

Date de première diffusion : 30 mars 2016

Guillemot

Retrouve le chemin de la croissance rentable

Commentaires sur les résultats FY 2015

Au titre de l'exercice 2015, Guillemot a présenté des résultats supérieurs à nos attentes avec un ROP en amélioration à 2,9 M€ (vs. 1,7 M€ attendu). Sur la période, le groupe a maintenu un niveau de marge brute élevé (51,2 %). Malgré une hausse de +10 % des effectifs, le bon niveau de marge brute ainsi que la bonne maîtrise des charges externes a permis au groupe de retrouver le chemin de la croissance rentable. Le résultat net part du groupe ressort, quant à lui, à 7,0 M€. Hors impact de la revalorisation du portefeuille de VMP Ubisoft et Gameloft, le résultat net part du groupe s'affiche à 1,9 M€ (BPA de 0,13 € par titre).

2016, une année qui devrait une nouvelle fois profiter à Thrustmaster

En 2016, Thrustmaster devrait encore bénéficier de la bonne dynamique du marché du jeu vidéo dont la croissance mondiale globale devrait se maintenir au dessus des +10 % jusque 2017. En effet, grâce à son écosystème complet dédié à la simulation automobile, la marque se positionne comme le leader européen et nord américain du marché des volants. En 2016, la marque devrait ainsi bénéficier d'un parc de consoles installé en constante augmentation ainsi que d'un line-up conséquent. De plus, l'arrivée prochaine de la réalité virtuelle dans le jeu vidéo (en octobre pour Sony) constitue un vecteur de croissance non négligeable à moyen terme, les volants et joysticks devenant indispensables pour une immersion totale.

Concernant Hercules, le groupe pourrait retrouver un trend plus positif en 2016, après le recul d'activité observé en 2015, notamment grâce au nouveau positionnement des gammes WAE vers l'outdoor, avec en particulier des produits étanches, segment de marché moins concurrentiel que les enceintes sans fil classiques. Sur le DJing, le groupe compte sur ses capacités d'innovation afin de séduire de nouveaux DJ amateurs ou professionnels.

Guillemot estime que l'exercice 2016 réserve de nombreuses opportunités et prévoit ainsi de réaliser une nouvelle croissance de son chiffre d'affaires.

Une valorisation attrayante, Opinion Achat Fort confirmée

Pour l'exercice 2016, nous estimons que le groupe devrait être en mesure de poursuivre sa croissance et ce, bien que la base de comparaison soit exigeante. Nous sommes confiants dans les capacités du groupe de poursuivre sa croissance sur Thrustmaster, acteur désormais incontournable sur le marché des volants et des joysticks. Du point de vue de la rentabilité, nous estimons que le groupe est une nouvelle fois en mesure de dépasser son break-even.

Après mise à jour de notre modèle, auquel nous avons réintégré la valorisation par les comparables boursiers, la valorisation de Guillemot ressort désormais à 2,20 € par titre (vs. 2,10 €). Nous conservons notre Opinion Achat Fort.

Thomas DELHAYE

Analyste Financier
tdelhaye@genesta-finance.com
01.45.63.68.88

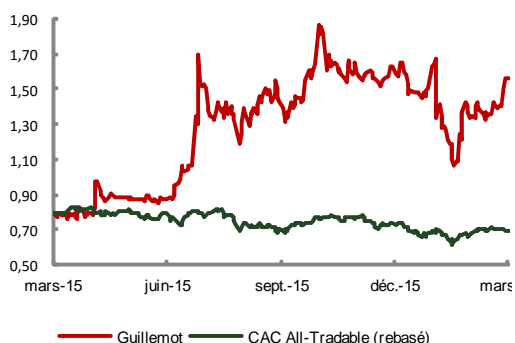
Opinion	1. Achat Fort
Cours (clôture au 29 mars 2016)	1,46 €
Objectif de cours	2,20 € (+50,9 %)

Données boursières

Code Reuters / Bloomberg	GTCN.PA / GUI:FP
Capitalisation boursière	21,9 M€
Valeur d'entreprise	28,0 M€
Flottant	5,30 M€ (24,2 %)
Nombre d'actions	15 004 736
Volume quotidien	46 264 €
Taux de rotation du capital (1 an)	54,70%
Plus Haut (52 sem.)	1,86 €
Plus Bas (52 sem.)	0,76 €

Performances

Absolute	1 mois	6 mois	12 mois
	+17,3 %	+19,1 %	+97,5 %



Actionnariat

Flottant : 24,2 % ; Guillemot Brothers : 67,1 % ;
Guillemot : 7,5 % ; Autocontrôle : 1,3 %

Agenda

Chiffre d'affaires T1 2016 publié le 18 avril 2016

Chiffres Clés

	2013	2014	2015	2016E	2017E
CA (M€)	43,7	40,3	65,8	73,6	75,8
Evolution (%)	-10,8%	-7,8%	63,2%	11,9%	2,9%
EBE (M€)	1,5	1,0	6,5	6,3	6,6
ROP (M€)	-2,4	-2,5	2,9	3,0	3,3
Marge op. (%)	-5,4%	-6,2%	4,4%	4,0%	4,3%
Res. Net. Pg (M€)*	-2,7	-2,9	1,9	2,3	2,5
Marge nette (%)*	-6,2%	-7,1%	2,9%	3,1%	3,3%
BPA*	-0,18	-0,19	0,13	0,15	0,17

Ratios

	2013	2014	2015	2016E	2017E
VE / CA	0,5	0,5	0,5	0,4	0,3
VE / EBE	13,5	22,5	4,7	4,3	3,7
VE / ROP	NS	NS	10,5	9,1	7,6
P / E*	NS	NS	13,0	9,6	8,7
Gearing (%)	47%	39%	24%	19%	10%
Dette nette / EBE	6,0	7,5	0,9	0,8	0,4
RCE (%)	-11%	-13%	15%	13%	14%

*Eléments retraités des plus/moins values latentes sur le portefeuille de titre Ubisoft et Gameloft

Genesta dispose du statut de Conseiller en Investissements Financiers et est membre de l'ACIFTE (Numéro ORIAS : 13000591).

Voir avertissements importants en fin de document. Pour plus d'informations sur Genesta et ses procédures internes, se référer au site Internet www.genesta-finance.com.

Présentation de la société

Acteur incontournable du marché des loisirs interactifs, avec 2 marques fortes : Hercules et Thrustmaster

Avec le rachat, en 1999, des deux sociétés américaines Hercules et Thrustmaster, Guillemot est rapidement devenu un acteur international de référence au sein de l'industrie des loisirs interactifs. La société axe sa stratégie de développement autour de ses deux marques fortes : d'une part, Hercules sur le segment des matériels et périphériques connectés, et d'autre part, Thrustmaster, sur le segment des accessoires de jeux vidéo pour PC et consoles (de salon et portables).

Un portefeuille équilibré et des gammes de produits étoffées

Au sein de chaque segment de son portefeuille d'activités, Guillemot a su développer de larges gammes de produits. Ainsi, Hercules propose une offre complète, sur 4 familles de produits : enceintes audio, webcams, musique numérique/DJing. Thrustmaster produit des accessoires de jeux vidéo, pour la plupart des plateformes de nouvelle génération, à destination des hardcore gamers mais également des casual gamers.

Une différenciation par la valeur ajoutée

Au sein d'une industrie très concurrentielle, Guillemot parvient à se démarquer par un positionnement qualité/prix attractif, un screening actif des attentes des consommateurs et une amélioration permanente de ses gammes, évoluant vers le haut. Ainsi, Guillemot adopte une stratégie de valeur ajoutée pour l'utilisateur final, avec un positionnement opportuniste, sur des segments ciblés et dynamiques. Le groupe concentre ses efforts sur les étapes clés de la chaîne de valeur : 1/ une activité soutenue de R&D, pour continuellement intégrer à ses produits des innovations technologiques ; 2/ un savoir-faire de sourcing en Asie éprouvé ; 3/ une maîtrise des process marketing et de promotion ; 4/ un réseau de distribution solide et internationalisé.

Méthode de valorisation

DCF

Suite à cette publication, nous conservons nos anticipations de croissance et de rentabilité à court et moyen termes. Ainsi, pour 2016, nous prévoyons un chiffre d'affaires de 73,6 M€ et un résultat opérationnel de 4,0 M€. Nous sommes confiants dans les capacités du groupe de poursuivre cette tendance dans les années à venir, et ce compte tenu des efforts que la société a déployés afin de développer ses gammes de produits et d'étendre son réseau de distribution à l'international.

L'actualisation des flux de trésorerie d'exploitation disponibles, avec un coût moyen pondéré des ressources de 11,5 %, valorise le titre à 2,25 € par action.

Comparables

Guillemot n'ayant pas de comparable direct en Europe, nous avons constitué notre échantillon de :

- 1) Bigben Interactive : société française dont le cœur de métier est la conception et la réalisation d'accessoires de jeu vidéo, afin d'apprécier l'activité de Thrustmaster.
- 2) Netgear : société également positionnée sur le segment des matériels et périphériques informatiques.
- 3) HF Company, société ayant de nombreuses similitudes avec Guillemot en termes de gestion des process opérationnels (conception de produits dont la fabrication est sous-traitée, implication croissante en R&D, etc.).

La valorisation par les comparables boursiers fait ressortir une valeur de 2,16 € par titre.

Notre objectif de cours, obtenu par la moyenne des méthodes DCF et Comparables Boursiers, ressort à 2,20 € par action.

SWOT

Forces

- Capitalisation sur deux marques fortes : Hercules & Thrustmaster
- Innovation technologique et savoir-faire de R&D importants
- Maîtrise des process marketing et de sourcing
- Référencement gratifiant par la presse spécialisée

Faiblesses

- Maillage géographique pouvant encore être amélioré
- En dehors de la valorisation de l'activité propre de Guillemot, une capitalisation boursière trop dépendante de l'évolution des cours de bourse des titres Ubisoft et Gameloft, détenus en portefeuille de VMP par Guillemot

Opportunités

- Potentiel significatif sur les produits audio wireless
- Segment DJing en constante progression, tiré par la convergence numérique
- Potentiel de croissance à l'international, notamment dans les pays émergents

Menaces

- Cyclicité du marché des jeux vidéo
- Maturité des segments Webcams sur lesquels le groupe est positionné

Synthèse et Opinion

2016, une année qui devrait une nouvelle fois profiter à Thrustmaster

En 2016, Thrustmaster devrait encore bénéficier de la bonne dynamique du marché du jeu vidéo dont la croissance mondiale globale devrait se maintenir au dessus des +10 % jusque 2017. En effet, grâce à son écosystème complet dédié à la simulation automobile, la marque se positionne comme le leader européen et nord américain du marché des volants. En 2016, la marque devrait ainsi bénéficier d'un parc de consoles installé en constante augmentation ainsi que d'un line-up conséquent. De plus, l'arrivée prochaine de la réalité virtuelle dans le jeu vidéo (en octobre pour Sony) constitue un vecteur de croissance non négligeable à moyen terme, les volants et joysticks devenant indispensables pour une immersion totale. Concernant Hercules, le groupe pourrait retrouver un trend plus positif en 2016, après le recul d'activité observé en 2015, notamment grâce au nouveau positionnement des gammes WAE vers l'outdoor, avec en particulier des produits étanches, segment de marché moins concurrentiel que les enceintes sans fil classiques. Sur le DJing, le groupe compte sur ses capacités d'innovation afin de séduire de nouveaux DJ amateurs ou professionnels. Guillemot estime que l'exercice 2016 réserve de nombreuses opportunités et prévoit ainsi de réaliser une nouvelle croissance de son chiffre d'affaires.

Une valorisation attrayante, Opinion Achat Fort confirmée

Pour l'exercice 2016, nous estimons que le groupe devrait être en mesure de poursuivre sa croissance et ce, bien que la base de comparaison soit exigeante. Nous sommes confiants dans les capacités du groupe de poursuivre sa croissance sur Thrustmaster, acteur désormais incontournable sur le marché des volants et des joysticks. Du point de vue de la rentabilité, nous estimons que le groupe est une nouvelle fois en mesure de dépasser son break-even.

Après mise à jour de notre modèle, auquel nous avons réintégré la valorisation par les comparables boursiers, la valorisation de Guillemot ressort désormais à 2,20 € par titre (vs. 2,10 €). Nous conservons notre Opinion Achat Fort.



Sommaire

1	Présentation de la société et commentaires sur les derniers résultats.....	4
1.1	Un positionnement qualitatif de niche	4
1.2	Commentaires sur les résultats FY 2015.....	6
1.3	Poursuite de la dynamique en 2016	7
2	Prévisions	8
2.1	Chiffre d'affaires et marges.....	8
3	Valorisation	9
3.1	DCF	9
3.2	Comparables	11
4	Synthèse des comptes	14
4.1	Compte de résultats simplifié	14
4.2	Bilan – principaux agrégats	14
4.3	Tableau des flux de trésorerie – principaux agrégats	14
4.4	Ratios financiers	15
5	Avertissements importants.....	16
5.1	Définition des opinions et objectifs de cours de Genesta Equity Research.....	16
5.2	Détection de conflits d'intérêts potentiels	16
5.3	Historique des opinions et objectifs de cours relatifs à la valeur au cours des 12 derniers mois	16
5.4	Répartition des opinions	16
5.5	Avertissement complémentaire	17

1 Présentation de la société et commentaires sur les derniers résultats

Guillemot Corporation est spécialisé dans la conception et la commercialisation de matériels et d'accessoires de loisirs interactifs pour PC et consoles de jeux vidéo. Les activités s'organisent autour des deux marques phares du groupe :

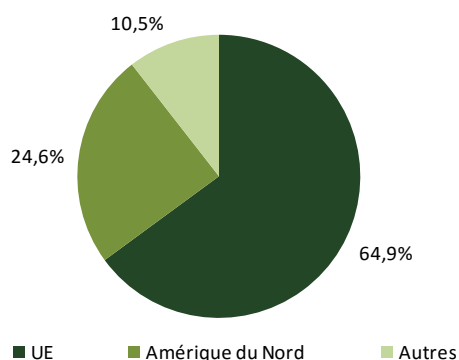
- **Hercules** : produits DJing et musique numérique (platines de mixage pour DJ amateurs et semi-professionnels sur PC et iPad / Android, casque DJ), Webcams, Enceintes sans fil pour smartphones et tablettes et Enceintes Multimédias (PC).

En 2015, ce pôle a représenté 16,0 % du chiffre d'affaires consolidé (vs. 30,5 % en 2014), en baisse dans le mix d'activités en raison notamment de la transition des activités de Hercules vers les produits audio outdoor et le DJing et de la forte croissance de Thrustmaster.

- **Thrustmaster** : accessoires pour PC et pour consoles de jeux vidéo, à destination des principales consoles de salon et portables du marché et plus spécifiquement sur les consoles de Sony (PS3 et PS4) et de Microsoft (Xbox 360 et Xbox One). Les principaux produits du groupe sont répartis dans 4 univers, à savoir les volants, les joysticks, les casques gaming et les gamepad.

Ce pôle a représenté 84,0 % des revenus totaux du groupe (vs. 69,5 % en 2014), le segment ayant connu un très fort rebond compte tenu de la sortie des consoles de nouvelle génération de Sony et Microsoft et de l'internationalisation de ses ventes, notamment aux Etats-Unis.

Ventilation du chiffre d'affaires 2015 par zone géographique



Source : Guillemot

1.1 Un positionnement qualitatif de niche

HERCULES : ERGONOMIE ET DESIGN

La marque Hercules regroupe l'ensemble de l'offre de produits multimédias développée par le groupe. Sur ce segment d'activité, Guillemot se positionne sur 4 familles de produits : 1/ DJing et musique numérique ; 2/ Webcams ; 3/ Enceintes sans fil pour smartphones et tablettes, principalement outdoor ; 4/ Enceintes multimédias.

Sur le secteur des matériels informatiques, des loisirs interactifs et devices connectés, secteur très concurrentiel, il convient de rappeler que le mix produits de Guillemot est diversifié, équilibré, mais surtout ciblé sur des niches de consommation dynamique ou à forte valeur ajoutée. La société adopte un positionnement de différenciation par la valeur d'usage, avec des produits sensiblement différents de ceux développés par ses plus grands concurrents internationaux (Bose/Altec Lansing sur l'audio.). Ainsi, Guillemot ne cherche pas nécessairement à couvrir l'ensemble de l'industrie des matériels technologiques grand public, mais s'attache à développer une gamme cohérente articulée autour de familles de produits spécifiques sur lesquels le groupe sait qu'il est en mesure de proposer une valeur ajoutée différenciée aux consommateurs. Le groupe est aujourd'hui particulièrement actif et novateur sur les devices connectés avec les enceintes sans fil dédiées à l'univers de la mobilité (gamme WAE) et les consoles de DJing DJControlWave et Universal DJ dédiées aux tablettes.

Ainsi, si les premiers produits développés par Guillemot couvrent principalement l'entrée et le milieu de gamme des segments adressés, et ce afin de pénétrer des marchés concurrentiels avec des offres compétitives et de qualité, la société a progressivement tendance à adopter, dans un second temps, une stratégie de remontée en gamme à mesure que sa courbe d'expérience augmente, afin de mieux cibler les attentes spécifiques des consommateurs et upgrader ainsi son offre.

La stratégie de Guillemot sur ses gammes Hercules suit en conséquence une démarche en deux temps :

1^{ère} étape : d'abord, au moment de pénétrer un nouveau segment de marché, l'adoption d'un positionnement d'entrée de gamme, avec des prix assez attractifs pour des produits de qualité, ayant pour objectif de développer rapidement et significativement les volumes de ventes et ainsi accroître sa notoriété auprès du grand public sur ses nouveaux produits ;

2^{ème} étape : ensuite, une fois cette reconnaissance acquise, l'élargissement des gammes du groupe via le développement de nouveaux produits plus aboutis et différenciés, dans une optique de diversification et de remontée progressive en gamme, et ce pour améliorer graduellement la rentabilité de chaque segment.

C'est notamment le cas pour l'offre de DJing, Hercules ayant dans un premier temps proposé des consoles d'entrée de gamme qui ont rapidement connu un réel succès et qui a permis à Hercules d'améliorer sa courbe d'expérience sur cette famille de produits. La société a ainsi pu travailler au lancement de nouvelles consoles, positionnées plus haut de gamme, possédant davantage de fonctionnalités et offrant des innovations fortes. Afin d'accompagner la montée en gamme de ses consoles, Hercules a également développé des accessoires de DJing, tels que des casques et des enceintes dédiées au mixage.

Désormais, le groupe cherche à se positionner sur de nouveaux marchés porteurs, à savoir les produits audio wireless, notamment outdoor, et de manière plus globale, les produits connectés aux Smartphones et aux tablettes.

Avec les produits WAE (Wireless Audio Experience), sa gamme d'enceintes sans fil pour Smartphones et tablettes, Guillemot se positionne sur un marché très dynamique (ce marché, en pleine croissance, a connu en France une progression, entre 2014 et 2015, de +39 % en valeur et de +52 % en volume), la demande de mobilité concernant les produits audio étant très forte de la part des consommateurs. Face à un marché relativement atomisé, Hercules a pris le parti de concentrer ses efforts sur le développement d'enceintes Outdoor, notamment dédiées à une utilisation sportive (BMX, roller, surf, SUP,...).

Guillemot souhaite dorénavant se positionner davantage sur les produits liés aux Smartphones et aux tablettes en capitalisant sur son savoir-faire historique sur les produits électroniques. Cette orientation stratégique nous paraît opportune dans un marché de plus en plus demandeur de mobilité.

L'un des atouts de Guillemot sur une industrie éminemment concurrentielle réside dans sa capacité à proposer une offre 1/ diversifiée, avec des produits d'entrée, de milieu, puis plus haut de gamme, afin de couvrir une large part de chacun des segments adressés ; 2/ techniquement qualitative et compétitive en termes de prix ; 3/ disposant d'atouts en matière d'ergonomie et de design importants ; et 4/ dont les fonctionnalités sont en pleine adéquation avec les attentes des utilisateurs (mobilité, simplicité d'installation et d'usage).

THRUSTMASTER : A LA POINTE DE L'EXPERIENCE DU JEU

Le positionnement adopté sur la gamme de produits développés sous la marque Thrustmaster, qui adresse le marché des accessoires de jeux vidéo, s'avère assez différente. En effet, Thrustmaster s'est développé à la fin des années 1990 et au début des années 2000, principalement sur le segment des gamers, avec une offre d'accessoires à la pointe de l'innovation technologique. Ainsi, la marque a progressivement gagné ses lettres de noblesse auprès des joueurs experts, notamment grâce à son partenariat avec Ferrari pour le développement sous licences de volants pour jeu de course, au travers de son offre complète et haut de gamme de joysticks (Hotas Warthog) et grâce au développement et à la commercialisation du volant haut de gamme T500 RS sous licences Sony et GranTurismo, volant devenu la référence de sa catégorie. L'expertise et la qualité reconnue des produits Thrustmaster permet aujourd'hui à la marque de bénéficier d'une forte reconnaissance auprès des consociers, Thrustmaster ayant développé de nombreux volants sous licences PS3 et désormais PS4 et Xbox One.

Guillemot a ainsi acquis ces dernières années une forte expérience des accessoires de jeux pour gamers, acteurs qui constituent une cible de clientèle très exigeante, incitant la société à continuellement investir en R&D et ainsi maintenir un niveau de savoir-faire très élevé. Thrustmaster dispose ainsi, depuis plusieurs années, d'une gamme d'accessoires de jeu diversifiée et haut de gamme, véritablement à la pointe de l'innovation technologique (volants, manettes, joysticks, simulateurs de vol, etc.).

Thrustmaster est aujourd'hui le numéro 1 des volants consoles en Europe et en Amérique du Nord avec une gamme complète de plus de 10 volants sur les support de jeu les plus répandus (PC, Xbox One et PS4) et ce, avec des gammes allant des produits d'entrée de gamme aux produits très haut de gamme.

1.2 Commentaires sur les résultats FY 2015

DOUBLEMENT DES VENTES DE THRUSTMASTER EN 2015

Sur l'ensemble de l'année 2015, les revenus s'établissent à 65,8 M€, en forte progression, de +63,0 % yoy. Dans le détail :

- Thrustmaster a porté la croissance du groupe sur 2015 en affichant un doublement de ses ventes pour atteindre 55,3 M€, soit 84 % des ventes du groupe. Cette performance a été possible grâce 1/ à la montée du parc de consoles installées et aux lancements de nombreux jeux de course, 2/ à l'élargissement des gammes et de l'écosystème Racing et 3/ au renforcement des forces commerciales, notamment en Amérique du Nord (les ventes hors France du groupe ont progressé de +70 % yoy en 2015) ;
- Hercules a, pour sa part, limité sa décroissance, avec un chiffre d'affaires de 10,5 M€, en recul de -15,0 % yoy. Malgré le renouvellement et la montée en gamme de ses produits DJ Grand Public et des haut-parleurs sans fil, ces derniers ne parviennent pas encore à compenser le recul des haut-parleurs multimédia. Face à un marché très concurrentiel sur les enceintes sans-fil Bluetooth classiques, Hercules a fait le choix stratégique d'orienter ses développements sur le segment de l'outdoor avec des produits spéciaux dédiés aux sport et sports extrêmes.

Ventilation du chiffre d'affaires par segment, en M€

En M€	FY 14	FY 15	var en %
Hercules	12,3	10,5	-15,0 %
Thrustmaster	28,0	55,3	+98,0 %
Total	40,3	65,8	+63,0 %

Source : Guillemot

RETOUR A LA RENTABILITE SUR L'ENSEMBLE DE L'EXERCICE

Au titre de l'exercice 2015, Guillemot a affiché des résultats meilleurs qu'attendu, marquant le retour à une activité profitable, avec un résultat opérationnel courant de 2,4 M€ (MOC de 3,7 %) et un résultat opérationnel de 2,9 M€ (MOP de 4,4 % yoy) après prise en compte de 0,5 M€ de Crédit Impôt Recherche.

Sur la période, la marge brute est restée élevée à 51,2 % et ce, malgré la hausse du coût des achats compte tenu de l'effet devises défavorables (remontée des prix de vente à partir du T2 2015). Ce maintien d'un niveau de marge élevé cumulé à une bonne maîtrise des charges externes (malgré une hausse de +10 % des effectifs et le maintien d'un niveau élevé de R&D) a ainsi permis de très nettement remonter la rentabilité du groupe.

Après un résultat financier positif de 4,9 M€ (lié à l'appréciation du portefeuille de VMP Ubisoft et Gameloft) et une charge d'impôts 0,8 M€, le résultat net part du groupe s'établit à 7,0 M€ (vs. -0,9 M€ en 2014). Retraité de la variation du portefeuille de VMP, le résultat net part du groupe ressort à 1,9 M€, soit un BPA de 0,13 € par action.

Au niveau bilanciel, la société dispose toujours d'une situation financière saine, avec des capitaux propres s'établissant au 31 décembre 2015 à 25,2 M€. A cette même date, Guillemot affiche un endettement net de 6,1 M€ (vs. 7,2 M€ au 31 décembre 2014), et ce sans prendre en compte les VMP sur les titres Ubisoft et Gameloft (12,2 M€ au 31 décembre 2015).

Afin de préparer les fêtes de fin d'année 2015 et le T1 2016, le groupe a particulièrement augmenté ses stocks sur la fin d'année afin de faire face le plus rapidement possible à la demande. Afin de financer sa croissance et les stocks, Guillemot a mis en place sur l'exercice 2015 un financement de 6,5 M€.

Compte de résultat consolidé au FY 2015, en M€

en M€	2014	2015	
Chiffre d'affaires	40,3	65,8	Croissance très soutenue grâce à Thrustmaster (+98,0 % yoy)
% évolution	-	63,3%	
Achats consommés	17,8	42,8	Maintien d'une marge brute élevée malgré l'effet devise
% du CA	44,3%	65,0%	
Variation des stocks de produits finis	-2,2	10,7	Stabilité des charges de personnel masquant une hausse de +10 % des effectifs
Marge brute	20,3	33,7	
% du CA	50,3%	51,2%	Niveau de charges évoluant bien moins vite que le niveau d'activité
Charges de personnel	7,1	7,1	
% du CA	17,5%	10,8%	Coût des licences Ferrari, Sony et Microsoft
Charges externes	9,8	14,5	
% du CA	24,4%	22,1%	Retour à une activité profitable sur l'ensemble de l'exercice
Impôts et taxes	0,3	0,3	
Autres produits et charges d'exploitation	-2,2	-5,1	Variation du portefeuille de VMP
EBE	0,9	6,5	
% du CA	2,3%	9,9%	
Dépréciation et amortissements	3,5	4,1	
Résultat opérationnel courant	-2,6	2,4	
% du CA	-6,3%	3,7%	
Autres produits et charges opérationnelles	0,0	0,5	
Résultat opérationnel	-2,6	2,9	
% du CA	-6,3%	4,5%	
Produits financiers	0,0	0,0	
Coût de l'endettement financier brut	0,2	0,2	
Coût de l'endettement financier net	-0,2	-0,2	
Autres produits et charges financiers	2,0	5,1	
Résultat financier	1,8	4,9	
Résultat avant impôts des sociétés consolidées	-0,8	7,9	
Impôts	0,1	0,8	
Résultat Net part du groupe	-0,9	7,0	

Source : Guillemot

1.3 Poursuite de la dynamique en 2016

Pour l'exercice 2016, Guillemot prévoit une nouvelle croissance de ses ventes tout en restant prudent sur le niveau d'activité. En effet, plusieurs facteurs pourront plus ou moins booster la croissance.

Toutefois, le marché adressable par le groupe devrait rester très bien orienté, notamment pour Thrustmaster. Dans le détail :

- Hercules, aidé par le repositionnement des gammes sur les marchés les plus porteurs et par la stratégie d'innovation, pourrait retrouver une certaine dynamique de croissance en 2016. Pour se faire, la marque pourra compter notamment sur 1/ son nouveau positionnement sur le marché du streaming audio dédié à l'outdoor avec le WAE Outdoor Rush (prix de l'innovation au CES 2016) ainsi que sur les produits existants (WAE Outdoor 04 Plus et 04 Plus Pack) et 2/ sa gamme de contrôleurs de DJing complète et innovante (notamment avec le Hercules P32 DJ) ;
- Thrustmaster devrait une nouvelle fois bénéficier d'un marché porteur, aidé par un parc installé de consoles de dernière génération en augmentation régulière et par un line-up riche en jeux de voiture et en simulation de combats aériens. Afin de répondre à ce marché porteur, Thrustmaster possède aujourd'hui une gamme complète et étendue de volants, allant de l'entrée de gamme (69,99 \$) au très haut de gamme (599,99 \$). La marque cherche aujourd'hui à développer les ventes additionnelles à ses volants en proposant notamment des bases de volants (volants en tant que tel vendus séparément), des pédales et des leviers de vitesse. Il en est de même pour les joysticks, notamment avec le Hotas Wartog, qui possède également un écosystème de produits additionnels. Enfin, le groupe se dit attentif aux opportunités qui pourraient se présenter autour du développement de la réalité virtuelle, notamment avec le PlayStation VR dont la sortie est prévue en octobre 2016.

Comme cela fut le cas en 2015, le groupe devrait, selon nous, poursuivre ses efforts visant à 1/ internationaliser ses ventes en renforçant son maillage territorial (exemple, ouverture d'une filiale commerciale à Shanghai au T3 2015), 2/ étendre son réseau de distribution à certaines enseignes de GSA et GMS pour les produits d'entrée de gamme et 3/ consolider la position de Thrustmaster au niveau mondial.

2 Prévisions

2.1 Chiffre d'affaires et marges

PERSPECTIVES 2016

Suite à cette bonne publication, nous conservons nos estimations à court et moyen termes, confiants dans les perspectives de croissance et de rentabilité en 2016. Bien que restant prudentes, nos estimations intègrent une base de comparaison devenant conséquente.

Pour 2016, nous anticipons ainsi un chiffre d'affaires de 73,6 M€ (+11,9 % yoy). Sur l'exercice suivant, nous anticipons un chiffre d'affaires plus prudent de 75,8 M€, en croissance de +2,9 %.

Du point de vue de la rentabilité, le groupe devrait être en mesure de poursuivre sa croissance rentable compte tenu 1/ de la bonne progression des revenus et 2/ de la bonne maîtrise des charges externes et de personnel. Ainsi, nous attendons un résultat opérationnel 2016 de 3,0 M€

Le résultat financier de Guillemot est, il convient de le rappeler, fortement dépendant de l'évolution des cours de bourse des valeurs Ubisoft et Gameloft détenues en portefeuille de VMP. Ainsi, compte tenu du caractère incertain de l'évolution des cours de bourse de ces valeurs dans le temps, nous ne prenons pas en compte dans notre modèle de prévisions les plus ou moins values latentes réalisées sur ce portefeuille de VMP. Toutefois, nous intégrons bien évidemment à la valorisation de Guillemot la valorisation du portefeuille de VMP (juste valeur des titres Ubisoft et Gameloft détenus en portefeuille à la date de la dernière publication par le groupe), et ce lors du calcul de notre valeur par action.

3 Valorisation

3.1 DCF

3.1.1 Détermination du taux d'actualisation

Le taux d'actualisation correspond au coût moyen entre le coût des fonds propres et le coût de la dette financière, et ce de manière pondérée en fonction de l'importance de ces deux ressources dans le financement global de la société. Le coût des fonds propres a été déterminé sur la base du modèle du CAPM auquel est intégrée une prime de risque Small Cap, selon la formule suivante :

$$\text{Coût des Fonds Propres} = R_f + \beta \cdot (R_m - R_f) + \text{Prime Small Caps}$$

avec R_f : taux sans risque
($R_m - R_f$) : prime de marché action

En effet, compte tenu de la taille de la société, nous affectons une prime de risque Small Caps au coût des fonds propres. La prime Small Caps est déterminée selon 6 critères, dont l'évaluation est factuelle et objective. L'échelle de notation pour chaque critère comporte 5 paliers allant de - à ++. Chaque franchissement de palier ajoute 20 points de base au coût des fonds propres.

Les critères sont appréciés de la façon suivante :

Critère	Echelle de notation				
	++	+	=	-	--
Gouvernance d'entreprise ¹	4	3	2	1	0
Liquidité ²	[66 % ; 100 %]	[33 % ; 66 %]	[15 % ; 33 %]	[5 % ; 15 %]	[0 % ; 5 %]
Taille du CA (M €)	[150 ; +∞[	[100 ; 150[	[50 ; 100[	[25 ; 50[	[0 ; 25[
Rentabilité opérationnelle	[25 % ; 100 %]	[15 % ; 25 %]	[8 % ; 15 %]	[3 % ; 8 %]	[0 % ; 3 %]
Gearing	] -∞ % ; -15 %]	] -15 % ; 15 %]	] 15 % ; 50 %]	] 50 % ; 80 %]	] 80 % ; +∞ %]
Risque Client ³	[0 % ; 10 %]	] 10 % ; 20 %]	] 20 % ; 30 %]	] 30 % ; 40 %]	] 40 % ; 100 %]

Dans le cas de Guillemot, nous obtenons la matrice suivante :

	++	+	=	-	--	Prime Small Caps
Gouvernance d'entreprise						1,00%
Liquidité						0,60%
Taille du CA						0,80%
Rentabilité opérationnelle						0,80%
Gearing						0,60%
Risque Client						0,60%
TOTAL						4,40%

Par conséquent, sur la base d'un taux sans risque de 0,70 % (moyenne à 3 mois de l'OAT TEC 10 – source Agence France Trésor), d'une prime de marché de 7,50 % (sources : Natixis Securities, estimation Genesta), d'un beta de la société de 0,85 (source Damodaran – janvier 2016), d'une prime de risque Small Caps de 4,40 % et d'un endettement net nul en raison de la comptabilisation du portefeuille de VMP, le taux d'actualisation s'élève à 11,48 %.

¹ La qualité de la gouvernance d'entreprise est évaluée selon les quatre critères suivants : séparation des fonctions de Présidence et de Direction Générale ou fonctionnement sur la base d'un Conseil de Surveillance et d'un Directoire ; présence de membres indépendants au sein du Conseil d'Administration ou du Conseil de Surveillance ; présence de censeurs ou d'organes de contrôle ; existence de comités spécialisés.

² Taux de rotation du capital au cours d'une année.

³ Part du chiffre d'affaires représentée par les 5 clients les plus importants.

Taux sans risque	Prime de marché	Beta	Prime Small Caps	Coût du capital	Coût de la dette	Levier financier	Taux d'impôts	WACC
0,70 %	7,50 %	0,85	4,40 %	11,48 %	NS	NS	33,30 %	11,48 %

Source : AFT, Natixis Securities, Damodaran, estimations Genesta

3.1.2 Calcul de FCF opérationnels

Avec un taux d'actualisation de 11,48 %, nous obtenons le tableau de flux de trésorerie disponible suivant (en M€) :

	2014	2015	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
Chiffre d'affaires	40,306	65,784	73,600	75,767	79,555	83,533	87,710	92,095	95,779	98,653	100,626
Excédent brut d'exploitation	0,954	6,528	6,274	6,643	6,842	7,047	7,259	7,477	7,626	7,779	7,934
Impôt	0,137	0,817	0,571	0,629	0,781	0,810	1,387	1,439	1,468	1,497	1,541
Investissements	2,090	2,829	2,797	2,879	2,989	3,102	3,220	3,342	3,469	3,601	3,738
Variation de BFR		0,963	0,671	0,319	0,500	0,517	0,543	0,570	0,479	0,374	0,256
FCF opérationnels		1,919	2,234	2,816	2,573	2,618	2,109	2,125	2,210	2,307	2,399
FCF opérationnels actualisés		1,919	2,004	2,266	1,857	1,695	1,225	1,108	1,033	0,967	0,902

Source : estimations Genesta

Sur la période post prévisionnelle, nous appliquons un taux de croissance à l'infini, en deux temps, et obtenons les prévisions suivantes (en M€) :

	Croissance des FCF	Valeur	%
Période 1-10 ans		14,977	59,1 %
Période 11-20 ans	3,0%	5,584	22,0 %
Taux de croissance à l'infini	2,0%	4,768	18,8 %
Total		25,330	100,0 %
dont valeur terminale		10,353	40,9 %

Source : estimations Genesta

Ainsi, la valorisation d'entreprise de Guillemot ressort à 25,330 M€.

3.1.3 Calcul de la valeur par action

La valeur des fonds propres par action est obtenue comme suit :

FCF actualisés (2015-2024)	14,977
+ Valeur terminale actualisée	10,353
+ Titres financiers	12,200
- Provisions	0,263
- Endettement financier net	6,100
- Minoritaires	0
+ Reports déficitaires actualisés	2,539
= Valeur des Capitaux Propres pg	33,706
Nombre d'actions	15,005
Valeur par action	2,25

Nous avons retenu les données financières publiées par la société au 31 décembre 2015 :

- Les titres financiers correspondent aux actifs financiers courants et non courants de la société et intègrent, en particulier, la valorisation des titres Ubisoft et Gameloft détenus au sein du portefeuille de VMP, pour 12,2 M€.

In fine, la méthode d'actualisation des flux de trésorerie disponibles (« Discounted Cash Flow ») fait ressortir une valeur par action de 2,25 € soit une potentielle appréciation de la valeur de +54,1 % par rapport au cours de clôture du 29 mars 2016 de 1,46 €.

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

		Taux de croissance à l'infini				
		1,0%	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%
CMPC	10,48%	2,32	2,34	2,35	2,38	2,40
	10,98%	2,26	2,28	2,30	2,32	2,34
	11,48%	2,21	2,23	2,25	2,27	2,29
	11,98%	2,16	2,18	2,20	2,21	2,23
	12,48%	2,12	2,13	2,15	2,16	2,18

3.2 Comparables

3.2.1 Choix des comparables

Guillemot ayant retrouvé un cycle de croissance rentable, nous réintégrons désormais la valorisation par comparables.

Guillemot conçoit et développe une gamme de produits de loisirs interactifs très étoffée qui s'articule autour : 1/ des matériels et périphériques informatiques, au travers de sa marque Hercules, et 2/ des accessoires PC et consoles de jeux vidéo via la marque Thrustmaster, ce qui lui confère un positionnement assez unique par rapport à des concurrents souvent spécialisés sur une gamme de produits voire quelques segments complémentaires. Guillemot se situe ainsi à la croisée de plusieurs environnements concurrentiels, et, en ce sens, ne dispose pas de comparable direct, à la fois en termes de taille et de positionnement, que ce soit en Europe ou aux Etats-Unis.

Afin d'apprécier l'activité de conception d'accessoires de jeu vidéo à destination des PC et consoles (salon/portables), nous avons retenu la société Bigben Interactive, société qui, malgré un positionnement plus marqué sur le segment du casual gaming, apparaît comme comparable pertinent de par sa taille, son expertise de conception d'accessoires ainsi que son savoir-faire de sourcing en Asie et de gestion des process marketing.

En ce qui concerne Hercules, nous avons choisi d'intégrer à notre échantillon plusieurs sociétés, de tailles diverses, afin de couvrir l'ensemble des segments adressés par Guillemot. Dans cette perspective, nous avons retenu les sociétés suivantes : Netgear et HF Company.

Ainsi, notre échantillon de comparables est composé de quatre sociétés : Bigben Interactive, Netgear et HF Company.

Bigben Interactive : Bigben Interactive, société française, figure parmi les leaders européens de la conception et de la distribution d'accessoires de jeux vidéo, et est un concurrent direct de Thrustmaster sur le marché européen. Les savoir-faire développés par les deux groupes sont les mêmes, à savoir : expertise dans la conception d'accessoires, savoir-faire de sourcing pour la fabrication des produits, maîtrise des process marketing, etc.

Netgear : Netgear est une société américaine qui conçoit, développe et commercialise des périphériques informatiques – routeurs, modems, cartes réseaux, clés Wifi, gamme CPL, etc. – à destination des particuliers et des PME. Ainsi, Netgear apparaît comme un concurrent direct de Guillemot sur plusieurs segments au sein de la gamme Hercules.

HF Company : HF Company est une société française spécialisée dans la conception et la commercialisation de produits recevant ou émettant des signaux haute fréquence, principalement à destination du grand public, mais aussi des professionnels. Le groupe adresse les marchés de la réception TV, du multimédia et du haut débit. L'offre comprend notamment des routeurs et modems Internet, des adaptateurs TNT, des boîtiers sans fil d'interconnexion entre appareils TV, des accessoires mobiles, des portiers vidéo, etc. Malgré un mix produits différent de la gamme développée sous la marque Hercules au sein de Guillemot, les deux sociétés s'avèrent assez comparables au niveau de leur gestion opérationnelle : elles interviennent toutes deux au niveau des étapes clés dans la chaîne de valeur – conception et développement des produits, marketing et commercialisation –, disposent du même savoir-faire de sourcing puisqu'elles sous-traitent la fabrication de leurs produits, investissent significativement en R&D, et commercialisent leurs produits auprès de la grande distribution comme auprès des grossistes et des magasins spécialisés.

Le tableau ci-dessous récapitule les principaux agrégats, en M€, des sociétés composant notre échantillon :

	CA 14	CA 15	CA 16	EBE 14	EBE 15	EBE 16	REX 14	REX 15	REX 16	RN 14	RN 15	RN 16
Bigben Interactive	184,856	198,000	209,400	13,273	14,400	16,700	4,943	6,700	9,500	-3,616	6,700	8,000
Netgear	1 146,360	1 197,909	1 131,006	112,560	130,565	133,869	25,828	113,533	116,749	7,229	69,488	77,055
HF Company	48,938	52,475	64,046	-0,380	2,899	4,681	-2,189	1,009	2,716	5,035	0,882	1,996

Source : Infinaicals au 29/03/2016

	Capitalisation	Dette nette	Minoritaires	VE
Bigben Interactive	63,002	39,517	0,000	102,519
Netgear	1 138,307	-211,524	0,000	926,782
HF Company	37,818	-28,102	0,050	9,766

Source : Infinaicals au 29/03/2016

3.2.2 Valorisation

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

	VE/CA 15	VE/CA 16	VE/ EBE 15	VE/ EBE 16	VE/REX 15	VE/REX 16	PE 15	PE 16
Bigben Interactive	0,52	0,49	7,12	6,14	15,30	10,79	9,40	7,88
Netgear	0,77	0,82	7,10	6,92	8,16	7,94	16,38	14,77
HF Company	0,19	0,15	3,37	2,09	NS	NS	NS	NS
Moyenne	0,49	0,49	5,86	5,05	11,73	9,36	12,89	11,32
Médiane	0,52	0,49	7,10	6,14	11,73	9,36	12,89	11,32

Le tableau ci-après montre les valorisations induites (en M€) pour Guillemot en fonction des multiples appliqués sur la base des valorisations actuelles affichées par les sociétés de l'échantillon.

	CA 15	CA 16	EBE 15	EBE 16	REX 15	REX 16	RN 15	RN 16
Guillemot	65,784	73,600	6,528	6,274	2,443	2,977	1,838	2,286
Valorisation induite	41,038	44,494	46,905	40,318	37,298	36,519	32,332	34,522
Valorisation moyenne (€/ action)	2,88		3,15		2,46		2,23	

Il convient de souligner que la valorisation induite de Guillemot est calculée sur la base des multiples présentés précédemment et intègre la valorisation au 31 décembre 2015 du portefeuille de VMP (titres Ubisoft et Gameloft détenus par le groupe) pour 12,2 M€, ainsi que les reports déficitaires actualisés de la société pour 2,5 M€.

Par ailleurs, compte tenu de la différence entre la capitalisation boursière moyenne des sociétés composant l'échantillon de comparables retenu et celle de Guillemot, nous appliquons une décote de taille, sur la base du modèle de Eric-Eugène Grena, présenté dans la note méthodologique ci-après, afin d'obtenir une valorisation plus pertinente du titre.

Appliquée à Guillemot, cette méthode nous amène à mettre en œuvre une décote de taille de -19,4 % aux résultats évoqués précédemment.

Capitalisation moyenne des comparables	413,0	M€
Capitalisation non corrigée de la société	45,3	M€
Rapport des capitalisations	11,0 %	
Décote à appliquer	-19,4 %	

Après décote, nous obtenons les valorisations suivantes :

Valorisation moyenne / action	2,32	2,54	1,98	1,80
Moyenne	2,16			

La méthode des comparables boursiers fait ressortir une valeur par action comprise entre 1,80 € et 2,54 € par titre, avec une moyenne de 2,16 €, soit une potentielle appréciation de la valeur de +47,9 % par rapport au cours de clôture du 29 mars 2016 de 1,46 €.

3.2.3 Méthodologie de la décote

Compte tenu de la différence éventuelle entre la capitalisation boursière moyenne des sociétés composant l'échantillon de comparables retenus et celle de la société à évaluer, Genesta applique une décote ou une prime, inspirée du modèle de Eric-Eugène Grena, afin d'obtenir une valorisation plus pertinente de la société.

Les travaux menés par Eric-Eugène Grena – membre de la SFAF, ancien responsable du bureau d'analyse financière de BNP Paribas et directeur associé de Clinvest – ont montré le risque qu'il existe à appliquer la méthode d'évaluation par les comparables boursiers sans tenir compte de l'existence d'écarts parfois non négligeables entre la taille de la société évaluée et celle des sociétés retenues comme référentiel boursier.

Il semble donc important de procéder à une correction en calculant, le cas échéant une décote ou une prime à appliquer à la société évaluée. L'étude réalisée sur un échantillon probant a révélé une décroissance des P/E avec la taille des sociétés de l'échantillon et que la correction à pratiquer doit être du même ordre de grandeur.

La démarche que Genesta adopte consiste à :

- 1) Calculer le rapport entre la capitalisation boursière de la société à évaluer et la capitalisation boursière moyenne du groupe de comparables ;
- 2) Appliquer, selon le ratio obtenu, la décote ou la prime selon l'abaque défini par les travaux d'Eric-Eugène Grena en prenant soin de pratiquer une extrapolation linéaire entre chaque palier ;
- 3) Impacter cette décote ou cette prime sur la valorisation de la société concernée et ainsi affiner la pertinence de la valorisation par les comparables.

Rapport des capitalisations	Ajustement à appliquer	
<2%	-40%	} Décote
2%	-34%	
5%	-26%	
10%	-20%	
20%	-14%	
30%	-10%	
40%	-7%	
50%	-5%	
60%	-4%	
80%	-2%	
100%	0%	} Prime
120%	2%	
140%	4%	
150%	5%	
160%	7%	
170%	10%	
180%	14%	
190%	20%	
195%	26%	
198%	34%	
>198%	40%	

4 Synthèse des comptes

4.1 Compte de résultats simplifié

Au 31/12 (en M€)	2011	2012	2013	2014	2015	2016E	2017E
Chiffre d'affaires	60,78	48,99	43,70	40,31	65,78	73,60	75,77
% évolution	0,5%	-19,4%	-10,8%	-7,8%	63,2%	11,9%	2,9%
% du CA	47,7%	44,3%	46,3%	50,3%	51,2%	47,2%	48,2%
Marge Brute*	29,01	21,69	20,24	20,29	33,66	34,74	36,52
% du CA	47,7%	44,3%	46,3%	50,3%	51,2%	47,2%	48,2%
Charges de personnel	9,18	7,42	6,98	7,08	7,13	8,31	8,87
% du CA	15,1%	15,1%	16,0%	17,6%	10,8%	11,3%	11,7%
Charges externes	14,69	13,31	9,82	9,80	14,54	14,64	15,47
% du CA	24,2%	27,2%	22,5%	24,3%	22,1%	19,9%	20,4%
Excédent brut d'exploitation	2,87	-0,58	1,50	0,95	6,53	6,27	6,64
% évolution	-30,8%	-20,2%	-357,7%	-36,2%	584,5%	-3,9%	5,9%
% du CA	4,7%	-1,2%	3,4%	2,4%	9,9%	8,5%	8,8%
Résultat opérationnel	0,30	-2,70	-2,35	-2,52	2,93	2,98	3,26
% évolution	-82,6%	-99,12%	-13,0%	7,0%	-216,3%	1,8%	9,6%
% du CA	0,5%	-5,5%	-5,4%	-6,2%	4,4%	4,0%	4,3%
Résultat financier	-0,16	0,78	-0,22	-0,20	-0,20	-0,12	-0,12
Résultat courant avant impôts	0,15	-1,92	-2,57	-2,72	2,73	2,86	3,14
Résultat Net part du groupe	-2,54	-0,26	-0,82	-0,90	7,04	2,29	2,51
% évolution	NS	NS	219,9%	9,1%	-886,1%	-67,5%	10,0%
% du CA	-4,2%	-0,5%	-1,9%	-2,2%	10,7%	3,1%	3,3%
Intérêts minoritaires	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Résultat Net part du groupe retraité	-0,03	-2,06	-2,71	-2,85	1,91	2,29	2,51
% du CA	0,0%	-4,2%	-6,2%	-7,1%	2,9%	3,1%	3,3%

Poursuite de la croissance en 2016, notamment grâce à la bonne dynamique de Thrustmaster

Retour progressif à la rentabilité effectif en 2015 grâce à la forte hausse d'activité et la bonne maîtrise des charges d'exploitation

Non prise en compte des gains/pertes latents sur le portefeuille de VMP

4.2 Bilan – principaux agrégats

Au 31/12 (en M€)	2011	2012	2013	2014	2015	2016E	2017E
Immobilisations incorporelles	4,54	6,45	7,26	6,92	7,08	7,50	7,50
Goodwill	0,89	0,89	0,89	0,89	0,89	0,89	0,89
Immobilisations corporelles	3,50	3,60	3,30	2,80	2,68	4,00	4,20
Immobilisations financières	0,36	0,25	0,38	0,42	0,46	0,25	0,25
BFR	8,96	11,54	10,34	7,89	8,85	9,52	9,84
% du CA	14,7%	23,5%	23,7%	19,6%	13,5%	12,9%	13,0%
Dettes financières	7,38	10,82	11,09	8,98	12,47	12,00	10,00
Trésorerie	6,28	3,20	2,14	1,79	6,37	6,89	7,05
Endettement net (hors VMP)	1,10	7,63	8,96	7,19	6,10	5,11	2,95

4.3 Tableau des flux de trésorerie – principaux agrégats

Au 31/12 (en M€)	2011	2012	2013	2014	2015	2016E	2017E
CAF	2,10	1,01	2,70	2,00	6,54	6,09	6,46
Investissements	1,13	1,83	2,55	1,53	2,83	2,80	2,88
% du CA	1,9%	3,7%	5,8%	3,8%	4,3%	3,8%	3,8%
Variation du BFR	-0,15	3,93	-1,24	-2,45	0,96	0,67	0,32
Flux de trésorerie d'exploitation net	1,12	-6,40	-1,06	2,92	2,75	2,62	3,26

CAPEX stables

4.4 Ratios financiers

Au 31/12 (en M€)	2011	2012	2013	2014	2015	2016E	2017E
Bénéfice net par action	-0,17	-0,14	-0,18	-0,19	0,13	0,15	0,17
% évolution	-405,0%	-13,9%	316%	5,4%	-166,9%	17%	10,0%
Capitalisation boursière	19,51	11,10	11,25	14,25	24,76	21,91	21,91
Valeur d'entreprise	20,61	18,73	20,21	21,44	30,86	27,02	24,86
P/E retraité	NS	NS	-4,16	-4,99	12,96	9,58	8,71
P/CF	0,34	0,04	0,09	0,07	0,23	0,21	0,23
Market to Book	0,96	0,56	0,59	0,78	0,98	0,80	0,73
VE / CA	0,34	0,38	0,46	0,53	0,47	0,37	0,33
VE / EBE	7,18	NS	13,51	22,48	4,73	4,31	3,74
VE / ROP	68,01	-6,94	-8,60	-8,52	10,55	9,07	7,62
EBE / CA	4,7%	-1,2%	3,4%	2,4%	9,9%	8,5%	8,8%
ROC / CA	0,5%	-5,5%	-5,4%	-6,2%	4,4%	4,0%	4,3%
ROP / CA	0,5%	-5,5%	-5,4%	-6,2%	4,4%	4,0%	4,3%
Résultat net / CA	-4,2%	-0,5%	-1,9%	-2,2%	10,7%	3,1%	3,3%
Gearing	5,4%	38,2%	46,9%	39,3%	24,2%	18,6%	9,8%
Capitaux engagés	18,24	22,72	22,18	18,92	19,96	22,16	22,68
RCE	1,7%	-11,9%	-10,6%	-13,3%	14,7%	13,4%	14,4%
Rentabilité des Fonds Propres	-12,5%	-1,3%	-4,3%	-4,9%	27,9%	8,3%	8,4%

Baisse du gearing

5 Avertissements importants

5.1 Définition des opinions et objectifs de cours de Genesta Equity Research

Les opinions mentionnées par Genesta Equity Research traduisent la performance absolue attendue, à un horizon compris entre 6 et 12 mois, pour chaque valeur considérée, et ce, en monnaie locale.

1. Achat fort	Le titre devrait réaliser une performance absolue supérieure à +25 %
2. Achat	Le titre devrait réaliser une performance absolue comprise entre +10 % et +25 %
3. Neutre	Le titre devrait évoluer entre +10 % et -10 %
4. Vente	Le titre devrait réaliser une contre performance absolue comprise entre -10 % et -25 %
5. Vente fort	Le titre devrait réaliser une contre performance absolue supérieure à -25 %

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

5.2 Détection de conflits d'intérêts potentiels

Participation de l'analyste, de Genesta et/ou de ses salariés au capital de l'émetteur	Participation de l'émetteur au capital de Genesta	Autres intérêts financiers importants entre l'émetteur et Genesta	Existence d'un contrat de teneur de marché ou d'apporteur de liquidité entre l'émetteur et Genesta	Rémunération de Genesta par l'émetteur au titre de l'établissement de la présente analyse financière	Rémunération de Genesta par l'émetteur au titre d'autres prestations que l'établissement de la présente analyse financière	Communication de l'analyse financière à l'émetteur préalablement à sa diffusion
Non	Non	Non	Non	Oui	Non	Non

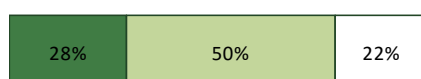
En qualité de Conseiller en Investissements Financiers, membre de l'ACIFTE, Association des Analystes Conseillers en Investissements Financiers, Genesta se réfère aux modalités administratives et organisationnelles définies par cette association pour son fonctionnement interne, en particulier dans le respect du Code de Bonne Conduite défini par l'ACIFTE et des Procédures prévues par l'ACIFTE en matière de gestion des conflits d'intérêts. Des procédures internes à Genesta définissent par ailleurs certains aspects complémentaires au fonctionnement des activités d'analyse financière. Des informations supplémentaires peuvent être obtenues sur simple demande écrite adressée à la société Genesta quant à ces règles de fonctionnement.

5.3 Historique des opinions et objectifs de cours relatifs à la valeur au cours des 12 derniers mois

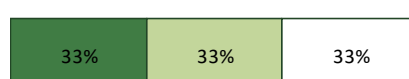
Date	Opinion	Objectif de cours
30 mars 2016	Etude Annuelle Achat Fort	2,20 €
1 ^{er} février 2016	Flash Valeur Achat Fort	2,10 €
2 novembre 2015	Flash Valeur Achat	2,10 €
28 septembre 2015	Etude Semestrielle Achat	1,60 €
27 juillet 2015	Flash Valeur Neutre	1,50 €
30 avril 2015	Flash Valeur Neutre	1,05 €

5.4 Répartition des opinions

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



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



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



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

5.5 Avertissement complémentaire

Les informations présentées dans les pages précédentes restent partielles. Elles ne peuvent être considérées comme ayant une valeur contractuelle.

Cette publication a été rédigée par Genesta et est délivrée à titre informatif. Elle ne constitue en aucun cas un ordre d'achat ou de vente de la (les) valeur(s) mobilière(s) qui y est (sont) mentionnée(s). Elle est destinée aux investisseurs professionnels et ne constitue en aucun cas une décision d'investissement. De ce fait, ni Genesta, ni ses dirigeants, ni ses employés ne peuvent être tenus responsables d'une quelconque décision d'investissement.

Les informations, estimations et commentaires exprimés dans cette étude proviennent de sources jugées dignes de foi. Toutefois, Genesta n'en garantit ni l'exactitude, ni l'exhaustivité, ni la fiabilité. Ainsi, sa responsabilité, ni celle de ses dirigeants, ni de ses employés, ne pourrait être engagée d'aucune manière à ce titre. Les opinions, appréciations, estimations et prévisions contenues dans cette publication reflètent le jugement de Genesta à la date mentionnée en première page du document, et peuvent ultérieurement faire l'objet de modifications ou d'abandons sans préavis, ni notification.

Cette publication ne peut être diffusée auprès de personnes soumises à certaines restrictions. Ainsi, en particulier, au Royaume-Uni, seules les personnes considérées comme 'personnes autorisées ou exemptées' selon le 'Financial Services Act 1986' du Royaume-Uni, ou tout règlement passé en vertu de celui-ci ou les personnes telles que décrites dans la section 11 (3) du 'Financial Services Act 1986 (Investment Advertisement) (Exemption) order 1997' peuvent avoir accès à la publication ci-présente. Celle-ci ne saurait être distribuée ou communiquée, directement ou indirectement, à tout autre type de personne. Toute personne qui viendrait à être en possession de cette publication doit s'informer et respecter de telles restrictions. De même, cette publication ne peut être diffusée aux Etats-Unis ni à ses ressortissants. La (les) valeur(s) mobilière(s) faisant l'objet de cette publication n'a (n'ont) pas été enregistrée(s) auprès de la Securities and Exchange Commission et envoyer cette étude à un résident des États-Unis est interdit.

Il est possible que Genesta ait conclu avec l'émetteur sur lequel porte l'analyse financière un contrat en vue de rédiger et diffuser une (ou plusieurs) publication(s), laquelle (lesquelles) a (ont) été relue(s) par celui-ci. Toutefois, le cas échéant, cette publication pourra être réalisée par Genesta de façon indépendante, conformément à la déontologie et aux règles de la profession.

Cette publication reste la propriété de Genesta et ne peut être reproduite ou diffusée sans autorisation préalable de Genesta.