	9%	10%	12%
ROE (%)	11%	12%	13%	14%
Dette nette	36,2	35,5	27,3	9,8
Gearing (%)	22%	20%	13%	4%
Dividende n	0,20	0,27	0,34	0,40
Yield (%)	1,8%	2,5%	3,1%	3,7%

**Ratios**

	2019	2020e	2021e	2022e
VE/CA (x)	0,9	0,8	0,7	0,6
VE/EBE (x)	5,1	4,1	3,3	2,7
VE/ROC (x)	10,5	8,2	6,4	4,9
PE (x)	12,2	10,2	8,1	6,8

**Analyste :**

Cécile Aboulian  
01 44 70 20 70  
caboulian@elcorp.com

# Bigben Interactive

Equipment Loisirs

## L'édition de jeux et le digital: un duo gagnant

### Publication des résultats annuels 2018/19

Bigben fait suite à la publication de son chiffre d'affaires 2018/19 à 245,5 M€ en publiant d'excellents résultats 2018/19. L'EBE ressort supérieur à nos attentes à 44,9 M€ (vs 41,7 M€e et 29,7 M€ en 17/18) compte tenu d'une marge brute plus élevée qu'anticipée (39,8% vs 38,2%e et 31,3% en 17/18). Le ROC ressort en ligne avec nos attentes à 21,7 M€ (vs 21,9 M€e et 16,4 M€ en 17/18) prenant en compte des DAP plus élevées qu'attendus à 23,2 M€ (vs 19,7 M€e et 14,9 M€ en 17/18). Le RN ressort à 17,3 M€ (vs 8,9 M€ en 17/18), au-dessus de nos attentes (14,5 M€e) compte tenu de gains de change et d'un taux d'imposition moins élevé qu'anticipé.

Bigben confirme son plan 2022 (CA de 350 M€ et MOC de 12%) et annonce ses guidances 2019/20 avec un CA compris entre 270 M€ et 290 M€ (soit une hausse comprise entre 10% et 18%) avec une MOC de 10%. Un dividende de 0,20 € sera proposé à l'AG.

### Commentaires

#### Edition et rentabilité

La très forte croissance des ventes de jeux digitaux a largement porté la rentabilité du groupe. Avec 20,6 M€ générés sur ce segment (vs 6,1 M€ en 2017/18), le taux de marge brute progresse significativement et passe de 31,3% à 39,8%. Avec un line up d'une quinzaine de jeux en 2019/20 puis de 12 jeux sur les exercices suivants, Bigben fait de l'Edition le fer de lance de sa croissance. A ce titre, il investira 100 M€ sur les trois ans (dont 35 M€ en 2019/20 et 35/40 M€ en 2020/21). Bigben entend augmenter le budget moyen de ses jeux afin de répondre à la demande de qualité croissante des jeux sur les plateformes.

A horizon 2022, sur un CA de 352,3 M€, nous estimons que l'Edition (hors distribution) représentera plus de 30% du CA (vs 17% en 18/19) dont ~65% en digital (vs 49% en 18/19). Avec un TMB de 90% sur le digital, nous attendons ainsi une amélioration du TMB de près de 7 pts sur la période à 46,5%.

#### Investissement et financement

L'exercice a été marqué par l'acquisition de 3 studios de jeux vidéo et l'accélération des investissements sur l'Edition, les investissements ressortent ainsi à 44,0 M€. Le CF opérationnel ressort à 22,6 M€ (vs 21,0 M€ en 17/18) prenant en compte une forte hausse du BFR (+21,9 M€) liée à l'intégration des studios et à la croissance du T4. Bigben a fait appel à de la dette pour compléter son financement mais garde un bilan très solide avec des capitaux propres de 164,4 M€ et un gearing de 22%.

Nous tablons désormais sur un CA 2019/20 à 282,8 M€ (vs 278,2 M€) et un ROC à 28,4 M€ (vs 28,2 M€).

### Recommandation

Bigben concrétise sa capacité à transformer sa croissance en marge et, à très court terme, en cash avec une hausse du FCF de ~26%e en moyenne par an d'ici 2022 selon nous. **Suite à cette publication, nous restons particulièrement confiants dans la capacité du groupe à capitaliser sur ses investissements et demeurons à l'Achat. Notre objectif de cours passe à 17,00 € (vs 14,70€) suite à l'actualisation de nos modèles.**

Prochain évènement : CA T1 2019/20 le 22 juillet 2019 (après bourse)

<b>Compte de résultat (M€)</b>	<b>mars-17</b>	<b>mars-18</b>	<b>mars-19</b>	<b>mars-20e</b>	<b>mars-21e</b>	<b>mars-22e</b>
Chiffre d'affaires	208,1	245,4	245,5	282,8	321,4	351,7
Excédent brut d'exploitation	20,6	29,7	44,9	56,3	67,0	76,9
Résultat opérationnel courant	11,0	16,4	21,7	28,4	35,3	42,2
Résultat opérationnel	10,6	14,9	22,3	28,4	35,3	42,2
Résultat financier	1,6	-2,8	0,5	-1,0	-1,0	-1,0
Impôts	-12,2	-12,1	-22,8	-27,4	-34,3	-41,2
Mise en équivalence	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Part des minoritaires	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Résultat net part du groupe	9,2	8,2	17,4	20,9	26,2	31,5
<b>Bilan (M€)</b>	<b>mars-17</b>	<b>mars-18</b>	<b>mars-19</b>	<b>mars-20e</b>	<b>mars-21e</b>	<b>mars-22e</b>
Actifs non courants	87,0	91,3	134,8	146,5	147,8	146,2
<i>dont goodwill</i>	<i>35,9</i>	<i>35,9</i>	<i>80,6</i>	<i>83,9</i>	<i>83,9</i>	<i>83,9</i>
BFR	58,9	58,4	64,7	75,9	87,3	96,4
Disponibilités + VMP	8,5	16,6	14,2	14,9	23,1	40,6
Capitaux propres	125,8	134,6	164,4	181,4	202,4	227,3
Emprunts et dettes financières	21,7	26,3	50,4	50,4	50,4	50,4
Total Bilan	207,2	223,8	291,9	318,4	349,4	382,0
<b>Tableau de flux (M€)</b>	<b>mars-17</b>	<b>mars-18</b>	<b>mars-19</b>	<b>mars-20e</b>	<b>mars-21e</b>	<b>mars-22e</b>
Marge Brute d'autofinancement	22,2	27,6	44,5	48,8	57,9	66,1
Variation de BFR	6,6	4,7	21,9	11,2	11,4	20,5
Flux nets de trésorerie généré par l'activité	15,6	21,0	22,6	37,6	46,5	45,7
Investissements opérationnels nets	-13,9	-18,3	-22,0	-33,0	-33,0	-33,0
Investissements financiers nets	5,5	3,6	0,0	0,0	0,0	0,0
Flux nets de trésorerie liés aux investissements	-8,4	-14,7	-44,0	-36,3	-33,0	-33,0
Augmentation de capital	7,3	0,0	10,0	0,0	0,0	0,0
Variation emprunts	-9,8	9,8	11,1	0,0	0,0	0,0
Dividendes versés	0,0	-1,8	-2,0	-3,9	-5,2	-6,5
Flux nets de trésorerie liés au financement	-2,6	8,0	19,1	-3,9	-5,2	-6,5
Variation de l'endettement financier net	4,5	14,1	-2,3	-2,6	8,3	6,1
<b>Ratios (%)</b>	<b>mars-17</b>	<b>mars-18</b>	<b>mars-19</b>	<b>mars-20e</b>	<b>mars-21e</b>	<b>mars-22e</b>
Variation chiffre d'affaires	2,9%	17,9%	0,0%	15,2%	13,6%	9,4%
Marge EBE	9,9%	12,1%	18,3%	19,9%	20,8%	21,9%
Marge opérationnelle courante	5,3%	6,7%	8,8%	10,0%	11,0%	12,0%
Marge opérationnelle	5,1%	6,1%	9,1%	10,0%	11,0%	12,0%
Marge nette	4,4%	3,4%	7,1%	7,4%	8,1%	8,9%
Capex/CA	-6,7%	-7,5%	-9,0%	-11,7%	-10,3%	-9,4%
BFR/CA	28,3%	23,8%	26,4%	26,8%	27,2%	27,4%
ROCE	5,3%	7,5%	7,4%	8,8%	10,4%	12,0%
ROCE hors GW	7,1%	10,0%	12,7%	14,5%	16,4%	18,7%
ROE	7,3%	6,1%	10,6%	11,5%	12,9%	13,8%
Payout	0,0%	42,8%	22,5%	25,0%	25,0%	25,0%
Dividend yield	0,0%	1,8%	1,8%	2,5%	3,1%	3,7%
<b>Ratios d'endettement</b>	<b>mars-17</b>	<b>mars-18</b>	<b>mars-19</b>	<b>mars-20e</b>	<b>mars-21e</b>	<b>mars-22e</b>
Gearing (%)	11%	7%	22%	20%	13%	4%
Dettes nette/EBE	0,6	0,3	0,8	0,6	0,4	0,1
EBE/charges financières	-12,9	10,7	-89,7	56,3	67,0	76,9
<b>Valorisation</b>	<b>mars-17</b>	<b>mars-18</b>	<b>mars-19</b>	<b>mars-20e</b>	<b>mars-21e</b>	<b>mars-22e</b>
Nombre d'actions (en millions)	18,2	18,4	19,5	19,5	19,5	19,5
Nombre d'actions moyen (en millions)	17,3	18,3	18,9	19,5	19,5	19,5
Cours (moyenne annuelle en euros)	5,5	10,7	10,9	10,9	10,9	10,9
(1) Capitalisation boursière moyenne	95,6	195,7	206,4	212,6	212,6	212,6
(2) Dette nette (+) / trésorerie nette (-)	13,2	9,6	36,2	35,5	27,3	9,8
(3) Valeur des minoritaires	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
(4) Valeur des actifs financiers	15,4	15,4	15,4	15,4	15,4	15,4
Valeur d'entreprise = (1)+(2)+(3)-(4)	93,4	190,0	227,2	232,7	224,4	206,9
PER	10,4	23,8	11,9	10,2	8,1	6,8
VE/EBE	4,5	6,4	5,1	4,1	3,3	2,7
VE/ROC	8,5	11,6	10,5	8,2	6,4	4,9
VE/CA	0,4	0,8	0,9	0,8	0,7	0,6
P/B	0,8	1,5	1,3	1,2	1,1	0,9
<b>Données par action (€)</b>	<b>mars-17</b>	<b>mars-18</b>	<b>mars-19</b>	<b>mars-20e</b>	<b>mars-21e</b>	<b>mars-22e</b>
Bnpa	0,50	0,45	0,89	1,07	1,34	1,61
Book value/action	6,9	7,3	8,4	9,3	10,4	11,7
Dividende /action	0,00	0,19	0,20	0,27	0,34	0,40

**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 depuis 12 mois:**

**Achat**: Depuis le 29/05/2018

**Accumuler**:

**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