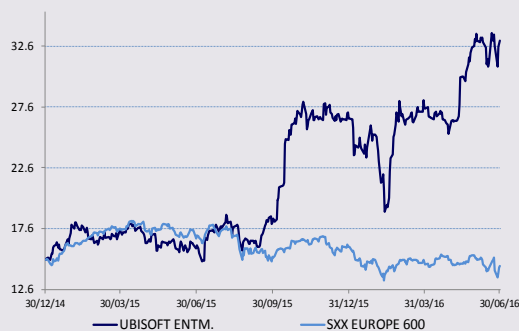


1 juillet 2016

TMT

Bloomberg	UBI.FP
Reuters	UBIP.PA
+Haut /+Bas 12 mois (EUR)	33,7 / 14,9
Capitalisation Boursière (MEUR)	3 671
Valeur d'Entreprise	3 465
Volume moyen 6 mois (000 actions)	322,3
Flottant	88,5%
TMVA BPA (3 ans)	37,1%
Gearing (03/16)	4%
Rendement (03/17e)	NM

Fin Mars	03/16	03/17e	03/18e	03/19e
C. d'affaires (MEUR)	1 394	1 706	1 945	2 200
EBITA EURm)	156,1	219,0	319,0	429,0
Op.Margin (%)	11,2	12,8	16,4	19,5
BPA dilué (EUR)	1,02	1,29	1,92	2,62
EV/CA	2,67x	2,03x	1,67x	1,33x
EV/EBITDA	6,2x	4,7x	3,6x	2,7x
EV/EBITA	23,8x	15,8x	10,2x	6,8x
P/E	32,5x	25,5x	17,2x	12,6x
ROCE	11,0	15,7	23,3	31,6



Ubisoft

« Même joueur joue encore » ?

Fair Value 34EUR (cours 33,01EUR)

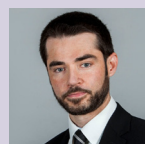
ACHAT

Le cours d'UBI n'est pas loin de notre FV de 34 €, qui valorise les fondamentaux sur l'année fiscale en cours. En revanche, nous conseillons aux investisseurs de jouer le momentum positif (pas de décalage de jeux à prévoir) et la spéculation qui offre un fort soutien au cours (Vivendi a 20,1% du capital). Nous maintenons donc notre opinion Acheter. Tous les scénarii militent en faveur d'une appréciation du cours ces prochains mois. Nous estimons que Vivendi, qui est l'acteur le plus motivé depuis le rachat de Gameloft, pourrait finir par faire une offre sur UBI dans la fourchette 40/51 €.

■ Nous sommes optimistes sur les fondamentaux et le momentum du titre UBI. Nous attendons une bonne performance opérationnelle (pas de retard de jeux via la pression de Vivendi), d'autant plus que le cycle 2013/20 est en phase ascendante (pic en 2018 sur le hardware et donc 2019 sur le software), que le digital offre un driver à sa croissance et à la progression de ses marges, et qu'il continue à se diversifier au-delà du jeu vidéo. Enfin, nous croyons à la spéculation et estimons que Vivendi est le plus déterminé à acquérir Ubisoft, surtout depuis son OPA réussie sur sa société-sœur Gameloft. En cas d'offre (2017 ?), nous estimons crédible un prix situé dans la fourchette 40/51 €.

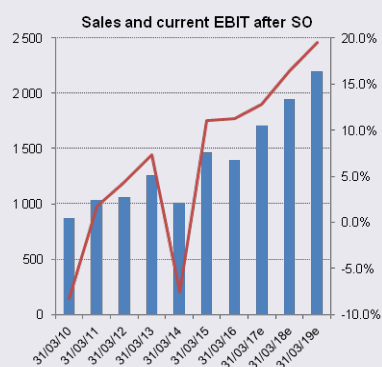
■ Au niveau sectoriel, nous avons trouvé l'E3 2016 particulièrement calme, et pensons que le salon est en train de perdre ses lettres de noblesse. Côté éditeur, seul Ubisoft, a détonné positivement en délivrant sa meilleure conférence de ces 10 dernières années tous acteurs confondus (line-up qui crédibilise ses guidances), et en ayant le booth le plus important et attractif des éditeurs de jeux présents.

■ Côté consociers, Sony a encore gagné la bataille cette année. La conférence Microsoft a été riche côté hardware (annonce de la Xbox One S cette année et de son Project Scorpio fin 2017) mais avec une communication maladroite (il aura 3 consoles disponibles sur un même cycle...), très peu de surprises niveau jeux, et une réalité virtuelle passée sous silence. Sony, à l'inverse, a joué l'efficacité en montrant du concret sur sa PS4 actuelle, à la fois pour son casque de réalité virtuelle (dès le 13/10) et en termes de jeux (titres très attendus et portefeuille varié). Sa console « Neo » ne sera présentée que lorsqu'elle sera aboutie, ce qui nous semble plus judicieux que la communication choisie par Microsoft.



Analyst:
Richard-Maxime Beaudoux
33(0) 1.56.68.75.61
rmbaudoux@bryangarnier.com

Sector Analyst Team:
Thomas Coudry
Gregory Ramirez
Dorian Terral



Simplified Profit & Loss Account (EURm)	31/03/14	31/03/15	31/03/16	31/03/17e	31/03/18e	31/03/19e
Revenues	1 007	1 464	1 394	1 706	1 945	2 200
Change (%)	-19,8%	45,3%	-4,8%	22,4%	14,0%	13,1%
lfl change (%)	-16,9%	41,6%	-10,7%	22,4%	14,0%	13,1%
EBITDA	309	650	600	731	903	1 089
EBIT	-97,9	139	137	219	319	429
EBIT adjusted	-75,3	161	156	219	319	429
Change (%)	-182%	-314%	-3,1%	40,3%	45,7%	34,5%
Financial results	10,3	0,71	-13,7	-6,0	-5,0	-4,0
Pre-Tax profits	-87,6	140	123	213	314	425
Tax	22,1	-53,1	-29,7	-64,1	-92,4	-123
Profits from associates	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Minority interests	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Net profit	-65,5	87,0	93,4	149	222	302
Restated net profit	-59,0	103	116	149	222	302
Change (%)	-197%	-275%	12,5%	28,3%	48,8%	36,1%

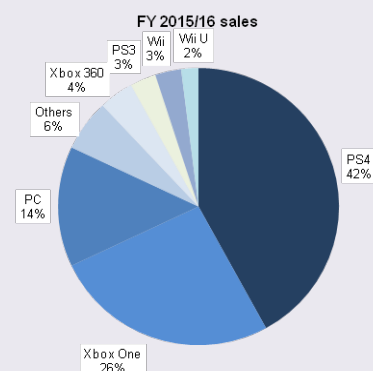
Cash Flow Statement (EURm)	31/03/14	31/03/15	31/03/16	31/03/17e	31/03/18e	31/03/19e
Operating cash flows	285	648	624	677	821	977
Change in working capital	-37,2	28,4	-229	154	-11,5	-12,2
Capex, net	-454	-478	-532	-581	-584	-660
Financial investments, net	-28,6	-26,9	-34,0	0,0	0,0	0,0
Dividends	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Other	49,6	22,5	-92,7	0,0	0,0	0,0
Net debt	14,8	-198	44,2	-206	-432	-738
Free Cash flow	-206	199	-137	250	226	305

Balance Sheet (EURm)	31/03/14	31/03/15	31/03/16	31/03/17e	31/03/18e	31/03/19e
Net fixed assets	794	783	838	890	874	858
Investments	3,6	4,2	4,3	4,3	4,3	4,3
Deffered tax assets	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Cash & equivalents	238	657	461	357	583	888
current assets	94,7	42,3	439	123	140	158
Other assets	210	266	278	311	354	400
Total assets	1 339	1 752	2 021	1 685	1 956	2 310
L & ST Debt	253	459	506	151	151	151
Provisions	8,0	12,9	15,5	15,5	15,5	15,5
Deffered tax liabilities	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Others liabilities	268	301	481	351	401	453
Shareholders' equity	810	979	1 019	1 167	1 389	1 691
Total Liabilities	1 339	1 752	2 021	1 685	1 956	2 310
Capital employed	825	782	1 063	961	957	953

Ratios	31/03/14	31/03/15	31/03/16	31/03/17e	31/03/18e	31/03/19e
Operating margin	-7,48	11,01	11,20	12,84	16,40	19,50
Tax rate	25,21	37,90	24,10	30,10	29,43	29,05
Net margin	-6,51	5,94	6,70	8,73	11,39	13,71
ROE (after tax)	-8,09	8,88	9,17	12,75	15,95	17,84
ROCE (after tax)	-6,79	12,66	11,03	15,74	23,26	31,57
Gearing	1,83	-20,19	4,34	-17,66	-31,12	-43,63
Pay out ratio	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Number of shares, diluted	107 343	113 298	114 198	115 198	115 198	115 198

Data per Share (EUR)	31/03/14	31/03/15	31/03/16	31/03/17e	31/03/18e	31/03/19e
EPS	-0,62	0,81	0,84	1,34	1,99	2,71
Restated EPS	-0,55	0,91	1,02	1,29	1,92	2,62
% change	-188%	-266%	11,6%	27,2%	48,8%	36,1%
BVPS	7,55	8,64	8,92	10,13	12,06	14,67
Operating cash flows	2,66	5,72	5,46	5,87	7,13	8,49
FCF	-1,92	1,76	-1,20	2,17	1,96	2,65
Net dividend	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

Source: Company Data; Bryan, Garnier & Co ests.



Activités

Editeur, développeur et distributeur de jeux vidéo, principalement pour consoles et PC

Sommaire

1. Investment Case.....	4
2. Focus sur Ubisoft, l'éditeur courtisé	5
2.1. Des guidances crédibles à court et moyen termes.....	5
2.2. Valorisation fondamentale d'UBI.....	7
2.3. UBI devient une « valeur refuge » car spéculative	7
2.4. Une possible OPA par Vivendi ?.....	8
2.4.1. Valorisation spéculative en cas de rachat : 40/51 € par action.....	8
2.4.2. Quel scénario « gagnant/gagnant » pour Vivendi et Ubisoft ?.....	9
3. Ce qu'il faut retenir de l'E3 2016	11
3.1. Feedback de la conférence Ubisoft	12
3.2. Feedback des conférences consolières	13
3.2.1. Microsoft : communication hardware riche mais très maladroite.....	13
3.2.2. Sony : accent mis sur le software et la réalité virtuelle	14
3.2.3. Résultats du match : Sony à nouveau vainqueur face à Microsoft.....	14
4. Notre scénario sectoriel.....	15
4.1. Notre vision de la situation actuelle	15
4.2. Un cycle 2013/20, avec un pic en 2018.....	16
4.1. Qu'attendre au-delà de 2020 ?.....	17
Price Chart and Rating History	19
Bryan Garnier stock rating system.....	23

1. Investment Case

Pourquoi investir maintenant?



Pourquoi s'intéresser au dossier maintenant :

Même si nous estimons que le cours actuel n'est pas loin de valoriser les fondamentaux du groupe sur l'année fiscale en cours (notre FV n'inclut pas de prime spéculative), **le momentum est favorable** (pas de décalage de jeux à prévoir) **et la spéculation offre un fort soutien au cours** (Vivendi est à 20,1% du capital). Nous conseillons donc aux investisseurs de les jouer et **maintenons donc notre opinion Acheter**. Tous les scénarii militent en faveur d'une augmentation du cours dans les mois à venir.

Attractif ou non?



Valorisation

Depuis l'entrée de Vivendi, nous pensons qu'il ne faut plus regarder UBI avec un horizon de 3/6 mois, mais plutôt la valoriser sur l'ensemble du cycle. Ainsi, **notre FV de 34 € repose sur les multiples 12m fwd historiques d'UBI sur les 2 précédents cycles de consoles, auquel nous avons ajouté une prime de 15%** (justifiée par 2 nouveaux facteurs : les revenus digitaux bien margés et le CA réalisé dans le divertissement au sens large), **que nous appliquons l'exercice 2016/17e** (la fiabilité des fondamentaux d'un éditeur de jeux vidéo consoles nous semble risquée au-delà d'un exercice). **Nous pensons que Vivendi est le plus déterminé à acquérir Ubisoft** (surtout depuis l'OPA réussie sur sa sœur Gameloft) **et que le groupe de médias pourrait lancer une offre en 2017**. Dans un tel scénario spéculatif, **nous estimons que le prix devrait se situer dans une fourchette de 40/51 €**.

Horizon d'investissement?



Catalyseurs

Nous n'attendons pas d'accident opérationnel (pas de retard de jeux via la pression positive de Vivendi), d'autant plus que **le secteur est en phase ascendante** du cycle de consoles et que **le digital offre un bon driver à la croissance et à la progression des marges** dans les années à venir. **Enfin, UBI continue à se diversifier au-delà du jeu vidéo**, ce qui lui permet de faire rayonner ses marques et donc de mieux les monétiser.

Valeur ajoutée?



Différentiation face au consensus :

Nous sommes en ligne avec le consensus sur l'exercice 2016/17e (légèrement au-dessus de la guidance de CA à ~1 700 M€, de ROP non-IFRS à ~230 M€ et de fort FCF). **En revanche, sur l'exercice suivant, notre BPA ressort supérieur de 13,6% aux attentes** (tant en croissance du CA 14,0% vs 7,5%, que de marge opérationnelle 17,2% vs 16,2%).

Quels risques?



Risques sur notre scénario

1/ Obtention par Vivendi d'au moins 1 siège au Conseil d'Administration d'UBI le 29/09 (un contrôle rampant n'est pas dans l'intérêt des actionnaires), **2/** décalage de jeux (cela montrerait qu'il a du mal à se gérer seul et qu'il ne doit pas rester indépendant), **3/** un gros échec commercial (cela mettrait en avant l'échec du management en place).

2. Focus sur Ubisoft, l'éditeur courtisé

2.1. Des guidances crédibles à court et moyen termes

Chez Ubisoft, nous apprécions depuis plusieurs années : **1/ sa stratégie de développement de jeux en interne**, qui génère un levier opérationnel important sur ses propriétés intellectuelles (marge opérationnelle supérieure à 50% au-delà du point mort) ; **2/ son rattrapage progressif de la concurrence dans le online**, à la fois par acquisition et en organique (il a fait l'acquisition de petites équipes ciblées, dont il a fait partager ensuite le savoir-faire avec ses propres équipes pour accélérer de manière organique) ; et **3/ sa vision du divertissement au sens large**, c.à.d. au-delà même du jeu vidéo : livres, série TV, cinéma (en plus du film *Assassin's Creed* en décembre prochain, il y en aura ces prochaines années sur *Ghost Recon*, *Les lapins Crétins*, *Watch Dogs* et *Splinter Cell*), parc d'attraction, merchandising et autres produits dérivés...

Fig. 1: Nos impressions sur les principaux jeux montrés par Ubisoft à l'E3

Games	Launch date	Target audience	Our impression at E3	Our comments
<i>Watch Dogs 2</i>	15/11/16	Core gamers	✓✓✓	Massive fan base (16m unique players LTD), 85% of players will buy the sequel. 2.5x bigger world and 50 co-op missions to drive retention. The game (for PS4, Xbox One and PC) has the potential to sell 15m units on its 1st FY. PS4 players will receive all DLC 30 days before everyone else.
<i>Ghost Recon: Wildlands</i>	07/03/17	Core gamers	✓✓✓	First open-world military shooter. Fully coop enabled. UBI's largest action adventure open world game, for PS4, Xbox One and PC.
<i>South Park : The Fractured But Hole</i>	06/12/16	Core/casual gamers	✓✓	A follow-up to <i>The Stick of Truth</i> , we don't see it as an AAA. Powerhouse brand with a lot of Facebook fans. It will be available for PC, PS4, and Xbox One.
<i>For Honor</i>	14/02/17	Mostly core gamers	✓✓	New IP and fresh concept, low competition. The solo campaign is convincing and completes last year's multiplayer mode. It will be available for PS4, Xbox One and PC.
<i>Steep</i>	Dec. 2016	Mostly core gamers	✓	New AAA IP revealed (for PS4, Xbox One and PC). This is an open-world action sports game. Few competition on that segment. First class live services (great potential for digital content sales), as <i>The Crew</i> last year. It originally started as a demo for <i>Wildlands</i> .

Source: Bryan, Garnier & Co (✓ Weak; ✓✓ Good; ✓✓✓ Excellent).

Ce que nous avons vu de la part d'Ubisoft à l'E3 valide totalement les guidances annuelles du groupe : l'atteinte d'un CA de 1 700 M€, un ROC avant stock-options (non-IFRS EBIT) d'environ 230 M€ (marge de 13,5%, +140 pb sur 1 an) et une forte génération de FCF. **Ce scénario est supporté par : 1/ la sortie de 5 jeux AAA (vs 4 l'an dernier), 2/ à nouveau, une forte progression de ses revenus digitaux (35% du CA), et 3/ une croissance forte de son back catalogue (~30% du CA, surtout grâce à *The Division* et *Far Cry Primal* et dans une moindre par *Rainbow Six Siege*).** Ensuite, notons que le groupe sortira en fin d'année sa franchise *Assassin's Creed* au cinéma (le 21/12/16), ce qui permettra de faire rayonner davantage la marque au niveau mondial et ainsi d'ouvrir la base de joueurs potentiels lors de la sortie du prochain jeu (probablement fin 2017). Au passage, soulignons que **l'atteinte de ses objectifs se fera sans sortie d'un jeu *Assassin's Creed*, ce qui doit être vu comme une véritable performance et montrera qu'il a entièrement remédié à cette dépendance historique.** Enfin, rappelons que nous n'attendons aucun décalage de jeu entraînant un accident opérationnel car Ubisoft va vouloir prouver qu'il n'a pas besoin de Vivendi et peut rester indépendant (de ce point de vue, Vivendi exerce une pression positive).

Le management est donc bien parti pour atteindre son plan à horizon 2018/19, à savoir un CA de 2,2 Md€ (TMVA de +16,4%), une MOP courante avant stock-options de 20% (~+800pb vs. 2014/15) et un FCF de ~300 M€. **Ces objectifs sont basés sur une marge brute de plus de 80% via : 1/** la sortie d'environ 5 jeux AAA par an permettant de générer 40 M d'unités en cumulé (uniquement à partir des franchises existantes, en prenant des hypothèses de quantités déjà atteintes dans le passé et d'une base installée de consoles PS4/Xbox One de 130 M d'unités à fin 2018 c.à.d. TMVA de +33%) ; **et 2/** un segment digital finissant par atteindre 45% de ses ventes, répartis en 28% distribution digitale et 17% de contenus digitaux (vs 32% en 2015/16 : 23% et 9% respectivement). **La majeure partie de l'amélioration de la marge viendra de la progression du digital (~5%) et le reste d'un line-up plus important et d'un meilleur mix (~3%).** Le plus fort levier dans le digital viendra des contenus additionnels payants car ils sont plus profitables que n'importe lequel de ses blockbusters (nous estimons leurs marges à 80-100%). C'est d'ailleurs pour cette raison que le groupe compte lancer davantage de jeux multijoueurs (ce qui inclut davantage de services digitaux associés).

Enfin, selon nous, Ubisoft a désormais deux nouveaux atouts majeurs qui l'aideront à atteindre ses guidance à moyen terme : 1/ il n'y a aucune raison qu'un de ses jeux n'atteigne pas 15 M d'unités sur sa 1^{ère} année de commercialisation dans un futur plus ou moins proche (*The Division* et/ou *Watch Dogs 2* pourraient être les premiers ; son dernier record a été atteint avec *Assassin's Creed III* qui a fait plus de 12,5 M d'unités sur l'exercice 2012/13) ; **2/** le groupe est désormais capable de gérer des gros jeux online, c.à.d. d'attirer une large communauté de joueurs avec un haut niveau de qualité (cf. les bonnes notes reçues par *The Division* de la part des médias spécialisés), accompagnés par un service en ligne performant (tant en termes de serveurs et de technologies derrière les services). Cela lui permet, en plus, de conquérir de nouveaux territoires tels que la Russie, le Brésil, et quelques pays d'Asie (par exemple, si nous additionnons la Chine, Taiwan, et Hong Kong, cette région serait la 8^{ème} plus importante du groupe en nombre de joueurs pour ses jeux *Assassin's Creed* et *Rainbow Six*).

Fig. 2: Principaux éléments financiers des exercices 2014/15 à 2018/19e

EURm	14/15 reported	15/16 reported	Cons. 16/17e	BG 16/17e	Cons. 17/18e	BG 17/18e	BG 18/19e
Sales	1,463.8	1,394.0	1,706.4	1,706.3	1,833	1,945.1	2,200.0
<i>Y/Y change (%)</i>	45.3%	-4.8%	22.4%	22.4%	7.4%	14.0%	13.1%
Non-IFRS EBIT	170.7	169.0	234.8	235.0	296.9	335.0	445.0
<i>As % of sales</i>	11.7%	12.1%	13.8%	13.8%	16.2%	17.2%	20.2%
IFRS EBIT after SO	139.4	136.8		219.0		319.0	429.0
<i>As % of sales</i>	9.5%	9.8%		12.8%		16.4%	19.5%
Net profit after SO	87.0	93.4	145.8	148.9	195.3	221.6	301.5
<i>As % of sales</i>	5.9%	6.7%	8.5%	8.7%	10.7%	11.4%	13.7%
Adj. net profit after SO	103.1	116.0		148.9		221.6	301.5
<i>As % of sales</i>	7.0%	8.3%		8.7%		11.4%	13.7%
FCF	176.3	-191.5		250.4		226.1	305.3
Net debt	-197.7	44.2		-206.2		-432.3	-737.6
<i>Gearing</i>	-20.2%	4.3%		-17.7%		-31.1%	-43.6%

Sources: company consensus (03/06/16); Bryan, Garnier & Co ests.

2.2. Valorisation fondamentale d'UBI

L'action Ubisoft réagit principalement aux événements liés à la fois à :

- **1/ son secteur** : le cycle des consoles, les salons professionnels (il y en a 4 grands par an), l'intensité de la concurrence, la macroéconomie (notamment sur la partie casual c.à.d. les jeux grand public), et l'activité M&A dans le secteur ;
- **2/ son actualité spécifique** : les sorties/reports de ses principaux jeux, les acquisitions d'équipes, de technologies, de marques ou de licences, et la spéculation.

Dans le tableau ci-dessous, nous avons exposé notre **valorisation fondamentale sur Ubisoft** (sur laquelle est calculée notre Fair Value). **Elle se base sur les multiples 12 mois forward des deux derniers cycles de consoles de salon**, appliqués à nos estimations sur l'exercice 2016/17e (prendre un horizon plus lointain dans le secteur ne serait pas raisonnable). **Comme à l'époque les consoles n'étaient pas connectées** (alors que cette année, 35% du CA d'Ubisoft devrait venir du digital) **et que les éditeurs n'avaient pas de revenus au-delà du jeu vidéo** (alors qu'aujourd'hui ils vendent toutes sortes de produits dérivés), **nous appliquons une prime de 15% sur ces ratios** (c'est un minimum car cela n'inclut pas le cinéma, qui est nouveau et donc difficile à valoriser aujourd'hui).

Fig. 3: Multiples forward des 2 précédents cycles de consoles

	EV/Sales	EV/EBIT	PE
Last 2 console cycles' historical average ratios (excl. the Internet bubble)	1.10	14.6	32.0
Ratios after a 15% premium	1.27	16.8	36.8
Implied valuation for Ubisoft in FY 16/17 (EURm)	2,087.4	3,414.5	4,759.6
Average valuation per share (€)	34.0		

Sources: Thomson Reuters; Bryan, Garnier & Co ests.

En appliquant cette méthode, **notre FV ressort à 34 €/action**. Notons que le titre n'est désormais plus très loin de sa valorisation fondamentale (il reste un potentiel d'appréciation de 3%).

2.3. UBI devient une « valeur refuge » car spéculative

Même si nous estimons que le cours actuel n'est pas loin de valoriser les fondamentaux du groupe sur l'année en cours (notre FV de 34 € n'inclut aucune prime spéculative), **le momentum est favorable** (pas de décalage de jeux à prévoir) **et la spéculation offre un fort soutien**. **Nous conseillons donc aux investisseurs de les jouer** (se reporter à notre partie valorisation spéculative).

Tous les scénarii crédibles militent en faveur d'une appréciation du cours :

- Vivendi garde/augmente sa participation, donnant crédit à la spéculation. Rappelons, que Vivendi a 20,10% du capital et 17,76% des DDV vs. la famille Guillemot 8,71% et 15,71%.
- Vivendi lance une offre publique d'achat (nous ne l'attendons pas avant 2017).
- La famille Guillemot monte au capital (réinvestissement des 151 M€ issue de l'apport de sa participation à Vivendi, soit une montée de 4.1% dans le capital d'Ubisoft).
- Le groupe communique davantage et délivre de bons fondamentaux afin de montrer qu'il peut rester indépendant.
- Ubisoft fait rentrer un partenaire (stratégique et/ou financier) qui monte au capital, pour l'aider à rester aux manettes de la société. C'est le « scénario A » évoqué par Ubisoft.
- Ubisoft fusionne avec un comparable (US, chinois, japonais...), ce qui générera des complémentarités et des synergies. C'est le « scénario B » évoqué par Ubisoft.

Nous croyons à la spéculation, et mettons en avant l'appétit et la détermination de Vivendi.

Autant le groupe de médias a mis à mal les ambitions d'Ubisoft à long terme en acquérant Gameloft (nous avons toujours dit qu'à horizon 2020 et plus, une fois qu'Ubisoft et Gameloft auraient le même business model 100% online, la famille Guillemot les fusionnerait ou vendrait l'un pour se recentrer sur l'autre), autant il est désormais obligé de mettre la main sur Ubisoft (cela n'aurait aucun sens d'avoir Gameloft seul ; relever le prix à 2 reprises et finir par payer 8 €/action n'a de sens que s'il fait Ubisoft ensuite). D'autant plus, qu'il n'a pas de problème d'endettement (il est en position de cash net de 4,8 Md€ à la fin du T1). D'après nos sources, à la fois Vivendi recevrait des CV de la part de développeurs de jeux étant intéressés à travailler pour lui dans le cas où Ubisoft entrerait dans son escarcelle, et il contacterait déjà lui-même des développeurs dans cette optique. **Enfin, nous ne croyons pas que Vivendi prendra le risque inconsidéré d'une prise de contrôle d'Ubisoft sans faire d'OPA en bonne et due forme** (c.à.d. sans payer de prime aux actionnaires). Nous pensons que Vivendi est conscient de l'enjeu, d'autant plus dans un secteur où la culture d'entreprise est très forte, et que c'est d'ailleurs pour cette raison qu'il a fait une OPA sur Gameloft. D'ailleurs, si ce n'est pas le cas, il devrait s'en apercevoir rapidement à la prochaine AG d'Ubisoft (le 29/09). A cette occasion, **Vivendi demandera évidemment une représentation au Conseil d'Administration, mais nous ne pensons pas qu'il l'obtiendra** (lui donner un siège ouvrirait la possibilité d'un contrôle rampant, ce qui n'est absolument pas en faveur des actionnaires d'Ubisoft).

Rappelons que dans sa dernière communication à l'AMF (lors du franchissement du seuil des 20% du capital, le 17/06), **Vivendi a répété pour la 2^{ème} fois qu'il « n'envisage pas de déposer une offre publique sur Ubisoft, ni d'en acquérir le contrôle »**. A partir du moment où il écrit cela, **il ne peut plus lancer d'OPA sur la société pendant une durée de 6 mois**. En revanche, cela ne l'empêche aucunement de continuer à acheter des titres sur le marché, et **s'il vient à dépasser le seuil des 30%, il sera alors dans l'obligation de déposer une offre sur l'ensemble du capital de la société**. Par conséquent, **concrètement, rien n'empêche Vivendi de changer d'avis et d'en venir à une OPA**.

Ainsi, nous considérons qu'Ubisoft est devenue une véritable valeur refuge. C'est ce que nous avons anticipé avec l'entrée au capital de Vivendi en fin d'année dernière, où nous avons considéré que les investisseurs allaient désormais valoriser l'ensemble du cycle (notre valorisation est basée sur les multiples 12m fwd historiques des 2 précédents cycles, auquel nous avons ajouté une prime de 15% liée notamment à la l'exposition digitale du groupe, que nous avons appliqué à l'exercice 2016/17) alors qu'historiquement le marché jouait plutôt la valeur avec un horizon de 3-6 mois. Le dernier test en date a été l'annonce du Brexit, où l'action a fini en baisse de seulement 2,85% contre 8,04% pour le CAC 40. **Nous ne serions donc pas étonnés que l'action commence à entamer sa prime spéculative, d'où notre simulation de valorisation en cas de rachat**.

2.4. Une possible OPA par Vivendi ?

2.4.1. Valorisation spéculative en cas de rachat : 40/51 € par action

Rappelons que lorsque nous avons initié Ubisoft dans notre note du 09/09/14 (au cours de 12,67 €), **nous avons déjà fait une simulation de rachat**. D'ailleurs, nous avons mentionné que, généralement, les débuts de rachats qui visent les acteurs consoles ont lieu la 2^{ème} ou la 3^{ème} année après le lancement des nouvelles machines (temps nécessaire pour que l'acquéreur potentiel repère quel acteur a bien pris le cycle). Il se trouve que Vivendi a annoncé son entrée au capital d'Ubisoft mi-octobre 2015, soit près de 2 ans après les sorties de la Xbox One et de la PS4. **Notre simulation de l'époque nous avait donné 34,3 € par action, ce qui représentait à l'époque +171% sur le dernier cours et +38% sur la moyenne des 2 derniers cycles**. Le cours actuel y est proche

aujourd'hui et c'est exactement notre FV alors même que celle-ci ne valorise désormais que les fondamentaux du groupe. Cela signifie qu'**Ubisoft a bien mieux délivré opérationnellement que ce que nous avons anticipé, et surtout que les investisseurs ont commencé à valoriser Ubisoft sur l'ensemble du cycle** (ce qui est normal, depuis l'arrivée de Vivendi au capital). Notre valorisation spéculative était basée à l'époque sur les multiples des dernières grosses transactions/tentatives de rachats comparables dans le secteur, que nous avons appliqué à nos estimations sur les exercices 2014/15 et 2015/16.

Nous avons décidé d'utiliser la même méthode, étant donné que la spéculation est là et que nous y croyons. Nous pensons donc toujours qu'**une offre sur Ubisoft pourrait se faire sur les multiples suivants** : VE/CA de 2,3x l'année N et 2,2x l'année N+1 ; PE de 31,0x l'année N et 25,9x l'année N+1. **D'ailleurs, comme le management est opposé à un rachat, nous considérons qu'il s'agit d'un minimum pour convaincre la famille.** Nous estimons que **quoiqu'il arrive Ubisoft ne pourra plus être totalement indépendant dans sa gestion, ce sera alors désormais le prix offert qui fera la différence** (son avenir est véritablement entre les mains de ses actionnaires).

Fig. 4: Valorisation minimum en cas de rachat d'Ubisoft

x	EV/Sales (n)	EV/Sales (n+1)	PE (n)	PE (n+1)
Acquisition multiples	2.3	2.2	31.0	25.9
12m fwd implied valuation for Ubisoft (EURm)	4,280		4,896	
Ubisoft's valuation per share (€)	37.2		42.5	

Source: Bryan, Garnier & Co ests.

En appliquant ces ratios à nos estimation sur l'exercice en cours 2016/17e, la valorisation actuelle en cas de rachat ressortirait à **40 € par action** (potentiel de hausse de 21% sur le dernier cours). Si nous nous projetons sur le seul exercice 2017/18e, elle ressortirait à 51 € (potentiel de 55%). Comme Vivendi ne devrait pas faire d'offre avant 2017, nous estimons la fourchette de valorisation spéculative 40 € (minimum) / 51 € (maximum) crédible, pour convaincre les actionnaires actuels et obliger la famille à apporter ses titres (à l'image de ce qu'il s'est passé sur Gameloft). **Dans un scénario d'OPA, nous voyons 40 € comme un vrai minimum car si l'acquéreur potentiel ne propose pas une véritable prime dès le départ, il attirera d'autres acteurs** (à la différence du dossier Gameloft, les contre-offres ne manqueront pas). Et, nous réitérons que **maintenant que Vivendi a mis la main sur Gameloft, il est le plus motivé pour racheter Ubisoft. Donc, s'il veut parvenir à ses fins, il devra y mettre le prix dès le départ.**

Une OPA hostile peut donc réussir au sens de « succès de la prise de contrôle ». En revanche, si Vivendi veut véritablement se donner tous les moyens de réussir dans l'industrie du jeu vidéo, en prenant le moins de risque, il devra privilégier une solution amicale (en déclarant à l'AMF qu'il ne souhaite pas lancer d'OPA, Vivendi achète du temps, c.à.d. 6 mois, pour calmer le jeu).

2.4.2. Quel scénario « gagnant/gagnant » pour Vivendi et Ubisoft ?

Selon nous, une solution amicale peut passer par la fameuse **prime sur le cours de Bourse** (nous ne voyons pas d'OPA avant 2017, avec une offre proche du milieu de notre fourchette c.à.d. de 45 €) **et la nomination du CEO d'Ubisoft (Yves Guillemot) à la tête de la nouvelle division Jeux Vidéo de Vivendi** (qui inclut donc également Gameloft). **Ce sera le gage selon nous du maintien des développeurs et créateurs stars au sein du groupe** (il y a moins ce risque dans le segment du jeu mobile). En effet, comme ce dernier est très apprécié et a un fort soutien de ses équipes, il n'y aura pas de risque de rachat d'une « coquille vide ».

D'ailleurs, il est intéressant de noter la différence de réaction du CEO de Gameloft (Michel Guillemot) et d'Ubisoft (Yves Guillemot) à une telle hypothèse. Lors de notre dernier road show avec le CEO de Gameloft (fin mars 2016, c.à.d. avant l'OPA réussie de Vivendi), ce dernier nous avait clairement dit qu'il ne travaillerait « jamais » sous la direction de Vincent Bolloré, et qu'en cas de réussite de l'OPA il démissionnerait et monterait une nouvelle start-up. Ce scénario s'est révélé totalement véridique. En revanche, en marge de l'E3, **lorsque nous avons demandé au CEO d'Ubisoft si cela l'intéresserait d'être à la tête de la division Jeux Vidéo de Vivendi** (constitué d'Ubisoft et de Gameloft, sachant que l'apport de ce dernier permettra à la nouvelle entité de compenser son retard sur la concurrence en termes de poids du digital dans son CA, c.à.d. 44%) **si Vincent Bolloré lui promettait une totale indépendance**, il n'a pas eu la même réaction épidermique qu'avait eue son frère. **Il a évité de répondre à la question** (en prétextant qu'il n'en était pas encore là) **mais n'a en aucun cas dit « non »**. Nous en concluons que **ce scénario, qui serait gagnant pour tout le monde (les actionnaires d'Ubisoft, les salariés, la famille Guillemot et Vivendi), reste totalement possible.** Certes, cela ne ressemble pas à M. Bolloré de maintenir un dirigeant en place (il préfère généralement mettre ses proches à la place), mais cela ne lui ressemblait pas non plus de faire une OPA et de relever le prix à deux reprises... et pourtant il l'a fait. **Nous pensons que Vivendi veut ajouter un véritable 5^{ème} pilier à son groupe de médias : 1/ Canal+ (TV), 2/ Studiocanal (cinéma), 3/ Universal Music Group (musique), 4/ Dailymotion (Internet), et 5/ Ubisoft/Gameloft. Il ambitionne d'être l'équivalent de Time Warner** (seul exemple d'un groupe de médias qui a réussi dans le jeu vidéo) **mais avec des racines européennes.**

L'industrie du jeu vidéo est très sensible et nous mettons en garde Vivendi sur une chose fondamentale : **manager des talents dans le jeu vidéo est bien différent de gérer des purs créatifs dans le monde des médias** (publicité, TV, cinéma, musique...). **Les développeurs de jeux, eux, sont des créatifs mais avec un fort biais technologique** (le seul salaire ne suffit pas à les retenir, ils ont besoin de challenge technologique, qu'on les laisse prendre des risques et qu'on les encourage à innover...). **Yves Guillemot a prouvé qu'il sait gérer ce type de profils, c'est d'ailleurs ce qui lui a permis de créer des propriétés intellectuelles fortes qui se transforment ensuite en franchises** (Ubisoft a 3 des plus gros lancements de nouvelles marques de l'industrie : n°1 *The Division*, n°3 *Watch Dogs* et n°4 *Assassin's Creed*; et il en a 2 dans le Top3 du cycle actuel : *Watch Dogs* et *The Division*).

Fig. 5: Répartition du capital et des droits de vote d'Ubisoft

%	Capital	Voting rights
Vivendi	20.10	17.76
Guillemot family	8.71	15.71

Source: Bryan, Garnier & Co.

3. Ce qu'il faut retenir de l'E3 2016

L'Electronic Entertainment Expo (E3), organisé chaque année par l'Entertainment Software Association (ESA), est le plus important salon mondial dédié au secteur des Jeux Vidéo. L'édition 2016 s'est déroulée du 14 au 16 juin à Los Angeles (au Convention Center), avec des événements de consociers et d'éditeurs de jeux en marge de ce salon. **Il y a eu 250 exposants et 50 300 professionnels du secteur**, devant la Game Developers Conference (mars, San Francisco), le Tokyo Game Show (septembre, Chiba) et la Gamescom (août, Cologne).

Cela dit, cette année, nous avons trouvé l'E3 particulièrement calme et avec moins d'exposants qu'à l'accoutumé (tous les espaces n'étaient pas remplis). Le salon nous semble avoir perdu un peu de son statut « d'évènement incontournable », où se font toutes les grosses annonces. En effet, il y avait certains grands absents au salon : celle désormais récurrente de Nintendo (qui n'a plus grand-chose à montrer depuis quelques années), mais aussi celles plus surprenantes des 2 premiers éditeurs (Activision Blizzard et EA) qui ont boudé le salon cette année. Nous pensons que certains gros acteurs sont en train de céder petit à petit à la vague des événements propriétaires, du style « keynote » d'Apple (cela permet de mettre plus le projecteur sur la société et donc de créer plus de buzz). Au final, **c'est Ubisoft qui avait le booth le plus important et attractif de tous les éditeurs de jeux présents**. Nous pensons qu'il n'est pas impossible que l'E3 retrouve un passage à vide ces prochaines années, à l'image de ce qu'il a connu en 2007 et 2008. Reste à savoir, s'il réussira à se renouveler et si ce n'est finalement pas finalement la dématérialisation du secteur qui finit par impacter ce type d'évènement physique.

Fig. 6: Evènements auxquels nous avons assisté à l'E3, ou en marge du salon

Date	Events
Sunday 12th June	Electronic Arts' press conference
	Bethesda's press conference
Monday 13th June	Microsoft Xbox briefing
	Ubisoft's press conference
	Sony's press conference
	PC Gaming Show (AMD and PC Gamer)
Tuesday 14th June	Ubisoft's analysts & investors day
	E3 opening ceremony
	Small group meeting with Take-Two's management
Wednesday 15th June	E3 tour games testing
	Small group meeting with Ubisoft's management
	Game demonstrations on Ubisoft stand
Thursday 16th June	E3 tour games testing
	E3 closing ceremony

Source: Bryan, Garnier & Co.

3.1. Feedback de la conférence Ubisoft

Ubisoft a renforcé notre confiance sur ses deux jeux les plus attendus de l'année fiscale 2016/17 (*Watch_Dogs 2* le 15/11/16 et *Ghost Recon Wildlands* le 07/03/17) et a même fini par nous convaincre avec sa nouvelle marque **For Honor** (la campagne solo nous a plu et est vraiment complémentaire au multijoueur dévoilé l'an dernier ; sortie prévue le 14/02/17). Comme prévu, l'éditeur a annoncé sa **nouvelle propriété intellectuelle nommée Steep** (en décembre 2016). Nous estimons que chaque nouvelle marque est un potentiel risque, cela dit le risque sur ce jeu de sport extrême à monde ouvert nous semble limité (Ubisoft a déjà lancé des jeux de la marque *Shaun White* avec des épisodes *Snowboarding* et *Skateboarding* entre 2008 et 2010 et il maîtrise les open world) et nous estimons son point mort peu élevé (probablement proche de 1,5 M d'unités ; le jeu est en partie financé par les partenaires publicitaires GoPro et Red bull). Il a montré un peu plus son jeu *South Park The Fractured But Hole* (06/12/16, il s'agit de la suite de l'épisode *The Stick of Truth*), que nous avons encore du mal à considérer comme un jeu AAA, et a confirmé la sortie de *Just Dance 2017* (pour octobre 2016, sur les principales consoles et l'an prochain sur la NX). De manière un peu plus négligeable, il a annoncé une extension pour *The Division* le 28/06, la sortie de *Grow Up* (une suite de son jeu de plateforme *Grow Home*, en Août), de *Trials of the Blood Dragon* (*Trials* et *Far Cry : Blood Dragon* combinés en un seul titre et disponible de suite), et 2 petits jeux de réalité virtuelle (*Eagle Flight* et *Star Trek: Bridge Crew*, qui sont davantage des expériences d'immersion que de véritables jeux aboutis, nous n'attendons pas de décollage de la RV avant le S2 17). **Au final, Ubisoft a délivré sa meilleure prestation de tous les E3 que nous ayons en mémoire ces 10 dernières années.** Il s'est concentré sur les jeux sortant sur l'exercice, son line-up est diversifié et riche en AAA, il a montré de nombreuses séquences de gameplay (il n'est pas tombé dans le travers de certains de ses concurrents qui n'exhibent que des trailers), et ses titres étaient tous jouables sur son booth. **En revanche, nous avons été déçus par le fait que les consolières (tant Sony que Microsoft) ont très peu mis en avant les jeux d'Ubisoft lors de leurs conférences** (contrairement aux années précédentes).

Fig. 7: Nos impressions sur les principaux jeux montrés par Ubisoft à l'E3

Games	Launch date	Target audience	Our impression at E3	Our comments
<i>Watch Dogs 2</i>	15/11/16	Core gamers	✓✓✓	Massive fan base (16m unique players LTD), 85% of players will buy the sequel. 2.5x bigger world and 50 co-op missions to drive retention. The game (for PS4, Xbox One and PC) has the potential to sell 15m units on its 1st FY. PS4 players will receive all DLC 30 days before everyone else.
<i>Ghost Recon: Wildlands</i>	07/03/17	Core gamers	✓✓✓	First open-world military shooter. Fully coop enabled. UBI's largest action adventure open world game, for PS4, Xbox One and PC.
<i>South Park : The Fractured But Hole</i>	06/12/16	Core/casual gamers	✓✓	A follow-up to <i>The Stick of Truth</i> , we don't see it as an AAA. Powerhouse brand with a lot of Facebook fans. It will be available for PC, PS4, and Xbox One.
<i>For Honor</i>	14/02/17	Mostly core gamers	✓✓	New IP and fresh concept, low competition. The solo campaign is convincing and completes last year's multiplayer mode. It will be available for PS4, Xbox One and PC.
<i>Steep</i>	Dec. 2016	Mostly core gamers	✓	New AAA IP revealed (for PS4, Xbox One and PC). This is an open-world action sports game. Few competition on that segment. First class live services (great potential for digital content sales), as <i>The Crew</i> last year. It originally started as a demo for <i>Wildlands</i> .

Source: Bryan, Garnier & Co (✓ Weak; ✓✓ Good; ✓✓✓ Excellent).

3.2. Feedback des conférences consoliers

3.2.1. Microsoft : communication hardware riche mais très maladroite

Microsoft a annoncé la sortie d'une nouvelle version de sa Xbox One, la « Xbox One S », qui se veut plus petite et plus puissante. Elle aura une alimentation incorporée, un lecteur Ultra HD Blu-ray et gaming HDR, et sera compatible avec tous les jeux passés, présents et à venir, et disponible à partir de **début août avec une version de base 500 Go à seulement 299 \$** (349 \$ pour 1 To et 399 \$ pour 2 To).

Elle fera la transition avant **l'arrivée du « Project Scorpio » fin 2017**, qui se veut être « la console de jeux la plus puissante jamais fabriquée » selon les dires de Microsoft. En effet, cette dernière aura un nouveau GPU dont la puissance de calcul atteint les 6 Téraflops (soit 4,5x la Xbox One et ~40% de plus que la PS4 Neo si l'on en croit les sources fiables), 8 cœurs et 320Go/s de bande passante pour la mémoire vive. **Même s'il la présente comme une nouvelle console, il ne s'agit en réalité que d'une version boostée et améliorée de la Xbox One** (une sorte de Xbox One de seconde génération), avec notamment une interface pour une compatibilité avec les jeux en réalité virtuelle, la prise en charge du format vidéo ultra HD 4K (tant en streaming avec Netflix.... qu'en support physique, puisque le lecteur Blu-ray change pour un modèle 4K), l'accès à des jeux plus puissants, fluides et beaux (la gestion du HDR est ajoutée pour un meilleur graphisme et des couleurs plus vives), et une nouvelle manette (dont le revêtement change, elle dialoguera toujours en infrarouge avec la console mais sera compatible Bluetooth pour fonctionner aussi sur PC). Notons qu'elle sera rétrocompatible avec l'ensemble de la bibliothèque de jeux Xbox One et des accessoires.

Nous considérons qu'à travers l'annonce de la Xbox S, Microsoft a avant tout décidé d'agir rapidement pour réduire l'écart qui s'est accumulé avec Sony sur la génération actuelle (la Xbox One se vend quasiment deux fois moins que la PS4 dans le monde depuis leurs sorties en 2013). **En revanche, il a été très maladroit en présentant dès maintenant son Project Scorpio.** Il prend, selon nous, un gros risque de confusion dans l'esprit des consommateurs potentiels en annonçant deux machines en même temps. En effet, comment convaincre un joueur d'acheter la Xbox One ou la Xbox One S pour les fêtes de fin d'année alors qu'une 3^{ème} console (Project Scorpio), présentée comme étant « la plus puissance », sortira l'année prochaine ?

Autre annonce, le « Xbox Play Anywhere ». Il s'agit ici de pouvoir jouer à un jeu aussi bien sur console (via Windows Experience sur Xbox One) que PC (via Windows 10), et de casser la frontière entre ces deux catégories de joueurs en leur donnant la possibilité de jouer ensemble ou les uns contre les autres. La nouvelle manette, avec son mode de connexion sans fil qui la rend compatible PC, trouve ici tout son sens. Moins d'une quinzaine de jeux sont annoncés comme étant compatibles (cela ne fonctionne qu'avec les copies digitales). Enfin, dans l'optique d'améliorer l'expérience Xbox Live, Microsoft a enrichi les fonctions sociales comme la constitution de clubs (« guildes ») et la création d'une plateforme pour créer des tournois d'e-sport (« Arena ») ou des communautés (groupes). **En revanche, aucune mention n'a été faite sur le Kinect** (ni nouvelles fonctions, ni jeux), **et la réalité virtuelle a été passée sous silence.** En effet, s'il avait montré son HoloLens (lunettes de réalité augmentée) à l'E3 2015, il n'en a pas été question cette fois. Il n'y aura donc rien à attendre dans ce domaine avant son Project Scorpio fin 2017.

Coté jeux, Microsoft a été moins impressionnant. Même si son line-up est riche (dont plus de 8 jeux exclusifs cette année), il n'est pas très surprenant en soi (il s'est concentré sur des titres déjà annoncés), avec encore une pondération forte de jeux de tirs (qui ont du mal à se différencier entre

eux). Il a notamment montré *Gears of War 4*, *Forza Horizon 3*, *Halo Wars 2*, *Forza Horizon 3*, *We Happy Few*, *State of Decay 2*, *Inside*, *Recore...*

3.2.2. Sony : accent mis sur le software et la réalité virtuelle

Quelques jours avant l'ouverture de l'E3, Andrew House (CEO de Sony Interactive Entertainment) **a confirmé les rumeurs selon lesquelles une PS4 plus puissante était en développement** mais a annoncé qu'elle serait absente du salon. Cette version a pour nom de code « Neo ». Il a indiqué qu'elle n'aura pas vocation à remplacer l'actuelle PS4, ce qui nous conforte dans le fait qu'il ne s'agit pas d'une véritable nouvelle console. Les deux consoles seront en vente sur l'ensemble du cycle actuel (elle complètera la PS4). Nous savons que la Neo bénéficiera de la rétrocompatibilité, de meilleurs graphismes, d'une résolution 4K (au lieu de l'actuel standard 1 080p), et qu'elle sera adaptée à son casque de réalité virtuelle PlayStation VR. **Il n'a donné aucun autre détail technique, prix ou date de sortie. Depuis le salon, les rumeurs évoquent même une possible présentation et sortie en fin d'année.**

Lors de sa conférence de presse à l'E3, le consolier a mis en avant son caque de réalité virtuelle PlayStation VR. Il a annoncé qu'il serait disponible **le 13 octobre prochain pour 400 \$**, et que 50 jeux en bénéficieront d'ici la fin de son année fiscale. En revanche, difficile à ce stade de savoir réellement combien seront réellement des jeux adaptés et non pas de simples expériences de réalité virtuelle. Il a notamment évoqué les jeux *Farpoint*, *Batman Arkham VR*, *Resident Evil Biohazard*, *Star Wars Battlefront X-Wing VR Mission* et de *Final Fantasy XV*.

Contrairement à Microsoft, Sony a montré du concret sur sa console actuelle, que ce soit pour son casque de réalité virtuelle ou en termes de jeux disponible. Et, là aussi s'est différencié de son concurrent américain, en présentant un **portefeuille de jeux convaincant avec une vraie profondeur et des titres très attendus**. Il a notamment montré un nouveau *God of War*, *Horizon Zero Dawn*, *Days Gone*, *The Last Guardian*, *Detroit Become Human*, *Spiderman PS4*, *Death Stranding...* Cependant, très peu de dates de sorties ont été données, ce qui laisse planer le doute sur l'année de sortie des jeux présentés.

3.2.3. Résultats du match : Sony à nouveau vainqueur face à Microsoft

Microsoft souhaite de plus en plus positionner sa console comme un hub de divertissement et de jeux au centre du salon (c'était d'ailleurs l'ambition initiale de sa Xbox One). Il vise, en effet, à offrir un accès ouvert à tous aux jeux de son écosystème, que ce soit sur sa console ou sur le PC. Son but est clair, rendre sa console la plus accessible possible auprès du grand public (davantage de fonctionnalités de divertissement sur sa machine, un prix accessible et des exclusivités). **Cela dit, son message a été confus avec l'annonce conjointe de deux machines à venir** (la « Xbox One S » et le « Project Scorpio ») **et un manque d'agressivité et d'originalité côté jeux, et une réalité virtuelle/augmentée quasiment passée sous silence.**

Sony, lui, a privilégié l'efficacité en faisant l'effort de montrer du concret plutôt que des promesses pour le futur. En effet, il a montré du contenu pour sa console actuelle dont la base installée est la plus importante (déjà plus de 40 M de consoles vendues). De même en ce qui concerne la réalité virtuelle, qui sera accessible dès cette année sur sa PS4, avec la sortie de son casque PlayStation VR mi-octobre. En bref, il a réussi à séduire les joueurs avec des jeux à « effet waouh ». **Et il présentera sa console survitaminée « Neo » quand, là aussi, elle sera assez aboutie avec un portefeuille de jeux suffisant au lancement** (contrairement au « Project Scorpio » de Microsoft, dévoilé bien trop en avance selon nous).

4. Notre scénario sectoriel

4.1. Notre vision de la situation actuelle

Nous nous attendons à ce qu'il y ait encore 4 gros éditeurs qui raflent le marché en 2016 (Activision Blizzard, EA, Ubisoft et Take-Two Interactive) **mais avec des lancements plus nombreux**. Le dernier trimestre sera marqué par une accumulation de jeux AAA, et en particulier de FPS (jeux de tir à la première personne) multijoueur. A partir de l'année prochaine, le nombre de nouvelles marques devrait commencer à se raréfier (mouvement naturel avec l'avancé dans le cycle) **avec une légère inflation des coûts de développement** (les premières années d'un cycle, le simple fait d'avoir des jeux disponibles permet de les vendre mais, ensuite, les éditeurs sont obligés de dépenser plus en développement pour exploiter davantage les fonctionnalités et les innovations des machines) **et des coûts marketing** (faible marketing en début de cycle car les « first adopters » sont un public d'avertis, puis l'ouverture aux joueurs casual via la réalité virtuelle nécessitera plus de communication). **En ce qui concerne les consolières, Sony fait la course en tête, suivi de Microsoft**, alors que **Nintendo est très largement distancé** (sa Wii U peine à trouver son public, sachant que seuls ses jeux maison se vendent sur ce support). A mi-juin nous estimons les ventes mondiales de consoles (en sell-through, c.à.d. ventes aux consommateurs) à **~41 M de PS4, un peu plus de 21 M de Xbox One et seulement ~13 M de Wii U** (pourtant cette dernière est sortie un an avant ses concurrentes).

Sur 2017, les consolières auront tous des nouveautés. **Nintendo va jouer son va-tout en lançant sa nouvelle console en mars, la NX**. Nous pensons qu'il s'agit de sa dernière chance s'il ne veut pas avoir le même destin que Sega (c.à.d. un consolière qui ne devient plus qu'un éditeur de jeux). En effet, après le succès de la Wii, le fabricant a enchaîné les échecs tant sur la partie consoles de salon que consoles portables. Nous estimons que Nintendo fait le choix raisonnable d'attendre d'avoir un line-up suffisant et de s'assurer du support des éditeurs tiers avant de lancer sa NX. Ubisoft a notamment apporté son soutien, en marge de l'E3, en estimant qu'elle pourrait être un moyen de reconquérir le public de la Wii (lequel est sorti du secteur ou s'est dirigé vers les jeux mobiles). Nous ne disposons à ce stade d'aucune information sur cette nouvelle machine, qui n'a pas été dévoilée à l'E3. Cela dit, **plusieurs rumeurs que nous estimons crédibles, font part d'une machine hybride c.à.d. à mi-chemin entre une console de salon et une console portable**. D'ailleurs, nous avons fait le constat depuis plusieurs années que les jeux mobiles (notamment depuis l'arrivée des smartphones puis ensuite des tablettes) avaient tué le marché des consoles portables. Les consolières ont eux-mêmes fini par l'intégrer (la PS4 et la Xbox One sont compatibles avec les tablettes, et Nintendo a mis une tablette native sur sa Wii U). Nous n'attendons donc plus de véritables nouvelles consoles portables à venir.

En ce qui concerne le segment du jeu mobile, **si les éditeurs ont commencé à s'intéresser à ce segment ces dernières années** (notamment les éditeurs japonais), **nous constatons une récente accélération** (tant du côté des spécialistes que des groupes plus généralistes, Nintendo étant le dernier à s'y ouvrir). Nous pouvons notamment citer l'acquisition de King Digital par Activision Blizzard, de Gameloft par Vivendi ou encore du rachat de la majorité du capital de Supercell par Tencent (la plus grosse opération dans l'industrie des jeux vidéo : 8,6 Md\$ pour 84,3% du capital). La concurrence devrait donc s'intensifier (si les éditeurs consoles y mettaient leurs développeurs les moins qualifiés, le jeu mobile fait désormais partie intégrante de leurs stratégies online), **et comme désormais la majorité des jeux sont free-to-play les éditeurs ne doivent pas négliger la dimension marketing sur ce segment** (pour être présents dans le top 100 et améliorer la monétisation des jeux).

4.2. Un cycle 2013/20, avec un pic en 2018

Dans le secteur des jeux vidéo, l'Asie est le principal marché avec plus de 40%e de PdM, devant l'Amérique du Nord (30%e), l'Europe/Afrique (25%e) et l'Amérique du Sud (5%e). Le marché asiatique étant très spécifique et aux mains des acteurs locaux, les principaux éditeurs de jeux cotés y sont très peu exposés (mais cela pourrait changer car, après 13 ans de suspension, la Chine autorise temporairement la vente de consoles depuis janvier 2014). **C'est donc le marché US qui est le plus représentatif du marché occidental (il pèse 50%e) et donne les premières tendances qui arriveront en Europe quelques mois plus tard.** Les données les plus fiables pour cette zone sont celles du NPD Group. Cela dit, rappelons que cet institut ne publie que les ventes en magasin de l'industrie aux Etats-Unis. Ses chiffres ne représentent donc qu'une fraction de l'industrie (un peu plus de 50% des ventes dans cette région et ~40% en Europe)

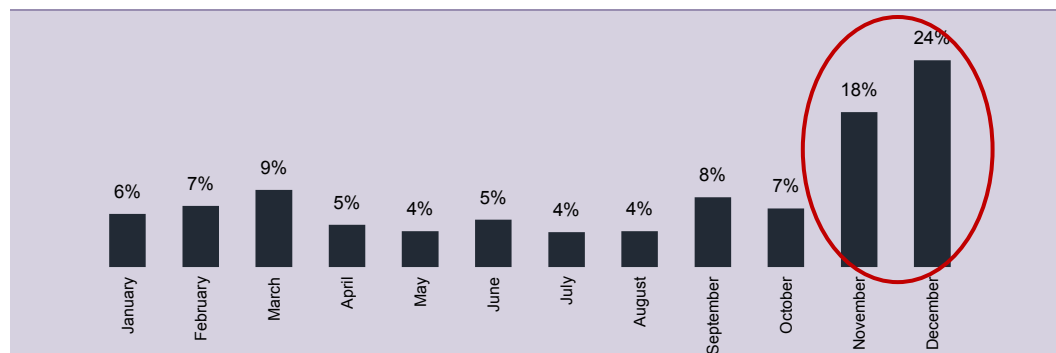
Depuis le début de l'année, les ventes de jeux vidéo en boîtes sont en baisse de 3% par rapport à l'an dernier aux Etats-Unis. Il est clair que ces ventes physiques ne reviendront plus sur les croissances à deux chiffres du passé. En effet, **tout comme la musique, l'industrie des jeux vidéo connaît une véritable tendance de fond vers la dématérialisation** (à la fois distribution digitale, mais aussi microtransactions dans les jeux via la vente de contenus digitaux).

Fig. 8: Croissance des ventes de jeux en boîtes aux US sur 2000/2016 (en valeur)

%	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
January	2	16	4	0	18	0	-5	53	12	10	-12	-5	-38	1	-25	6	-10
February	5	-11	45	-5	5	13	-12	32	48	9	-15	-5	-23	-36	-9	7	-10
March	20	-15	33	8	-6	31	-8	16	64	-17	10	-16	-25	-1	-27	-3	8
April	27	-13	11	39	-3	9	16	-1	69	-22	-22	26	-42	-17	-10	13	-21
May	4	10	31	20	-17	30	-10	33	42	-17	4	-19	-32	-31	57	-25	18
June	4	23	27	-9	12	2	15	22	61	-29	-15	-12	-29	-10	-3	21	
July	-1	26	11	4	27	-10	19	11	41	-26	-8	-17	-23	-19	-15	0	
August	-12	18	43	4	1	0	18	23	13	-15	-14	-34	-9	23	-21	-10	
September	-26	-8	50	-10	44	-24	29	47	-6	5	-6	3	-18	52	-36	-3	
October	13	-20	74	-15	35	-24	1	40	36	-18	6	3	-25	12	-27	-3	
November	1	28	7	7	11	-17	14	63	11	-3	3	11	-11	-24	-1	-7	
December	-9	24	7	13	-1	-3	6	37	15	-7	-8	-14	-26	-17	-2	-3	
Total	-1	10	21	5	8	-3	7	34	27	-10	-6	-6	-23	-9	-12	-2	

Sources: NPD Group; Bryan, Garnier & Co.

Fig. 9: Répartition moyenne 2009/15 des ventes de jeux vidéo par mois, aux USA

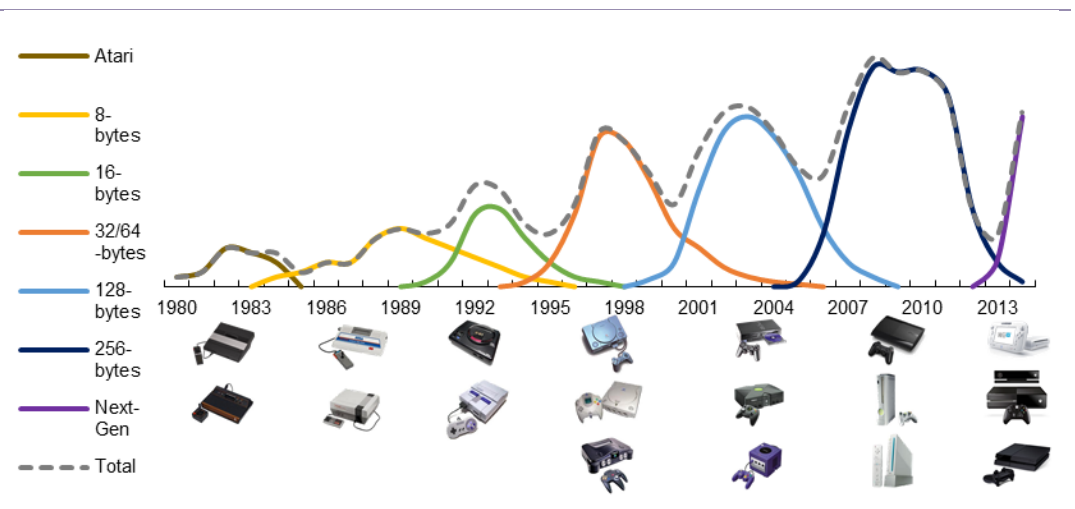


Sources: NPD Group; Bryan, Garnier & Co

Nous tablons désormais sur un cycle de consoles 2013/20e (vs. 2013/2019 auparavant), c.à.d. 2 ans de plus que la durée traditionnelle (+1 an grâce aux fonctionnalités de divertissement incluses dans les consoles, et encore +1 an lié à la fois aux versions survitaminées des consoles de Microsoft et

de Sony et à la sortie de la NX de Nintendo en 2017). La durée du cycle précédent (pendant 8 ans) sans réelle actualisation du hardware ne devrait pas se répéter cette fois (c'est ce qui avait engendré de fortes baisses des ventes de jeux, car les développeurs étaient arrivés au bout des capacités des machines et n'arrivaient plus à innover). **Ainsi, nous décalons notre prévision de haut du cycle de 2017 à 2018** sur le hardware (et donc en 2019 sur le software). Il s'agira de la dernière année avant un ralentissement des ventes de hardware par an, même si la part croissante du CA digital des acteurs et la réalité virtuelle leur permettra d'amortir en bonne partie la phase descendante avant la sortie de nouvelles plateformes.

Fig. 10: Les différents cycles de ventes de consoles sur 24 ans



Sources: Games Investor Consulting; VGChartz; Bryan, Garnier & Co ests.

Au final, nous estimons qu'en fin de cycle (2020), tous les gros acteurs devraient être exposés à plus de 50% de leurs CA au digital (MMO, jeux en ligne, season pass/DLC, mobiles, micro-transactions...). Rappelons que ce segment est en forte croissance (+20%/e), non cyclique et mieux margé que le jeu vidéo traditionnel en boîte (30% mieux margé). Cette dématérialisation est notamment portée par les consoles qui sont de plus en plus connectées (la Xbox One et la PS4 étaient les premières à véritablement y mettre l'accent) et le levier se trouve en particulier dans les contenus digitaux (quasiment que de la marge). Nous estimons que **le digital sera le premier facteur à l'amélioration naturelle de la profitabilité des éditeurs et qu'il leur permettra de dégager du cash supplémentaire destiné à financer les innovations des jeux AAA multiplateforme à gros budgets** (les mondes ouverts, le multijoueur, la réalité virtuelle/augmentée...).

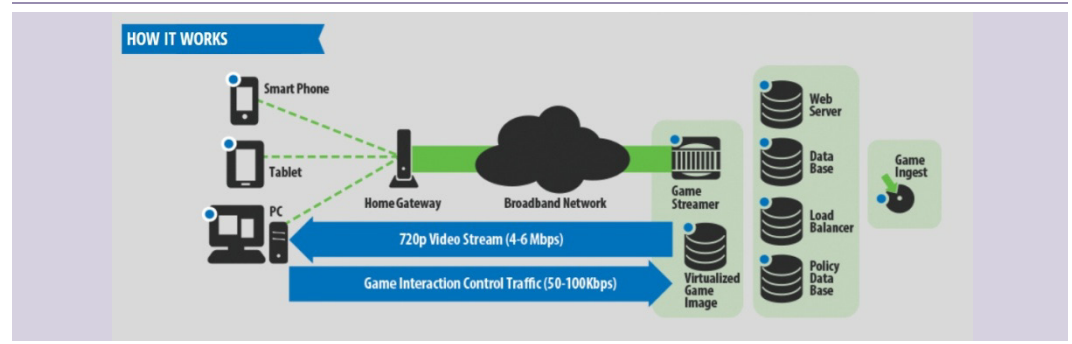
4.1. Qu'attendre au-delà de 2020 ?

En ce qui concerne l'avenir plus lointain, nous considérons que les set-top box et les boutiques en ligne des fabricants et des éditeurs prédisent **l'arrivée du « tout dématérialisé » c.à.d. l'ère du cloud gaming**. Pour rappel, il s'agit de faire tourner des jeux vidéo puissants sur des serveurs distants (technologie streaming). L'utilisateur n'est donc plus propriétaire du jeu et a uniquement besoin d'un écran (la puissance de la machine n'a plus d'importance) et d'une excellente connexion Internet (fibre optique) pour recevoir le flux vidéo et audio avec un temps de latence acceptable. Il faut voir le cloud gaming comme un service de « jeux vidéo à la demande », à l'utilisation instantanée, comme l'est la VOD (vidéo à la demande) sur la TV. **L'offre de chaque éditeur serait comme un bouquet de chaînes auquel le joueur pourrait avoir accès, via un système de location à l'unité ou d'abonnement**. En plus de démocratiser les jeux vidéo et d'être très profitable, le cloud gaming sera

Please see the section headed "Important information" on the back page of this report.

un moyen de mettre en avant les éditeurs aux contenus de qualité. Nous estimons qu'il s'agit d'un **mouvement de fond dont le déploiement dépendra de décisions politiques liées à la démocratisation de la fibre optique**. C'est pour cela qu'une véritable offre de ce type ne pourra pas véritablement s'imposer avant 2020, dans le meilleur des cas.

Fig. 11: Schéma du cloud gaming



Source: CiiNOW.

Fig. 12: Le cloud gaming favorise les éditeurs et les consommateurs

Positive for		Negative for	
Traditional publishers	Consumers	Console makers	Retailers
Steadier revenue streams and more profitability with no exposure to console cycles.	No need for powerful equipment.	End of consoles and accessories.	Elimination of packaged game, consoles and accessories sales.
Wider target audience. Lifetime of games extended. Higher percentage of sales kept (70% vs. 55% before).	Multiple platforms: Windows XP, Vista, or .Windows 7, on Mac OS X, iPhone, iPod Touch, tablets, TV.	End of royalties.	End of used game market.
Lifetime of games extended.	Game less expensive.		
End of exclusivity to one platform.	Broader game portfolios.		
Ability to make improvements in real time. Focus on quality.	No need to download or buy in stores.		
Saving of console makers' royalties (20% of selling price). Higher sales (no piracy and no used game market). Ability to analyze data statistics.			

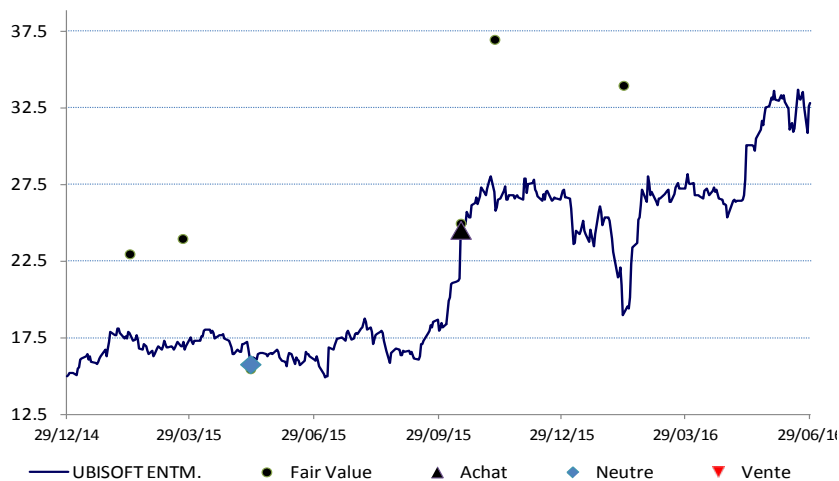
Source: Bryan Garnier & Co

Par conséquent, au-delà de 2020, nous voyons 3 scénarii possibles :

- une **nouvelle génération de consoles coexistera avec des offres de cloud**,
- les **consoles actuelles traverseront le temps** (via une actualisation à distance, ce qui ne nécessitera plus de changer le hardware),
- il n'y aura plus de consoles mais **uniquement des offres de cloud gaming** (abonnement).

Price Chart and Rating History

Ubisoft



Ratings

Date	Ratings	Price
15/10/15	BUY	EUR21.385
13/05/15	NEUTRAL	EUR15.8
09/09/14	BUY	EUR12.67

Target Price

Date	Target price
12/02/16	EUR34
09/11/15	EUR37
15/10/15	EUR25
13/05/15	EUR15.5
24/03/15	EUR24
13/02/15	EUR23
09/09/14	EUR21

Page laissée blanche intentionnellement

Page laissée blanche intentionnellement

Page laissée blanche intentionnellement

Bryan Garnier stock rating system

For the purposes of this Report, the Bryan Garnier stock rating system is defined as follows:

Stock rating

BUY	Positive opinion for a stock where we expect a favourable performance in absolute terms over a period of 6 months from the publication of a recommendation. This opinion is based not only on the FV (the potential upside based on valuation), but also takes into account a number of elements that could include a SWOT analysis, momentum, technical aspects or the sector backdrop. Every subsequent published update on the stock will feature an introduction outlining the key reasons behind the opinion.
NEUTRAL	Opinion recommending not to trade in a stock short-term, neither as a BUYER or a SELLER, due to a specific set of factors. This view is intended to be temporary. It may reflect different situations, but in particular those where a fair value shows no significant potential or where an upcoming binary event constitutes a high-risk that is difficult to quantify. Every subsequent published update on the stock will feature an introduction outlining the key reasons behind the opinion.
SELL	Negative opinion for a stock where we expect an unfavourable performance in absolute terms over a period of 6 months from the publication of a recommendation. This opinion is based not only on the FV (the potential downside based on valuation), but also takes into account a number of elements that could include a SWOT analysis, momentum, technical aspects or the sector backdrop. Every subsequent published update on the stock will feature an introduction outlining the key reasons behind the opinion.

Distribution of stock ratings

BUY ratings 56.8%

NEUTRAL ratings 33.8%

SELL ratings 9.5%

Research Disclosure Legend

1	Bryan Garnier shareholding in Issuer	Bryan Garnier & Co Limited or another company in its group (together, the “Bryan Garnier Group”) has a shareholding that, individually or combined, exceeds 5% of the paid up and issued share capital of a company that is the subject of this Report (the “Issuer”).	No
2	Issuer shareholding in Bryan Garnier	The Issuer has a shareholding that exceeds 5% of the paid up and issued share capital of one or more members of the Bryan Garnier Group.	No
3	Financial interest	A member of the Bryan Garnier Group holds one or more financial interests in relation to the Issuer which are significant in relation to this report	No
4	Market maker or liquidity provider	A member of the Bryan Garnier Group is a market maker or liquidity provider in the securities of the Issuer or in any related derivatives.	No
5	Lead/co-lead manager	In the past twelve months, a member of the Bryan Garnier Group has been lead manager or co-lead manager of one or more publicly disclosed offers of securities of the Issuer or in any related derivatives.	No
6	Investment banking agreement	A member of the Bryan Garnier Group is or has in the past twelve months been party to an agreement with the Issuer relating to the provision of investment banking services, or has in that period received payment or been promised payment in respect of such services.	No
7	Research agreement	A member of the Bryan Garnier Group is party to an agreement with the Issuer relating to the production of this Report.	No
8	Analyst receipt or purchase of shares in Issuer	The investment analyst or another person involved in the preparation of this Report has received or purchased shares of the Issuer prior to a public offering of those shares.	No
9	Remuneration of analyst	The remuneration of the investment analyst or other persons involved in the preparation of this Report is tied to investment banking transactions performed by the Bryan Garnier Group.	No
10	Corporate finance client	In the past twelve months a member of the Bryan Garnier Group has been remunerated for providing corporate finance services to the issuer or may expect to receive or intend to seek remuneration for corporate finance services from the Issuer in the next six months.	No
11	Analyst has short position	The investment analyst or another person involved in the preparation of this Report has a short position in the securities or derivatives of the Issuer.	No
12	Analyst has long position	The investment analyst or another person involved in the preparation of this Report has a long position in the securities or derivatives of the Issuer.	No
13	Bryan Garnier executive is an officer	A partner, director, officer, employee or agent of the Bryan Garnier Group, or a member of such person’s household, is a partner, director, officer or an employee of, or adviser to, the Issuer or one of its parents or subsidiaries. The name of such person or persons is disclosed above.	No
14	Analyst disclosure	The analyst hereby certifies that neither the views expressed in the research, nor the timing of the publication of the research has been influenced by any knowledge of clients positions and that the views expressed in the report accurately reflect his/her personal views about the investment and issuer to which the report relates and that no part of his/her remuneration was, is or will be, directly or indirectly, related to the specific recommendations or views expressed in the report.	Yes
15	Other disclosures	Other specific disclosures: Report sent to Issuer to verify factual accuracy (with the recommendation/rating, price target/spread and summary of conclusions removed).	No

Summary of Investment Research Conflict Management Policy is available www.bryangarnier.com



BRYAN, GARNIER & CO

London	Paris	New York	Munich	New Delhi
Beaufort House 15 St. Botolph Street London EC3A 7BB Tel: +44 (0) 207 332 2500 Fax: +44 (0) 207 332 2559 Authorised and regulated by the Financial Conduct Authority (FCA) and the Financial Conduct Authority (FCA) Autorité de Contrôle prudentiel et de resolution (ACPR)	26 Avenue des Champs Elysées 75008 Paris Tel: +33 (0) 1 56 68 75 00 Fax: +33 (0) 1 56 68 75 01 Regulated by the Financial Conduct Authority (FCA) and the Autorité de Contrôle prudentiel et de resolution (ACPR)	750 Lexington Avenue New York, NY 10022 Tel: +1 (0) 212 337 7000 Fax: +1 (0) 212 337 7002 FINRA and SIPC member	Widenmayerstrasse 29 80538 Munich Germany +49 89 2422 62 11	The Imperial Hotel Janpath New Delhi 110 001 Tel +91 11 4132 6062 +91 98 1111 5119 Fax +91 11 2621 9062 Geneva rue de Grenus 7 CP 2113 Genève 1, CH 1211 Tel +4122 731 3263 Fax +4122731 3243 Regulated by the FINMA

Important information

This document is classified under the FCA Handbook as being investment research (independent research). Bryan Garnier & Co Limited has in place the measures and arrangements required for investment research as set out in the FCA's Conduct of Business Sourcebook.

This report is prepared by Bryan Garnier & Co Limited, registered in England Number 03034095 and its MIFID branch registered in France Number 452 605 512. Bryan Garnier & Co Limited is authorised and regulated by the Financial Conduct Authority (Firm Reference Number 178733) and is a member of the London Stock Exchange. Registered address: Beaufort House 15 St. Botolph Street, London EC3A 7BB, United Kingdom

This Report is provided for information purposes only and does not constitute an offer, or a solicitation of an offer, to buy or sell relevant securities, including securities mentioned in this Report and options, warrants or rights to or interests in any such securities. This Report is for general circulation to clients of the Firm and as such is not, and should not be construed as, investment advice or a personal recommendation. No account is taken of the investment objectives, financial situation or particular needs of any person.

The information and opinions contained in this Report have been compiled from and are based upon generally available information which the Firm believes to be reliable but the accuracy of which cannot be guaranteed. All components and estimates given are statements of the Firm, or an associated company's, opinion only and no express representation or warranty is given or should be implied from such statements. All opinions expressed in this Report are subject to change without notice. To the fullest extent permitted by law neither the Firm nor any associated company accept any liability whatsoever for any direct or consequential loss arising from the use of this Report. Information may be available to the Firm and/or associated companies which are not reflected in this Report. The Firm or an associated company may have a consulting relationship with a company which is the subject of this Report.

This Report may not be reproduced, distributed or published by you for any purpose except with the Firm's prior written permission. The Firm reserves all rights in relation to this Report.

Past performance information contained in this Report is not an indication of future performance. The information in this report has not been audited or verified by an independent party and should not be seen as an indication of returns which might be received by investors. Similarly, where projections, forecasts, targeted or illustrative returns or related statements or expressions of opinion are given ("Forward Looking Information") they should not be regarded as a guarantee, prediction or definitive statement of fact or probability. Actual events and circumstances are difficult or impossible to predict and will differ from assumptions. A number of factors, in addition to the risk factors stated in this Report, could cause actual results to differ materially from those in any Forward Looking Information.

Disclosures specific to clients in the United Kingdom

This Report has not been approved by Bryan Garnier & Co Limited for the purposes of section 21 of the Financial Services and Markets Act 2000 because it is being distributed in the United Kingdom only to persons who have been classified by Bryan Garnier & Co Limited as professional clients or eligible counterparties. Any recipient who is not such a person should return the Report to Bryan Garnier & Co Limited immediately and should not rely on it for any purposes whatsoever.

Notice to US investors

This research report (the "Report") was prepared by Bryan Garnier & Co Limited for information purposes only. The Report is intended for distribution in the United States to "Major US Institutional Investors" as defined in SEC Rule 15a-6 and may not be furnished to any other person in the United States. Each Major US Institutional Investor which receives a copy of this Report by its acceptance hereof represents and agrees that it shall not distribute or provide this Report to any other person. Any US person that desires to effect transactions in any security discussed in this Report should call or write to our US affiliated broker, Bryan Garnier Securities, LLC, 750 Lexington Avenue, New York NY 10022. Telephone: 1-212-337-7000.

This Report is based on information obtained from sources that Bryan Garnier & Co Limited believes to be reliable and, to the best of its knowledge, contains no misleading, untrue or false statements but which it has not independently verified. Neither Bryan Garnier & Co Limited and/or Bryan Garnier Securities LLC make no guarantee, representation or warranty as to its accuracy or completeness. Expressions of opinion herein are subject to change without notice. This Report is not an offer to buy or sell any security.

Bryan Garnier Securities, LLC and/or its affiliate, Bryan Garnier & Co Limited may own more than 1% of the securities of the company(ies) which is (are) the subject matter of this Report, may act as a market maker in the securities of the company(ies) discussed herein, may manage or co-manage a public offering of securities for the subject company(ies), may sell such securities to or buy them from customers on a principal basis and may also perform or seek to perform investment banking services for the company(ies).

Bryan Garnier Securities, LLC and/or Bryan Garnier & Co Limited are unaware of any actual, material conflict of interest of the research analyst who prepared this Report and are also not aware that the research analyst knew or had reason to know of any actual, material conflict of interest at the time this Report is distributed or made available.