

Date de première diffusion : 26 septembre 2016

Guillemot

Un S2 moins dynamique qu'attendu

Commentaires sur les résultats S1 2016

Au titre de l'exercice du S1 2016, Guillemot a présenté des résultats légèrement inférieurs à nos attentes avec un ROP de -3,2 M€ (ROP négatif conforme à la saisonnalité de l'activité). Afin de préparer la période de fin d'année et de présenter ses nouveaux produits, Guillemot a renforcé sensiblement ses investissements marketing et commerciaux sur le S1 (hausse globale des charges de +1,1 M€). Le résultat net part du groupe ressort, quant à lui, à -0,9 M€.

Report de Gran Turismo 7

Initialement prévue en 2016, la sortie de Gran Turismo 7 devait être un élément moteur pour la croissance de Guillemot en 2016. En effet, le groupe devait accompagner la sortie du jeu avec le lancement d'un volant très haut de gamme sous licence Gran Turismo.

Ce décalage ne permet plus ainsi à Guillemot d'attendre de la croissance en 2016, les revenus liés à la sortie du volant étant déterminant dans cet objectif. Le groupe s'attend désormais à réaliser un chiffre d'affaires 2016 supérieur à 60,0 M€ (vs. 65,8 M€ en 2015).

e-sport, un moteur de croissance

Depuis quelques années, l'e-sport tend à devenir une activité à part entière du jeu vidéo. Les revenus générés par l'e-sport devraient atteindre 463 M\$ en 2016 (source : NewZoo) et dépasser le milliard de dollar en 2019. De plus en plus d'éditeurs créent désormais des compétitions spécifiques richement dotées autour de leurs jeux. La forte croissance de l'e-sport ne bénéficie pas uniquement aux éditeurs mais profite également aux accessoiristes dont fait partie Thrustmaster avec ses volants et ses joysticks. Grâce à sa position d'acteur incontournable sur ces segments, la marque est aujourd'hui idéalement placée afin de profiter de la croissance de ce secteur demandeur d'accessoires de plus en plus performants et haut de gamme.

Opinion Achat Fort

Pour l'exercice 2016, nous estimons désormais que le groupe devrait être en mesure d'afficher un chiffre d'affaires de 62,1 M€ (-5,7 % yoy) pour un résultat opérationnel à l'équilibre. Nous sommes confiants dans les capacités du groupe de retrouver en 2017 sa dynamique de croissance, portée notamment par la sortie de Gran Turismo 7 et son nouveau volant haut de gamme sous licence GT.

Après mise à jour de notre modèle, la valorisation de Guillemot ressort désormais à 1,90 € par titre (vs. 2,10 €). Nous conservons notre Opinion Achat Fort.

Thomas DELHAYE

Analyste Financier
tdelhaye@genesta-finance.com
01.45.63.68.88

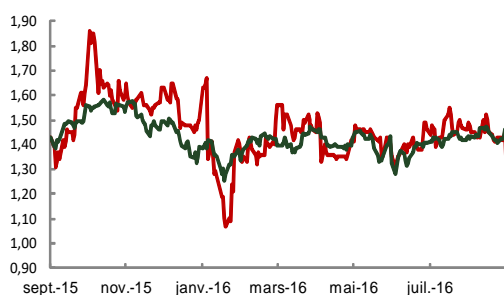
Opinion	1. Achat Fort
Cours (clôture au 26 sept 2016)	1,32 €
Objectif de cours	1,90 € (+44,3 %)

Données boursières

Code Reuters / Bloomberg	GTCN.PA / GUI:FP
Capitalisation boursière	19,8 M€
Valeur d'entreprise	25,9 M€
Flottant	4,79 M€ (24,2 %)
Nombre d'actions	15 004 736
Volume quotidien	29 233 €
Taux de rotation du capital (1 an)	38,23%
Plus Haut (52 sem.)	1,86 €
Plus Bas (52 sem.)	1,07 €

Performances

Absolute	1 mois	6 mois	12 mois
	-11 %	-9,6 %	-7,7 %



— Guillemot — CAC All-Tradable (rebasé)

Actionnariat

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

Agenda

Chiffre d'affaires T3 2016 publié le 27 octobre 2016

Chiffres Clés

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
CA (M€)	40,3	65,8	62,1	72,3	74,5
Evolution (%)	-7,8%	63,2%	-5,7%	16,5%	3,1%
EBE (M€)	1,0	6,5	2,9	5,7	6,4
ROP (M€)	-2,5	2,9	0,1	2,4	3,1
Marge op. (%)	-6,2%	4,4%	0,1%	3,4%	4,2%
Res. Net. Pg (M€)*	-2,9	1,9	0,0	1,8	2,4
Marge nette (%)*	-7,1%	2,9%	-0,1%	2,6%	3,2%
BPA*	-0,19	0,13	0,00	0,12	0,16

Ratios

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
VE / CA	0,5	0,5	0,4	0,3	0,3
VE / EBE	22,5	4,7	9,1	4,4	3,6
VE / ROP	NS	10,5	NS	10,3	7,4
P / E*	NS	13,0	NS	10,7	8,3
Gearing (%)	39%	24%	27%	19%	11%
Dette nette / EBE	7,5	0,9	2,3	0,9	0,5
RCE (%)	-13%	15%	0%	11%	9%

*Éléments retraités des plus/moins values latentes sur le portefeuille de titres

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 abaissons nos anticipations de croissance et de rentabilité pour 2016. Ainsi, nous prévoyons désormais un chiffre d'affaires de 62,1 M€ et un résultat opérationnel à l'équilibre. Nous sommes confiants dans les capacités du groupe de retrouver en 2017 sa dynamique de croissance rentable.

L'actualisation des flux de trésorerie d'exploitation disponibles, avec un coût moyen pondéré des ressources de 10,8 %, valorise le titre à 2,16 € 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 1,65 € par titre.

Notre objectif de cours, obtenu par la moyenne des méthodes DCF et Comparables Boursiers, ressort à 1,90 € 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

Report de Gran Turismo 7

Initialement prévue en 2016, la sortie de Gran Turismo 7 devait être un élément moteur pour la croissance de Guillemot en 2016. En effet, le groupe devait accompagner la sortie du jeu avec le lancement d'un volant très haut de gamme sous licence Gran Turismo. Ce décalage ne permet plus ainsi à Guillemot d'attendre de la croissance en 2016, les revenus liés à la sortie du volant étant déterminant dans cet objectif. Le groupe s'attend désormais à réaliser un chiffre d'affaires 2016 supérieur à 60,0 M€ (vs. 65,8 M€ en 2015).

e-sport, un moteur de croissance

Depuis quelques années l'e-sport tend à devenir une activité à part entière du jeu vidéo. Les revenus générés par l'e-sport devraient atteindre 463 M\$ en 2016 (source : NewZoo) et dépasser le milliard de dollar en 2019. De plus en plus d'éditeurs créent désormais des compétitions spécifiques richement dotées autour de leurs jeux. La forte croissance de l'e-sport ne bénéficie pas uniquement aux éditeurs mais profite également aux accessoiristes dont fait partie Thrustmaster avec ses volants et ses joysticks. Grâce à sa position d'acteur incontournable sur ces segments, la marque est aujourd'hui idéalement placée afin de profiter de la croissance de ce secteur demandeur d'accessoires de plus en plus performants et haut de gamme.

Opinion Achat Fort

Pour l'exercice 2016, nous estimons désormais que le groupe devrait être en mesure d'afficher un chiffre d'affaires de 62,1 M€ (-5,7 % yoy) pour un résultat opérationnel à l'équilibre. Nous sommes confiants dans les capacités du groupe de retrouver en 2017 sa dynamique de croissance, portée notamment par la sortie de Gran Turismo 7 et son nouveau volant haut de gamme sous licence GT.

Après mise à jour de notre modèle, la valorisation de Guillemot ressort désormais à 1,90 € 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 S1 2016.....	6
1.3	Perspectives S2 2016 : une fin d'exercice impactée par le report de Gran Turismo 7	7
1.3.1	Une fin d'année attendue dynamique... ..	7
1.3.2	...mais impactée par le report de la sortie de Gran Turismo 7	8
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 spécialisée 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 :

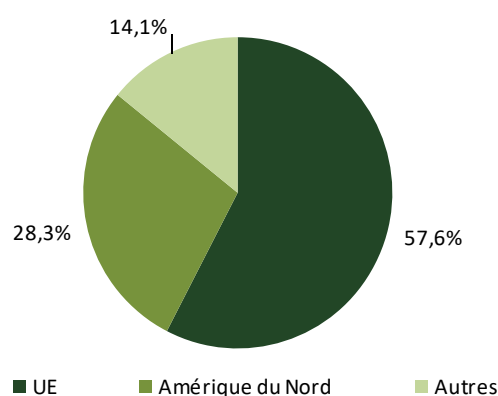
- **Hercules** : produits DJing et musique numérique (platines de mixage pour DJ amateurs et semi-professionnels sur PC et iPad / Android, casque DJ), Webcams, Enceintes sans fil pour smartphones et tablettes et Enceintes Multimédias (PC).

Au S1 2016, ce pôle a représenté 20,0 % du chiffre d'affaires consolidé (vs. 18,2 % au S1 2015), en légère croissance dans le mix d'activités grâce aux produits audio outdoor et de DJing.

- **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 80,0 % des revenus totaux du groupe au S1 2016 (vs. 81,8 % au S1 2016), le segment ayant connu un très fort rebond en 2016 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 S1 2016 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 pour 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 S1 2016

UNE BASE DE COMPARAISON DIFFICILE AU S1 2016

Au titre du S1 2016, Guillemot a publié un chiffre d'affaires de 20,5 M€, en repli de -4,6 % yoy. Dans le détail :

- Thrustmaster a marqué un recul de -6,3 % yoy, à 16,4 M€. Ce recul d'activité provient principalement d'une base de comparaison difficile, le S1 2015 ayant atteint un niveau de vente très important compte tenu d'une actualité riche dans le domaine des simulations de course en 2015. Il est toutefois important de noter que Thrustmaster a su conserver un bon niveau de vente malgré le manque de nouveauté éditoriale sur la période ;
- Hercules a affiché sur le S1 en hausse de +5,1 % yoy et ce, notamment grâce à un effet de base plus positif. La contribution d'Hercules reste toutefois encore peu significative, les deux gammes de produits (DJing et Audio outdoor) faisant face chacune à un environnement concurrentiel exigeant.

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

En M€	S1 2015	S2 2016	var en %
Hercules	3,9	4,1	+5,1%
Thrustmaster	17,5	16,4	-6,3%
Total	21,4	20,5	-4,6%

Source : Guillemot

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

Au titre du S1 2016, Guillemot a affiché des résultats légèrement inférieurs à nos attentes, avec un résultat opérationnel courant de -3,2 M€ (ROC négatif conformément à la saisonnalité de l'activité) et un résultat opérationnel identique.

Sur la période, la marge brute est restée élevée à 50,4 %. Néanmoins, les charges externes et de personnel ont significativement augmenté (charges externes +21,1 % yoy ; charges de personnel +18,6 % yoy) compte tenu des efforts consentis, notamment en marketing (salons internationaux) et commerciaux.

Après un résultat financier positif de 2,8 M€ (lié à l'appréciation du portefeuille de VMP Ubisoft et à la cession du reliquat des titres Gameloft) et une charge d'impôts 0,5 M€, le résultat net part du groupe s'établit à -0,9 M€ (vs.-1,2 M€ au S1 2015).

Au niveau bilanciel, la société dispose toujours d'une situation financière saine, avec des capitaux propres s'établissant au 30 juin 2016 à 24,5 M€. A cette même date, Guillemot affiche un endettement net de 13,1 M€ (vs. 6,1 M€ au 31 décembre 2015), et ce sans prendre en compte les VMP sur les titres Ubisoft (14,7 M€ au 30 juin 2016). Ce niveau élevé d'endettement correspond principalement à un BFR en hausse, en ligne avec les stocks dédiés à la préparation de la période de fin d'année et à un stock élevé de composants en vue de la production prochaine des nouveaux produits (notamment le nouveau volant haut de gamme sous licence Gran Turismo).

Compte de résultat consolidé S1 2016, en M€

en M€	S1 2015	S1 2016	
Chiffre d'affaires	21,4	20,5	
% évolution	-	-4,6%	Retrait de l'activité sur le S1 en raison notamment d'une base de comparaison difficile chez Thrustmaster
Achats consommés	14,7	9,8	
% du CA	68,7%	47,9%	
Variation des stocks de produits finis	4,3	-0,4	
Marge brute	11,0	10,3	Maintien d'une marge brute élevée
% du CA	51,4%	50,4%	
Charges de personnel	3,7	4,3	Augmentation des charges externes et de personnel compte tenu des efforts marketing et commerciaux
% du CA	17,1%	21,2%	
Charges externes	5,5	6,6	
% du CA	25,5%	32,3%	
Impôts et taxes	0,2	0,2	
Autres produits et charges d'exploitation	-1,4	-0,8	
EBE	0,3	-1,7	
% du CA	1,2%	-8,3%	
Dépréciation et amortissements	1,7	1,5	
Résultat opérationnel courant	-1,4	-3,2	
% du CA	-6,5%	-15,6%	
Autres produits et charges opérationnelles	0,0	0,0	
Résultat opérationnel	-1,4	-3,2	
% du CA	-6,5%	-15,6%	
Produits financiers	0,0	0,0	
Coût de l'endettement financier brut	0,1	0,1	
Coût de l'endettement financier net	-0,1	-0,1	
Autres produits et charges financiers	0,3	2,9	
Résultat financier	0,2	2,8	Variation du portefeuille de VMP
Résultat avant impôts des sociétés consolidées	-1,2	-0,4	
Impôts	0,0	0,5	
Résultat Net part du groupe	-1,2	-0,9	

Source : Guillemot

1.3 Perspectives S2 2016 : une fin d'exercice impactée par le report de Gran Turismo 7

1.3.1 Une fin d'année qui devrait rester dynamique...

Sur le marché des consoles, la fin d'exercice devrait se révéler dynamique en raison 1/ de la sortie des nouvelles consoles Xbox One S de Microsoft et des consoles PS4 Slim et PS4 Pro de Sony (accompagnées de la sortie du casque de réalité virtuelle PlayStation VR) et 2/ d'un line-up de jeux de course significatif (WRC 6, Forza Horizon 3, Drive Club de Sony sur PlayStation VR).

Ainsi, Thrustmaster devrait toujours bénéficier d'un marché porteur, aidé par un parc installé de consoles de dernière génération en augmentation régulière. La marque a ainsi étendu ses gammes en lançant le volant TMX pour la Xbox One (version complétée par la sortie prochaine du TMX Pro en série limitée pour certains clients). Les joysticks ne sont pas en reste avec notamment une nouvelle gamme complète d'accessoires PC (palonnier, manette de gaz et joysticks) dédiée à la simulation aérienne (T16000M FCS HOTAS, TFRP et T16000M FCS).

Même si nous n'anticipons pas de croissance pour Thrustmaster en 2016 compte tenu de l'effet de base important, nous estimons que la marque devrait maintenir un niveau d'activités significatif.

Sur ses gammes Hercules, le groupe va compléter de nouveau son offre avec notamment 1/ en Djing le nouveau DJControl Instinct P8 (sortie en septembre) et pouvoir compter sur le contrôleur lancé au printemps P32 DJ (contrôleur ayant décroché le prix du meilleur produit à moins de 600 \$ par DJ Mag Tech Award) et 2/ sur les haut-parleurs sans fil avec un nouveau produit outdoor résistant à l'eau qui pourra accompagner le nouvel iPhone 7.

Sur Hercules, le contexte concurrentiel sur chacune des activités devrait rester très exigeant, toutefois les innovations apportées par la marque sur ses produits devraient leur conférer de bonnes places en linéaires.

1.3.2 ...mais impactée par le report de la sortie de Gran Turismo 7

Malgré un environnement de marché plutôt positif pour Thrustmaster, le second semestre devrait être impacté par le report en 2017 (sans date précise) du célèbre jeu vidéo Gran Turismo 7 (mauvaises critiques lors de la présentation du jeu poussant l'éditeur à l'améliorer avant de le sortir).

En effet, Thrustmaster, partenaire officiel du jeu, devait initialement sortir un nouveau volant très haut de gamme afin d'accompagner sa sortie. Le report de la commercialisation du jeu, et de ce fait du nouveau volant, devrait ainsi représenter un manque à gagner significatif sur la fin d'exercice (plusieurs millions d'euros de revenus selon nous).

Compte tenu de ce report, Guillemot a été contraint de revoir sa guidance de revenus, le groupe n'anticipant désormais plus un exercice en croissance mais prévoyant aujourd'hui de réaliser un chiffre d'affaires supérieur à 60,0 M€ (pour rappel le chiffre d'affaires 2015 était de 65,8 M€).

2 Prévisions

2.1 Chiffre d'affaires et marges

PERSPECTIVES POUR LA FIN D'EXERCICE

Suite à cette publication et à la baisse de la guidance, nous abaissons notre estimation de revenus pour 2016 et considérons qu'une partie du chiffre d'affaires lié à la sortie de Gran Turismo devrait désormais être réalisé en 2017.

Pour 2016, nous anticipons désormais ainsi un chiffre d'affaires de 62,1 M€ (-5,7 % yoy). Sur l'exercice suivant, nous anticipons un chiffre d'affaires de 72,3 M€, en croissance de +16,5 %.

Du point de vue de la rentabilité, le recul des revenus anticipé en 2016 devrait pénaliser la rentabilité de l'ensemble de l'exercice. Néanmoins, nous estimons que Guillemot devrait atteindre son point mort et attendons un ROP de 0,1 M€.

Le résultat financier de Guillemot est, il convient de le rappeler, fortement dépendant de l'évolution des cours de bourse de la valeur Ubisoft détenues en portefeuille de VMP. Ainsi, compte tenu du caractère incertain de l'évolution des cours de bourse de cette valeur 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 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						0,60%
Rentabilité opérationnelle						0,80%
Gearing						0,60%
Risque Client						0,60%
TOTAL						4,20%

Par conséquent, sur la base d'un taux sans risque de 0,20 % (moyenne à 3 mois de l'OAT TEC 10 – source Agence France Trésor), d'une prime de marché de 7,89 % (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 4,20 % et d'un endettement net nul en raison de la comptabilisation du portefeuille de VMP, le taux d'actualisation s'élève à 10,78 %.

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
0,20 %	7,89 %	0,85	4,20 %	10,78 %	NS	NS	33,30 %	10,78 %

Source : AFT, Natixis Securities, Damodaran, estimations Genesta

3.1.2 Calcul de FCF opérationnels

Avec un taux d'actualisation de 10,78 %, nous obtenons le tableau de flux de trésorerie disponible suivant (en M€) :

	2015	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
Chiffre d'affaires	65,784	62,065	72,298	74,542	78,269	82,182	86,292	90,606	95,136	98,942	101,910
Excédent brut d'exploitation	6,528	2,936	5,677	6,448	6,706	6,974	7,253	7,543	7,845	8,002	8,162
Impôt	0,137	0,817	-0,008	0,462	0,763	0,805	1,402	1,477	1,557	1,588	1,634
Investissements	2,829	2,358	2,747	2,833	2,940	3,052	3,168	3,288	3,413	3,543	3,678
Variation de BFR		0,963	0,024	0,167	0,615	0,509	0,534	0,561	0,589	0,495	0,386
FCF opérationnels		-1,202	2,914	2,986	2,388	2,608	2,149	2,217	2,286	2,376	2,464
FCF opérationnels actualisés		-1,147	2,510	2,322	1,676	1,653	1,230	1,145	1,066	1,000	0,936

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		12,390	51,6 %
Période 11-20 ans	3,0%	6,170	25,7 %
Taux de croissance à l'infini	2,0%	5,467	22,8 %
Total		24,027	100,0 %
dont valeur terminale		11,637	48,4 %

Source : estimations Genesta

Ainsi, la valorisation d'entreprise de Guillemot ressort à 24,27 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)	12,390
+ Valeur terminale actualisée	11,637
+ Titres financiers	12,200
- Provisions	0,263
- Endettement financier net	6,100
- Minoritaires	0
+ Reports déficitaires actualisés	2,486
= Valeur des Capitaux Propres pg	32,349
Nombre d'actions	15,005
Valeur par action	2,16

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 2,16 € soit une potentielle appréciation de la valeur de +63,3 % par rapport au cours de clôture du 26 septembre 2016 de 1,32 €.

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	9,78%	2,24	2,26	2,28	2,31	2,34
	10,28%	2,17	2,19	2,22	2,24	2,27
	10,78%	2,12	2,13	2,16	2,18	2,21
	11,28%	2,06	2,08	2,10	2,12	2,15
	11,78%	2,00	2,02	2,04	2,06	2,09

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 trois 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 15	CA 16	CA 17	EBE 15	EBE 16	EBE 17	REX 15	REX 16	REX 17	RN 15	RN 16	RN 17
Bigben Interactive	202,216	209,100	223,000	15,345	20,850	26,000	6,187	10,700	15,400	3,898	6,700	10,100
Netgear	1197,914	1154,779	1203,479	108,745	145,922	160,698	78,724	130,584	140,611	44,745	88,365	94,381
HF Company	52,983	72,922	75,004	2,541	5,221	6,399	1,085	3,179	4,255	1,074	2,321	3,063

Source : Infinancials

	Capitalisation	Dette nette	Minoritaires	VE
Bigben Interactive	96,199	39,517	0,000	135,716
Netgear	1736,689	-211,524	0,000	1525,165
HF Company	47,732	-28,102	0,050	19,680

Source : Infinancials

3.2.2 Valorisation

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

	VE/CA 16	VE/CA 17	VE/ EBE 16	VE/ EBE 17	VE/REX 16	VE/REX 17	PE 16	PE 17
Bigben Interactive	0,65	0,61	6,51	5,22	12,68	8,81	14,36	9,52
Netgear	1,32	1,27	10,45	9,49	11,68	10,85	19,65	18,40
HF Company	0,27	0,26	3,77	3,08	6,19	4,62	20,56	15,58
Moyenne	0,75	0,71	6,91	5,93	10,18	8,09	18,19	14,50
Médiane	0,65	0,61	6,51	5,22	11,68	8,81	19,65	15,58

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 16	CA 17	EBE 16	EBE 17	REX 16	REX 17	RN 16	RN 17
Guillemot	62,065	72,298	2,936	5,677	0,078	2,430	-0,034	1,848
Valorisation induite	54,974	60,170	28,930	42,299	9,432	28,310	8,026	35,440
	48,922	52,639	27,752	38,274	9,549	30,055	7,977	37,434
Valorisation moyenne (€/ action)	3,61		2,29		1,29		1,48	

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 -23,5 % aux résultats évoqués précédemment.

Capitalisation moyenne des comparables	626,9	M€
Capitalisation non corrigée de la société	44,2	M€
Rapport des capitalisations	7,1 %	
Décote à appliquer	-23,5 %	

Après décote, nous obtenons les valorisations suivantes :

Valorisation moyenne / action	2,76	1,75	0,99	1,13
Moyenne	1,65			

La méthode des comparables boursiers fait ressortir une valeur par action comprise entre 1,80 € et 2,54 € par titre, avec une moyenne de 1,65 €, soit une potentielle appréciation de la valeur de +25,3 % par rapport au cours de clôture du 26 septembre 2016 de 1,32 €.

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€)	2012	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
Chiffre d'affaires	48,99	43,70	40,31	65,78	62,06	72,30	74,54
%évolution	-19,4%	-10,8%	-7,8%	63,2%	-5,7%	16,5%	3,1%
%du CA	44,3%	46,3%	50,3%	51,2%	50,0%	49,0%	48,8%
Marge Brute*	21,69	20,24	20,29	33,66	31,03	35,43	36,38
%du CA	44,3%	46,3%	50,3%	51,2%	50,0%	49,0%	48,8%
Charges de personnel	7,42	6,98	7,08	7,13	8,31	8,87	8,97
%du CA	15,1%	16,0%	17,6%	10,8%	13,4%	12,3%	12,0%
Charges externes	13,31	9,82	9,80	14,54	14,35	15,37	15,44
%du CA	27,2%	22,5%	24,3%	22,1%	23,1%	21,3%	20,7%
Excédent brut d'exploitation	-0,58	1,50	0,95	6,53	2,94	5,68	6,45
%évolution	-120,2%	-357,7%	-36,2%	584,5%	-55,0%	93,3%	13,6%
%du CA	-1,2%	3,4%	2,4%	9,9%	4,7%	7,9%	8,7%
Résultat opérationnel	-2,70	-2,35	-2,52	2,93	0,08	2,43	3,12
%évolution	-99,12%	-13,0%	7,0%	-216,3%	-97,3%	3021,1%	28,2%
%du CA	-5,5%	-5,4%	-6,2%	4,4%	0,1%	3,4%	4,2%
Résultat financier	0,78	-0,22	-0,20	-0,20	-0,12	-0,12	-0,12
Résultat courant avant impôts	-1,92	-2,57	-2,72	2,73	-0,04	2,31	3,00
Résultat Net part du groupe	-0,26	-0,82	-0,90	7,04	-0,03	1,85	2,40
%évolution	NS	218,9%	9,1%	-886,1%	-100,5%	-5581,6%	29,7%
%du CA	-0,5%	-1,9%	-2,2%	10,7%	-0,1%	2,6%	3,2%
Intérêts minoritaires	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Résultat Net part du groupe retraité	-2,06	-2,71	-2,85	1,91	-0,03	1,85	2,40
%du CA	-4,2%	-6,2%	-7,1%	2,9%	-0,1%	2,6%	3,2%

Retour à la croissance prévu en 2017 grâce notamment à la sortie du volant sous licence Gran Turismo

Retour progressif à la rentabilité en 2017 grâce à la forte hausse d'activité attendue 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€)	2012	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
Immobilisations incorporelles	6,45	7,26	6,92	7,08	7,50	7,50	7,50
Goodwill	0,89	0,89	0,89	0,89	0,89	0,89	0,89
Immobilisations corporelles	3,60	3,30	2,80	2,68	4,00	4,20	4,20
Immobilisations financières	0,25	0,38	0,42	0,46	0,25	0,25	0,25
BFR	11,54	10,34	7,89	8,85	8,88	9,04	9,56
%du CA	23,5%	23,7%	19,6%	13,5%	14,3%	12,5%	12,8%
Dettes financières	10,82	11,09	8,98	12,47	12,00	10,00	9,00
Trésorerie	3,20	2,14	1,79	6,37	5,22	4,86	5,74
Endettement net (hors VMP)	7,63	8,96	7,19	6,10	6,78	5,14	3,26

4.3 Tableau des flux de trésorerie – principaux agrégats

Au 31/12 (en M€)	2012	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
CAF	1,01	2,70	2,00	6,54	3,33	5,66	6,32
Investissements	1,83	2,55	1,53	2,83	2,36	2,75	2,83
%du CA	3,7%	5,8%	3,8%	4,3%	3,8%	3,8%	3,8%
Variation du BFR	3,93	-1,24	-2,45	0,96	0,02	0,17	0,52
Flux de trésorerie d'exploitation net	-6,40	-1,06	2,92	2,75	0,95	2,74	2,97

CAPEX stables

4.4 Ratios financiers

Au 31/12 (en M€)	2012	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
Bénéfice net par action	-0,14	-0,18	-0,19	0,13	0,00	0,12	0,16
%évolution	-18,9%	31,6%	5,4%	-166,9%	-10,18%	-558,16%	29,7%
Capitalisation boursière	11,10	11,25	14,25	24,76	19,81	19,81	19,81
Valeur d'entreprise	18,73	20,21	21,44	30,86	26,59	24,94	23,07
P/E retraité	NS	-4,16	-4,99	12,96	-587,48	10,72	8,27
P/CF	0,04	0,09	0,07	0,23	0,12	0,20	0,22
Market to Book	0,56	0,59	0,78	0,98	0,79	0,73	0,67
VE / CA	0,38	0,46	0,53	0,47	0,43	0,35	0,31
VE / EBE	NS	13,51	22,48	4,73	9,05	4,39	3,58
VE / ROP	-6,94	-8,60	-8,52	10,55	341,49	10,26	7,41
EBE / CA	-1,2%	3,4%	2,4%	9,9%	4,7%	7,9%	8,7%
ROC / CA	-5,5%	-5,4%	-6,2%	4,4%	0,1%	3,4%	4,2%
ROP / CA	-5,5%	-5,4%	-6,2%	4,4%	0,1%	3,4%	4,2%
Résultat net / CA	-0,5%	-1,9%	-2,2%	10,7%	-0,1%	2,6%	3,2%
Gearing	38,2%	46,9%	39,3%	24,2%	26,9%	19,0%	11,1%
Capitaux engagés	22,72	22,18	18,92	19,96	21,51	21,88	22,40
RCE	-11,9%	-10,6%	-13,3%	14,7%	0,4%	11,1%	9,4%
Rentabilité des Fonds Propres	-1,3%	-4,3%	-4,9%	27,9%	-0,1%	6,8%	8,1%

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

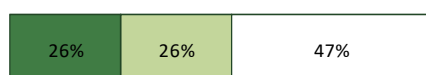
En qualité de Conseiller en Investissements Financiers, membre de l'ACIFTE, Association des Analystes Conseillers en Investissements Financiers, Genesta se réfère aux modalités administratives et organisationnelles définies par cette association pour son fonctionnement interne, en particulier dans le 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

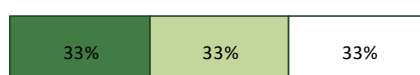
Date	Opinion	Objectif de cours
26 septembre 2016	Flash Valeur Achat Fort	1,90 €
1 août 2016	Flash Valeur Achat Fort	2,10 €
2 mai 2016	Flash Valeur Achat Fort	2,20 €
30 mars 2016	Etude Annuelle Achat Fort	2,20 €
1 ^{er} février 2016	Flash Valeur Achat Fort	2,10 €
2 novembre 2015	Flash Valeur Achat	2,10 €

5.4 Répartition des opinions

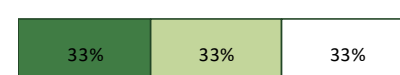
Répartition des opinions sur l'ensemble des valeurs suivies par Genesta



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.