

Date de première diffusion : 22 mars 2018

# Guillemot

## Une année 2017 record

### Commentaires sur les résultats FY 2017

Au titre de l'exercice 2017, Guillemot a présenté CA en nette progression de +25 % à 80,4 M€, portée par la bonne dynamique de la division Trustmaster, dont les ventes représentent désormais 94 % du CA total du groupe. Cette belle évolution associée à la bonne maîtrise des charges d'exploitation permet au groupe d'enregistrer un résultat opérationnel de 5,9 M€ (vs. 0,7 M€ en 2016). L'appréciation à hauteur de 13,5 M€ des VMP, constituées de titres Ubisoft, fait ressortir le résultat financier à 13,8 M€ (vs. 2,7 M€ en 2016), permettant à la société d'afficher un RN pdg en forte croissance à 17,5 M€ (vs. 3,1 M€ en 2016).

### Une base de comparaison élevée pour 2018

La bonne dynamique de Thrutmaster, l'arrêt des gammes de produits non rentables sur Hercules ainsi que le renforcement des licences ont permis à Guillemot d'enregistrer un exercice 2017 d'excellente facture. Le groupe s'est dit confiant quant à la poursuite de la croissance en 2018 et ce, malgré un effet de base défavorable au regard des très bons chiffres de 2017. Les objectifs stratégiques s'orientent à présent vers la conquête de nouvelles parts de marché, notamment via la montée en gamme des produits et la signature de partenariats forts, ainsi que vers une plus large internationalisation de l'activité.

### L'E-sport, un catalyseur de croissance prometteur

L'e-sport connaît depuis peu un développement fulgurant (jeux, manifestations, évènements, produits dérivés) et représente désormais une activité à part entière du jeu vidéo. Si le calendrier de sorties de jeux vidéo s'annonce moins favorable cette année, l'engouement grandissant pour cette nouvelle discipline devrait soutenir la ventes de gammes de produits spécifiques dit add-on (volant haut de gamme, levier de vitesse, gamepad, manettes), segment sur lequel Guillemot fait figure d'acteur incontournable. La marque est aujourd'hui idéalement positionnée pour profiter de la croissance de ce secteur très demandeur d'accessoires performants et haut de gamme. La pénétration de ce marché pourrait s'avérer un fort relai de croissance à moyen terme au regard de la taille du marché adressable potentiel et ce, sur la base d'une activité plus récurrente.

### Opinion Achat Fort

Pour l'exercice 2018, nous sommes confiants dans les perspectives de la société et ajustons légèrement à la hausse nos hypothèses de croissance pour les exercices futurs (tout en prenant en compte l'effet de base important de 2017). Après avoir réajusté les niveaux de marges opérationnelles, nous anticipons un ROP à 7,3 % pour 2018 et 7,4 % en 2019 et 2020.

Après mise à jour de notre modèle, la valorisation de Guillemot ressort à 5,65 € par titre. Nous adoptons une Opinion Achat Fort.

### Gabrielle AGNUS

Analyste Financier  
[gagnus@genesta-finance.com](mailto:gagnus@genesta-finance.com)  
01 45 63 68 86

### Raphaëlle POULAIN

Analyste Financier  
[rpoulain@genesta-finance.com](mailto:rpoulain@genesta-finance.com)  
01.45.63.68.62

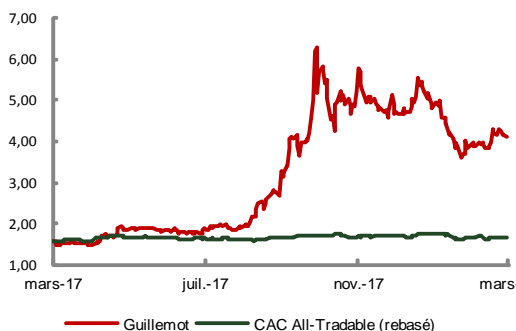
**Opinion** **1. Achat Fort**  
**Cours (clôture au 21 mars 2018)** **4,41 €**  
**Objectif de cours** **5,65 € (+28,1 %)**

### Données boursières

Code Reuters / Bloomberg	GTCN.PA / GUI:FP
Capitalisation boursière	67,4 M€
Valeur d'entreprise	68,6 M€
Flottant	16,32 M€ (24,2 %)
Nombre d'actions	15 287 480
Volume quotidien	346 541 €
Taux de rotation du capital (1 an)	75,56%
Plus Haut (52 sem.)	6,24 €
Plus Bas (52 sem.)	1,45 €

### Performances

Absolute	1 mois	6 mois	12 mois
	+6 %	+25,2 %	+162,6 %



### Actionnariat

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

### Agenda

CAT1 2018 publié fin avril 2018

### Chiffres Clés

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
CA (M€)	64,2	80,4	83,6	87,4	91,8
Evolution (%)	-2,4%	25,2%	4,0%	4,5%	5,0%
EBE (M€)	4,6	9,9	10,4	10,9	11,4
ROP (M€)	0,7	5,9	6,1	6,5	6,8
Marge op. (%)	1,1%	7,3%	7,3%	7,4%	7,4%
Res. Net. Pg (M€)*	0,1	3,6	4,7	5,0	5,2
Marge nette (%)*	0,1%	4,4%	5,7%	5,7%	5,7%
BPA*	0,00	0,23	0,31	0,33	0,34

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

### Ratios

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
VE / CA	0,5	0,9	0,8	0,7	0,6
VE / EBE	6,4	6,9	6,2	5,5	4,8
VE / ROP	42,2	11,6	10,5	9,2	8,0
P / E*	NS	19,0	14,2	13,5	12,9
Gearing (%)	32%	3%	-6%	-14%	-21%
Dette nette / EBE	2,0	0,1	-0,3	-0,7	-1,1
RCE (%)	1%	17%	21%	20%	21%

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](http://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).

### Deux marques fortes aux cycles différents

Au sein de chaque segment de son portefeuille d'activités, Guillemot a su développer des gammes de produits attractives. Ainsi, Hercules propose une offre sur 2 familles de produits spécifiques: enceintes audio outdoor et musique numérique/DJing. Thrustmaster produit des accessoires de jeux vidéo, pour la plupart des plateformes de nouvelle génération, à destination principalement des hardcore gamers mais également des casual gamers au travers de gammes plus accessibles. L'essentiel du chiffre d'affaires est aujourd'hui réalisé à 94 % au travers de Thrustmaster, d'où la nécessité pour Guillemot d'investir sur Hercules pour rééquilibrer ses activités.

### Une différenciation par la valeur ajoutée

Au sein d'une industrie très concurrentielle, Guillemot parvient à se démarquer par un screening actif du marché via une démarche de « Desing Thinking », une réactivité d'exécution par rapport aux attentes des consommateurs ainsi qu'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 et 4/ un réseau de distribution solide et internationalisé.

## Méthode de valorisation

### DCF

Suite à cette publication, nous ajustons légèrement à la hausse nos anticipations de croissance pour 2018 et 2019 ainsi que nos hypothèses de rentabilité. Ainsi, nous prévoyons désormais des chiffres d'affaires 2018 et 2019 de respectivement 83,6 M€ (+4 % yoy) et 87,4 M€ (+4,5 % yoy), alliés à une marge opérationnelle de 7,3 % en 2018 et 7,4 % en 2019.

Après mise à jour du WACC, l'actualisation des flux de trésorerie d'exploitation disponibles, avec un coût moyen pondéré des ressources de 10,30%, valorise le titre à 5,77 € 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 notamment 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 5,54 € par titre.

Notre objectif de cours, obtenu par la moyenne des méthodes DCF et Comparables Boursiers, ressort à 5,65 € par action, impliquant un upside de +28,1 % sur la valeur en tenant compte du cours de Guillemot à 4,41 € au 21 mars 2018.

## 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 du cours de bourse des titres Ubisoft détenus en portefeuille de VMP par Guillemot

### Opportunités

- Base installée de consoles de dernière génération très importante (supérieure à 100 millions de PS4 et Xbox One)
- Essor du e-sport, devant permettre une plus grande récurrence de l'activité d'accessoiriste de jeu vidéo
- 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
- Difficultés pour retrouver un niveau global d'activités significatif sur les produits de la marque Hercules

## Synthèse et Opinion

### Une stratégie 2018 portée vers l'international

Les résultats publiés par Guillemot au titre de l'année 2017 confirment la bonne dynamique de Thrustmaster, initiée au cours du S1 2017. Cette bonne tendance a été portée par un excellent millésime 2017 en matière de sortie de jeux vidéo de voitures (Gran Turismo 7, Forza Motorsport 7, Project Cars 2) mais également par le bon positionnement de Guillemot sur ce marché en forte croissance. Si l'année 2018 s'annonce moins riche en termes de sorties de nouveaux jeux, la société s'est dite confiante quant à la poursuite de sa croissance. En effet, Guillemot mise sur la conquête de nouvelles parts de marché afin d'améliorer sa couverture géographique et accéder à de nouveaux relais de croissance. Cette internationalisation de la marque passera par le renforcement de ses partenariats existants mais également par le développement de technologies de pointe permettant la montée de gamme de ses produits.

### E-sport : reliai de croissance prometteur

Depuis quelques années, l'e-sport tend à devenir une activité à part entière du jeu vidéo et connaît à juste titre un développement fulgurant. Selon une étude menée par Newzoo, les recettes générées par l'e-sport au niveau mondial en 2017 se sont élevées à près de 700 M\$ rassemblant plus de 385 millions de spectateurs. D'après ce même rapport, le secteur pourrait atteindre 1,5 Md\$ en 2020 et fédérer près de 600 millions de joueurs. Grâce à son positionnement d'acteur incontournable, Thrustmaster est idéalement placé pour profiter de la croissance de ce segment demandeur d'accessoires spécifiques et haut de gamme. Dans le même temps, Guillemot s'intéresse au marché des casques audio en multipliant les projets et la signature de partenariats stratégiques. La pénétration de ce secteur pourrait s'avérer un fort reliai de croissance au regard de la taille du marché adressable potentiel.

### Opinion Achat Fort

Pour l'exercice 2018, nous estimons que le groupe devrait afficher CA de 83,6 M€ (+4 % yoy) pour une marge opérationnelle de 7,3 %, et sommes donc confiants dans la capacité du groupe à maintenir son niveau de ventes et de marges. Après mise à jour de notre modèle, la valorisation de Guillemot ressort désormais à 5,65 € par titre (vs. 5,50 €). Nous adoptons une 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 2017.....	7
1.3	Perspectives 2018 : poursuite de la croissance du marché dynamisée par l'engouement pour le <i>e-sport</i> et l'internationalisation.....	8
1.3.1	Le e-sport : catalyseur de croissance prometteur pour les années à venir.....	8
1.3.2	La conquête de nouvelles parts de marché à l'international.....	9
1.3.3	Et Hercules dans tout ça ?.....	9
2	Prévisions.....	9
3	Valorisation.....	10
3.1	DCF.....	10
3.1.1	Détermination du taux d'actualisation.....	10
3.1.2	Calcul de FCF opérationnels.....	11
3.1.3	Calcul de la valeur par action.....	11
3.2	Comparables.....	12
3.2.1	Choix des comparables.....	12
3.2.2	Valorisation.....	13
3.2.3	Méthodologie de la décote.....	14
4	Synthèse des comptes.....	15
4.1	Compte de résultats simplifié.....	15
4.2	Bilan – principaux agrégats.....	15
4.3	Tableau des flux de trésorerie – principaux agrégats.....	15
4.4	Ratios financiers.....	16
5	Avertissements importants.....	17
5.1	Définition des opinions et objectifs de cours de Genesta Equity Research.....	17
5.2	Détection de conflits d'intérêts potentiels.....	17
5.3	Historique des opinions et objectifs de cours relatifs à la valeur au cours des 12 derniers mois.....	17
5.4	Répartition des opinions.....	17
5.5	Avertissement complémentaire.....	18

## 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), enceintes sans fil outdoor pour smartphones et tablettes.

Au titre de l'exercice 2017, ce pôle a représenté seulement 6 % du chiffre d'affaires consolidé (vs. 17 % en 2016), en forte baisse principalement en raison de l'abandon des ventes de hauts parleurs multimédias et de webcams. Cette période transitoire permet au groupe de se concentrer sur le marché du streaming audio outdoor au travers de sa marque WAE. Par ailleurs, les équipes de Recherche et Développement travaillent sur de nouveaux produits Djing afin de séduire les producteurs de musique. Dans ce sens, Guillemot a annoncé la signature d'un partenariat significatif avec une société de streaming au cours de l'année 2017. Enfin, sur ce segment d'activité, des efforts sont également consentis sur le logiciel Djuced dans la mise en œuvre d'une stratégie Big Data de recueil de données afin d'avoir une connaissance approfondie des usages des utilisateurs DJ (Design Thinking).

- **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 94 % des revenus totaux du groupe en 2017 (vs. 83 % en 2016) porté par le très bon millésime en matière de sortie de jeux vidéo de voitures en 2017. Pour rappel, le segment avait 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. Malgré cette base de comparaison élevée, Thrustmaster affiche de bonnes perspectives de croissance portée par le développement fulgurant du e-sport ces dernières années. Cette nouvelle discipline devrait soutenir la ventes de gammes de produits spécifiques dit add-on (volant haut de gamme, levier de vitesse, gamepad, manettes), segment sur lequel Guillemot fait figure d'acteur incontournable.

### Ventilation du chiffre d'affaires 2017 par zone géographique et par activité :



Source : Guillemot

On note ici la nette contribution de Thrustmaster au chiffre d'affaires 2017 (94 % du CA 2017) et par conséquent la nécessité aujourd'hui pour Guillemot d'investir sur l'entité Hercules afin de rééquilibrer ses activités.

### 1.1 Un positionnement qualitatif de niche

#### HERCULES : ERGONOMIE ET DESIGN

La marque Hercules regroupe l'offre de produits multimédias développée par le groupe. Sur ce segment d'activité, Guillemot se positionne sur 2 familles de produits spécifiques : 1/ Djing et musique numérique ; 2/ Enceintes sans fil pour smartphones et tablettes, sur un positionnement de niche outdoor.



Sur ces secteurs très concurrentiels, il convient de rappeler que le mix produits de Guillemot est 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.

Ainsi, si les premiers produits développés par Guillemot couvraient 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 eu tendance à adopter une stratégie de remontée en gamme à mesure que sa courbe d'expérience augmentait, et ce afin de mieux cibler les attentes spécifiques des consommateurs, s'appuyant aujourd'hui sur le Design Thinking, démarche d'innovation immersive et collaborative centrée sur l'expérience utilisateur.

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

1<sup>ère</sup> 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<sup>ème</sup> 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.

Ce fut 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 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.

Avec les produits outdoor WAE (Wireless Audio Experience), sa gamme d'enceintes sans fil pour smartphones et tablettes, Guillemot se positionne sur un marché très dynamique en progression de +72 % en 2016 en France selon le cabinet Future Source. La demande pour ce type de produits s'accroît en visant un public plus large séduit par de nouvelles fonctionnalités et une qualité audio exceptionnelle. L'engouement pour ces équipements audio sans fil prend de plus en plus d'ampleur, au regard des nouvelles tendances de consommation marquées par une utilisation de la musique se voulant récréative et sans contrainte.

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,...) et ainsi dotées de caractéristiques techniques particulières (résistantes à l'eau, radio FM intégrée).

Historiquement, le groupe travaillait étroitement avec le milieu de la grande distribution qui imposait ses une largeur de gammes (nombre de produits et prix) souvent complexe à rentabiliser. Avec l'avènement du e-commerce et la multiplication des réseaux de distribution du groupe, la grande distribution n'est désormais plus aussi prépondérante dans son mix d'activité, ce qui a permis à Guillemot de revoir son mode de production pour se concentrer sur des gammes des produits plus restreintes en termes de nombre de références. L'adaptation du groupe aux modifications structurelles de son environnement apparaît aujourd'hui comme un élément clé de son succès pour les 2 à 3 ans à venir.

Par ailleurs, l'un des atouts de Guillemot dans une industrie éminemment concurrentielle réside dans sa capacité à proposer une offre 1/ techniquement qualitative et compétitive en termes de prix ; 2/ disposant d'atouts en matière d'ergonomie et de design importants ; et 3/ dont les fonctionnalités sont en pleine adéquation avec les attentes des utilisateurs (mobilité, simplicité d'installation et d'usage), grâce notamment à l'adoption du Design Thinking.

## 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 similaire. En effet, Thrustmaster s'est développé à la fin des années 1990 et au début des années 2000, principalement sur le segment, historiquement de niche, 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 :

- 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 Warthdog) ;
- mais surtout 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, casques audios gaming, 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.

Le positionnement de leader de Thrustmaster s'inscrit dans un environnement porteur et en pleine croissance. A titre d'illustration, le marché français du jeu vidéo a enregistré en 2017 une croissance record de +18 % totalisant un chiffre d'affaires historique de 4,3 Mds €. L'ensemble de l'écosystème lié aux jeux vidéo a contribué et a profité de cette progression historique. A ce titre, les accessoires pour consoles ont réalisé un chiffre d'affaires dans l'hexagone de 272 M€ en hausse de +23 % par rapport en 2016 d'après l'étude annuel du Syndicat des éditeurs de logiciels de loisirs (SELL).

Depuis quelques années, l'*e-sport* tend à devenir une activité à part entière du jeu vidéo et connaît un développement fulgurant. Selon une étude menée par Newzoo, les recettes générées par l'*e-sport* au niveau mondial en 2017 s'élèvent à près de 700 M\$ fédérant plus de 385 millions de spectateurs. Selon ce même rapport, le secteur pourrait atteindre 1,5 Md\$ en 2020 réunissant près de 600 millions de joueurs.

Grâce à sa position d'acteur incontournable, Thrustmaster est idéalement placé afin de profiter de la croissance de ce secteur demandeur d'accessoires de plus en plus performants et hauts de gamme, et ce sur la base d'une activité de plus en plus récurrente. Les gamers passionnés de *e-sport* privilégient des accessoires haut de gamme, marché de niche ciblé par les gammes Thrustmaster. Cette nouvelle tendance de jeu soutient également la vente de produits add-on en petites séries (leviers de vitesse, volant spécifiques), apportant un relai de croissance supplémentaire au segment.



Frein à main Sparco Mod



Ts-XW racer Sparco P310 Competition Mod



## 1.2 Commentaires sur les résultats FY 2017

### UNE CROISSANCE LARGEMENT PORTEE PAR THRUSTMASTER

Au titre de l'année 2017, Guillemot a publié un chiffre d'affaires de 80,4 M€, en hausse de +25 % yoy. Dans le détail :

- Thrustmaster a marqué une forte progression de +42 % yoy, à 75,7 M€. Cette excellente performance s'appuie 1/ sur les bonnes retombées marketing aux Etats-Unis, pays dans lequel Thrustmaster fait désormais figure de leader sur le marché des volants en détenant plus de 60 % des parts de marché (NPD Group), 2/ sur le millésime exceptionnel en matière de sortie de jeux vidéo de voitures en 2017 (Gran Turismo, Forza Motorsport 7, WRC 7, Gravel...) et 3/ sur la stratégie de déploiement réussie à l'international (croissance soutenue en Asie Pacifique et aux Amériques, représentant désormais respectivement 10 % et 32 % des ventes 2017).
- Hercules a affiché un fort repli à 4,7 M€ de -57 % yoy, et ce, notamment en raison de l'abandon des ventes de haut-parleurs multimédias et des webcams. Dans le même temps, les produits DJing ne permettent pas de compenser cette perte, et les nouvelles enceintes outdoor WAE nécessitent un certain temps avant d'entrevoir un début de succès. La contribution d'Hercules devient toutefois de moins en moins significative et représente un peu plus de 6 % des revenus sur l'année. 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€	2016	2017	var en %
Hercules	11,0	4,7	-57 %
Thrustmaster	53,2	75,7	+42 %
<b>Total</b>	<b>64,2</b>	<b>80,4</b>	<b>+25 %</b>

Source : Guillemot

### UN NIVEAU DE RENTABILITE EN NETTE AMELIORATION

Au titre de l'année 2017, Guillemot a affiché des résultats en ligne avec nos attentes, avec un résultat opérationnel courant de 3,9 M€, marqué par la saisonnalité de l'activité représentée par un pic de volume d'affaires sur le dernier trimestre de l'année.

Sur la période, la marge brute est restée sur les mêmes niveaux que l'an passé pour s'établir à 48,2 % (vs. 48 % en 2016). D'un point de vue opérationnel, les charges de personnel et externes ont affiché des niveaux sensiblement comparables en valeur à 2016, s'élevant ainsi à respectivement 10,27 % et 18,53 % du CA 2017. Cette bonne maîtrise des charges d'exploitation fait suite aux différents efforts marketing et commerciaux consentis lors des exercices précédents, notamment en 2016.

Après un résultat financier positif de 13,8 M€ (lié à l'appréciation du portefeuille de VMP Ubisoft pour 13,5 M€) et une charge d'impôts 2,2 M€, le résultat net part du groupe est positif sur l'année et s'établit à 17,5 M€ (vs. 3,1 M€ en 2016).

Au niveau bilanciel, la société dispose toujours d'une situation financière saine, avec des capitaux propres s'élevant au 31 décembre 2017 à 45,5 M€. A cette même date, Guillemot affiche un endettement net de 1,2 M€ (vs. 9,1 M€ au 31 décembre 2016), et ce sans prendre en compte les VMP sur les titres Ubisoft (28,5 M€ au 31 décembre 2017). A noter l'amélioration significative du BFR, principalement lié à la réduction des stocks (entrepôt à Hong-Kong permettant notamment une meilleure gestion des flux en transit sur le continent asiatique), autre signe de la bonne maîtrise opérationnelle des équipes de Guillemot cette année.

**Compte de résultat consolidé 2017, en M€**

(en M€)	2016	2017
<b>Chiffre d'affaires</b>	<b>64,2</b>	<b>80,4</b>
<i>% évolution</i>	97,6%	25,2%
<b>Achats consommés</b>	<b>27,0</b>	<b>41,6</b>
<i>% du CA</i>	42,0%	51,7%
Variation des stocks de produits finis	-6,4	-0,09
<b>Marge brute</b>	<b>30,8</b>	<b>38,7</b>
<i>% du CA</i>	48,0%	48,2%
<b>Charges de personnel</b>	<b>8,3</b>	<b>8,3</b>
<i>% du CA</i>	12,9%	10,3%
<b>Charges externes</b>	<b>14,5</b>	<b>14,9</b>
<i>% du CA</i>	22,6%	18,5%
Impôts et taxes	0,3	0,4
Autres produits et charges d'exploitation	-3,2	-5,3
<b>EBE</b>	<b>4,6</b>	<b>9,9</b>
<i>% du CA</i>	7,2%	12,3%
Dépréciation et amortissements	4,0	6,0
<b>Résultat opérationnel courant</b>	<b>0,6</b>	<b>3,9</b>
<i>% du CA</i>	0,9%	4,8%
Autres produits et charges opérationnelles	0,1	2,0
<b>Résultat opérationnel</b>	<b>0,7</b>	<b>5,9</b>
<i>% du CA</i>	1,1%	7,3%
Produits financiers	0,0	0,1
Coût de l'endettement financier brut	0,3	0,2
Coût de l'endettement financier net	-0,3	-0,2
Autres produits et charges financiers	3,0	14,0
<b>Résultat financier</b>	<b>2,7</b>	<b>13,8</b>
<b>Résultat avant impôts des sociétés consolidées</b>	<b>3,4</b>	<b>19,7</b>
Impôts	0,4	2,2
<b>Résultat Net part du groupe</b>	<b>3,1</b>	<b>17,5</b>

Croissance portée par la forte contribution de Trusmaster au CA total du groupe

Niveau de charges opérationnelles évoluant bien moins vite que le niveau d'activité

Variation du portefeuille de VMP et impact positif de l'appréciation des titres Ubisoft

Source : Guillemot

### 1.3 Perspectives 2018 : poursuite de la croissance du marché dynamisée par l'engouement pour le *e-sport* et l'internationalisation

#### 1.3.1 Le e-sport : catalyseur de croissance prometteur pour les années à venir

Le secteur des jeux vidéo a signé en 2017 l'une de ses plus belles années totalisant un chiffre d'affaires global en France de l'ordre de 4,3 Mds €. L'ensemble des acteurs de cet écosystème (consoliers, éditeurs, accessoiristes) a profité de cette belle dynamique leur permettant à leur tour de dégager des volumes d'affaires importants. L'année 2017 ayant été un millésime exceptionnel en matière de sortie de jeux vidéo de voitures (Gran Turismo, Forza Motorshop 7, WRC 7, Gravel ...) et Guillemot a engendré un chiffre d'affaires record de plus de 75 M€ sur son segment Thrustmaster.

Le groupe s'est dit confiant quant à la poursuite de la croissance en 2018 et ce, malgré un effet de base défavorable au regard des excellents chiffres de 2017. L'engouement grandissant pour le *e-sport* (manifestations, évènements, produits dérivés) devrait soutenir les ventes de gammes de produits spécifiques dites add-on (volant haut de gamme, levier de vitesse, gamepad, manettes spéciales). Par ailleurs, le groupe s'intéresse au marché des casques audio en multipliant les projets et la signature de partenariats stratégiques. La pénétration de ce secteur pourrait s'avérer un fort relai de croissance à moyen terme au regard de la taille du marché adressable potentiel.



### 1.3.2 La conquête de nouvelles parts de marché à l'international

---

Les objectifs stratégiques s'orientent désormais vers la conquête de nouvelles parts de marché, notamment via l'amélioration de la couverture géographique. La signature de nouveaux contrats de distribution et partenariats permettent déjà au groupe de se positionner dans des marchés à fort potentiel comme notamment aux Etats-Unis, où Guillemot détient plus de 60 % des parts de marché des volants (source NPD Group Inc, Guillemot) mais également dans la zone Asie-Pacifique, où le groupe étudie de nouvelles possibilités.

Dans le même temps, l'essor grandissant du e-sport et son rayonnement international confère au groupe un relai de croissance intéressant au regard de son positionnement sur ce marché prometteur.

### 1.3.3 Et Hercules dans tout ça ?

---

Concernant l'activité Hercules, l'année 2018 devrait être une année de consolidation et de reconstruction. Le management s'est dit très prudent quant à la croissance de ce segment en 2018 notamment suite à l'abandon de plusieurs gammes de produits ces dernières années (webcam, haut parleurs...).

Toutefois, de nombreux projets sont actuellement à l'étude sur le segment Djing notamment, où un important travail de fond « Design Thinking » a été effectué, laissant présager le retour d'une bonne dynamique. Par ailleurs, la signature avec un nouveau distributeur américain devrait soutenir les ventes Djing aux Etats-Unis dès cette année, générant un relai de croissance non négligeable pour l'activité.

Le segment WAE fait également l'objet d'un important travail de réflexion stratégique de différenciation compte tenu de l'arrivée de nouveaux poids lourds sur le marché. De nouveaux projets devraient voir le jour en 2018, en ciblant davantage les attentes et besoins des consommateurs en se basant notamment sur le « Design Thining ».

## 2 Prévisions

---

Après avoir enregistré une année 2017 record, la société a indiqué, lors de la publication de ses résultats, son désir de développement international, soutenu par des partenariats forts et reconnus mais également par des technologies de pointes permettant la montée en gamme de ses produits en 2018.

Compte tenu d'un effet de base important et d'une actualité de marché vraisemblablement moins riche qu'en 2017, Guillemot devrait toutefois enregistrer un volume d'affaires en légère croissance et maintenir ses niveaux de marges opérationnelles. Nous tablons ainsi sur un chiffre d'affaires 2018 en hausse +4 % yoy à 83,6 M€, principalement porté par le renforcement des partenariats de licences (Ferrari par exemple) mais également par la conquête de nouvelles parts de marché à l'étranger.

Du point de vue de la rentabilité, nous prévoyons un taux de marge brute de près de 50 % pour l'ensemble de l'exercice 2018, taux que nous faisons légèrement décroître pour les exercices 2019 et 2020. Considérant que la société sera à même de maîtriser ses niveaux de charges d'exploitation, nous tablons sur un ROP 2019 et 2020 de l'ordre de 7,4 %.

Au-delà du résultat opérationnel, 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 notre publication), 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 :

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

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 <sup>1</sup>	4	3	2	1	0
Liquidité <sup>2</sup>	[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 <sup>3</sup>	[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						0,20%
Taille du CA						0,60%
Rentabilité opérationnelle						0,80%
Gearing						0,40%
Risque Client						1,00%
<b>TOTAL</b>						<b>4,00%</b>

Par conséquent, sur la base d'un taux sans risque de 0,85 % (moyenne à 3 mois de l'OAT TEC 10 – source Agence France Trésor), d'une prime de marché 6,41 % (sources : Risk Premia et Fairness Finance, estimation Genesta), d'un beta de la société de 0,85 (source Damodaran), d'une prime de risque Small Caps de 4 % et d'un endettement net nul en raison de la comptabilisation du portefeuille de VMP, le taux d'actualisation s'élève à 10,30 %.

Taux sans risque	Prime de marché	Beta	Prime Small Caps	Coût du capital	Coût de la dette	Levier financier	Taux d'impôts	WACC
0,85 %	6,41 %	0,85	4,00 %	10,30 %	NS	NS	33,30 %	<b>10,30 %</b>

Source : AFT, Natixis Securities, Damodaran, estimations Genesta

<sup>1</sup> 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.

<sup>2</sup> Taux de rotation du capital au cours d'une année.

<sup>3</sup> Part du chiffre d'affaires représentée par les 5 clients les plus importants.

### 3.1.2 Calcul de FCF opérationnels

Avec un taux d'actualisation de 10,30 %, nous obtenons le tableau de flux de trésorerie disponible suivant (en M€) :

	2017	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2026E
Chiffre d'affaires	80,40	83,64	87,43	91,82	89,18	90,96	92,78	93,71	94,65	95,59	96,55
Excédent brut d'exploitation	9,92	10,43	10,91	11,37	11,02	11,13	11,24	11,35	11,46	11,58	11,69
Impôt	0,38	2,23	1,18	1,32	1,39	1,57	2,48	2,49	2,49	2,48	2,50
Investissements	2,29	3,18	3,32	4,41	3,44	3,56	3,67	3,78	3,89	4,01	4,13
Variation de BFR		2,47	1,62	1,05	-0,37	0,25	0,26	0,13	0,13	0,13	0,14
FCF opérationnels		2,55	4,78	4,59	6,56	5,74	4,83	4,95	4,96	4,96	4,93
FCF opérationnels actualisés		2,32	3,94	3,43	4,45	3,53	2,69	2,50	2,27	2,06	1,86

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		27,21	52,5%
Période 11-20 ans	<b>2,0%</b>	13,69	26,4%
Taux de croissance à l'infini	<b>1,5%</b>	10,89	21,0%
<b>Total</b>		<b>51,79</b>	<b>100,0%</b>
<b>dont valeur terminale</b>		<b>24,59</b>	<b>47,5%</b>

Source : estimations Genesta

Ainsi, la valorisation d'entreprise de Guillemot ressort à 51,79 M€.

### 3.1.3 Calcul de la valeur par action

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

FCF actualisés (2011-2020)	27,21
+ Valeur terminale actualisée	24,59
+ Titres financiers	31,59
+ Titres mis en équivalences	
- Provisions	1,00
- Endettement financier net	1,20
- Minoritaires	0,00
+ Reports déficitaires actualisés	6,97
= Valeur des Capitaux Propres pg	88,14
Nombre d'actions	15,29
<b>Valeur par action</b>	<b>5,77</b>

Les titres financiers correspondent aux actifs financiers courants et non courants de la société et intègrent, en particulier, la valorisation des titres Ubisoft détenus au sein du portefeuille de VMP à leur juste valeur pour 31,6 M€ (cours de bourse au 21 mars 2018 de 71,16 €).

In fine, la méthode d'actualisation des flux de trésorerie disponibles (« Discounted Cash Flow ») fait ressortir une valeur par action de 5,77 € soit une potentielle appréciation de la valeur de +30,7 % par rapport au cours de clôture du 21 mars 2018 de 4,41 €.

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				
		0,5%	1,0%	1,5%	2,0%	2,5%
CMPC	9,30%	5,91	5,95	6,00	6,05	6,11
	9,80%	5,80	5,84	5,88	<b>5,93</b>	5,98
	10,30%	5,69	5,72	<b>5,77</b>	5,81	5,86
	10,80%	5,58	<b>5,62</b>	5,66	5,70	5,75
	11,30%	5,48	5,51	5,55	5,59	5,64

## 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 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 17	CA 18	CA 19	EBE 17	EBE 18	EBE 19	REX 17	REX 18	REX 19	RN 17	RN 18	RN 19
Bigben Interactive SA	241,0	281,0	297,7	28,8	40,3	46,5	15,9	24,1	28,1	9,7	18,1	21,0
NETGEAR Inc.	1 172,0	1 268,7	1 412,3	NA	NA	NA	102,4	108,7	122,3	75,4	83,9	95,3
HF Company SA	43,6	48,4	53,9	0,1	2,5	3,5	-1,5	0,9	1,7	-1,2	0,9	1,5

Source : Infinancials

	Capitalisation	Dette nette	Minoritaires	VE
Bigben Interactive	246,7	13,2	0,0	260,0
Netgear	1 482,5	-348,0	0,0	1 134,5
HF Company	29,6	-18,7	0,0	10,9

Source : Infinancials

## 3.2.2 Valorisation

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

	VE/CA 18	VE/CA 19	VE/ EBE 18	VE/ EBE 19	VE/REX 18	VE/REX 19	PE 18	PE 19
Bigben Interactive	0,93	0,87	6,45	5,60	10,77	9,26	13,63	11,75
Netgear	0,89	0,80	NA	NA	10,44	9,28	17,68	15,56
HF Company	0,23	0,20	4,40	3,17	12,56	6,47	NS	19,77
Moyenne	0,68	0,63	5,43	4,38	11,26	8,34	15,65	15,69
Médiane	0,89	0,80	5,43	4,38	10,77	9,26	15,65	15,56

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 18	CA 19	EBE 18	EBE 19	REX 18	REX 19	RN 18	RN 19
Guillemot	83,64	87,43	10,43	10,91	6,11	6,51	4,73	4,98
Valorisation induite	94,38	92,13	93,95	85,14	106,18	91,63	111,43	115,57
	112,15	107,59	93,95	85,14	103,23	97,65	111,43	114,89
Valorisation moyenne (€/ action)	6,64		5,86		6,52		7,41	

Il convient de souligner que la valorisation induite de Guillemot est calculée sur la base des multiples présentés précédemment et intègre la valorisation à la juste valeur du portefeuille de VMP (titres Ubisoft détenus par le groupe) pour 31,58 M€, ainsi que les reports déficitaires actualisés de la société pour 6,97 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 -16,6 % aux résultats évoqués précédemment.

Capitalisation moyenne des comparables	586,3	M€
Capitalisation non corrigée de la société	95,6	M€
Rapport des capitalisations	16,3 %	
<b>Décote à appliquer</b>	<b>-16,2%</b>	

Après décote, nous obtenons les valorisations suivantes :

Valorisation moyenne / action	5,57	4,91	5,46	6,21
Moyenne	<b>5,54</b>			

La méthode des comparables bousiers fait ressortir une valeur par action comprise entre 4,91 € et 6,21 € par titre, avec une moyenne de 5,54 €, soit une potentielle appréciation de la valeur de +25,5 % par rapport au cours de clôture du 21 mars 2018 de 4,41 €.

### 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€)	2015	2016E	2017	2018E	2019E	2020E
<b>Chiffre d'affaires</b>	<b>65,78</b>	<b>64,20</b>	<b>80,40</b>	<b>83,64</b>	<b>87,43</b>	<b>91,82</b>
%évolution	63,2%	-2,4%	25,2%	4,0%	4,5%	5,0%
<b>Marge Brute</b>	<b>33,66</b>	<b>30,79</b>	<b>38,74</b>	<b>41,74</b>	<b>43,54</b>	<b>45,64</b>
%du CA	51,2%	48,0%	48,2%	49,9%	49,8%	49,7%
<b>Charges de personnel</b>	<b>7,14</b>	<b>8,28</b>	<b>8,25</b>	<b>8,78</b>	<b>8,99</b>	<b>9,13</b>
%du CA	10,8%	12,9%	10,3%	10,5%	10,3%	9,9%
<b>Charges externes</b>	<b>14,54</b>	<b>14,49</b>	<b>14,90</b>	<b>17,63</b>	<b>19,12</b>	<b>20,58</b>
%du CA	22,1%	22,6%	18,5%	21,1%	21,9%	22,4%
<b>Excédent brut d'exploitation</b>	<b>6,52</b>	<b>4,58</b>	<b>9,92</b>	<b>10,43</b>	<b>10,91</b>	<b>11,37</b>
%évolution	583,8%	-29,7%	116,4%	5,1%	4,6%	4,3%
%du CA	9,9%	7,1%	12,3%	12,5%	12,5%	12,4%
<b>Résultat opérationnel</b>	<b>2,92</b>	<b>0,70</b>	<b>5,90</b>	<b>6,11</b>	<b>6,51</b>	<b>6,80</b>
%évolution	-216,1%	-76,2%	747,7%	3,7%	6,4%	4,5%
%du CA	4,4%	1,1%	7,3%	7,3%	7,4%	7,4%
<b>Résultat financier</b>	<b>-0,20</b>	<b>-0,26</b>	<b>-0,16</b>	<b>-0,20</b>	<b>-0,20</b>	<b>-0,20</b>
<b>Résultat courant avant impôts</b>	<b>2,72</b>	<b>0,43</b>	<b>5,73</b>	<b>5,91</b>	<b>6,31</b>	<b>6,60</b>
<b>Résultat Net part du groupe</b>	<b>7,03</b>	<b>3,03</b>	<b>17,54</b>	<b>4,73</b>	<b>4,98</b>	<b>5,21</b>
%évolution	-885,6%	-56,9%	478,4%	-73,0%	5,3%	4,6%
%du CA	10,7%	4,7%	21,8%	5,7%	5,7%	5,7%
<b>Intérêts minoritaires</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>
<b>Résultat Net part du groupe retraité</b>	<b>1,90</b>	<b>0,06</b>	<b>3,55</b>	<b>4,73</b>	<b>4,98</b>	<b>5,21</b>
%du CA	2,9%	0,1%	4,4%	5,7%	5,7%	5,7%

Croissance tirée par l'essor du e-sport et le gain de parts de marché à l'international

Légère appréciation des niveaux de rentabilité considérant que la société sera à même de maîtriser ses niveaux de 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€)	2015	2016E	2017	2018E	2019E	2020E
<b>Immobilisations incorporelles</b>	<b>7,08</b>	<b>7,78</b>	<b>10,65</b>	<b>10,65</b>	<b>10,65</b>	<b>10,65</b>
<b>Goodwill</b>	<b>0,89</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>
<b>Immobilisations corporelles</b>	<b>2,68</b>	<b>2,68</b>	<b>2,32</b>	<b>2,32</b>	<b>2,32</b>	<b>2,32</b>
<b>Immobilisations financières</b>	<b>0,46</b>	<b>0,46</b>	<b>0,42</b>	<b>0,42</b>	<b>0,42</b>	<b>0,42</b>
<b>BFR</b>	<b>8,85</b>	<b>13,78</b>	<b>7,84</b>	<b>10,31</b>	<b>11,93</b>	<b>12,98</b>
%du CA	13,5%	21,5%	9,7%	12,3%	13,6%	14,1%
<b>Dettes financières</b>	<b>12,47</b>	<b>11,29</b>	<b>10,56</b>	<b>8,56</b>	<b>6,56</b>	<b>4,56</b>
<b>Trésorerie</b>	<b>6,37</b>	<b>2,16</b>	<b>10,29</b>	<b>11,69</b>	<b>14,13</b>	<b>17,37</b>
<b>Endettement net (hors VMP)</b>	<b>6,10</b>	<b>9,12</b>	<b>1,27</b>	<b>-3,13</b>	<b>-7,56</b>	<b>-12,81</b>

### 4.3 Tableau des flux de trésorerie – principaux agrégats

Au 31/12 (en M€)	2015	2016E	2017	2018E	2019E	2020E
<b>CAF</b>	<b>6,53</b>	<b>7,53</b>	<b>10,07</b>	<b>9,04</b>	<b>9,38</b>	<b>9,79</b>
<b>Investissements</b>	<b>2,83</b>	<b>2,20</b>	<b>2,29</b>	<b>3,18</b>	<b>3,32</b>	<b>4,41</b>
%du CA	4,3%	3,4%	2,8%	3,8%	3,8%	4,8%
<b>Variation du BFR</b>	<b>0,96</b>	<b>4,92</b>	<b>-5,94</b>	<b>2,47</b>	<b>1,62</b>	<b>1,05</b>
<b>Flux de trésorerie d'exploitation net</b>	<b>2,74</b>	<b>0,41</b>	<b>13,72</b>	<b>3,40</b>	<b>4,44</b>	<b>4,33</b>

Augmentation des CAPEX



#### 4.4 Ratios financiers

Au 31/12 (en M€)	2015	2016E	2017	2018E	2019E	2020E
<b>Bénéfice net par action</b>	<b>0,12</b>	<b>0,00</b>	<b>0,23</b>	<b>0,31</b>	<b>0,33</b>	<b>0,34</b>
%évolution	-166,7%	-97,0%	6167,2%	33,3%	5,3%	4,6%
<b>Capitalisation boursière</b>	<b>24,76</b>	<b>20,26</b>	<b>67,42</b>	<b>67,42</b>	<b>67,42</b>	<b>67,42</b>
Valeur d'entreprise	30,86	29,38	68,69	64,29	59,85	54,61
<b>P/E retraité</b>	<b>13,00</b>	<b>357,67</b>	<b>18,99</b>	<b>14,25</b>	<b>13,53</b>	<b>12,93</b>
P/CF	0,23	0,26	0,35	0,32	0,33	0,34
Market to Book	0,98	0,71	1,48	1,34	1,22	1,12
<b>VE / CA</b>	<b>0,47</b>	<b>0,46</b>	<b>0,85</b>	<b>0,77</b>	<b>0,68</b>	<b>0,59</b>
<b>VE / EBE</b>	<b>4,73</b>	<b>6,41</b>	<b>6,92</b>	<b>6,17</b>	<b>5,49</b>	<b>4,80</b>
<b>VE / ROP</b>	<b>10,57</b>	<b>42,24</b>	<b>11,65</b>	<b>10,51</b>	<b>9,20</b>	<b>8,03</b>
<b>EBE / CA</b>	<b>9,9%</b>	<b>7,1%</b>	<b>12,3%</b>	<b>12,5%</b>	<b>12,5%</b>	<b>12,4%</b>
<b>ROC / CA</b>	<b>4,4%</b>	<b>1,1%</b>	<b>7,3%</b>	<b>7,3%</b>	<b>7,4%</b>	<b>7,4%</b>
<b>ROP / CA</b>	<b>4,4%</b>	<b>1,1%</b>	<b>7,3%</b>	<b>7,3%</b>	<b>7,4%</b>	<b>7,4%</b>
<b>Résultat net / CA</b>	<b>10,7%</b>	<b>4,7%</b>	<b>21,8%</b>	<b>5,7%</b>	<b>5,7%</b>	<b>5,7%</b>
<b>Gearing</b>	<b>24,2%</b>	<b>32,2%</b>	<b>2,8%</b>	<b>-6,2%</b>	<b>-13,7%</b>	<b>-21,2%</b>
<b>Capitaux engagés</b>	<b>19,96</b>	<b>24,70</b>	<b>21,22</b>	<b>23,69</b>	<b>25,31</b>	<b>26,36</b>
<b>RCE</b>	<b>10,5%</b>	<b>1,3%</b>	<b>17,3%</b>	<b>20,8%</b>	<b>20,5%</b>	<b>20,5%</b>
<b>Rentabilité des Fonds Propres</b>	<b>27,9%</b>	<b>10,7%</b>	<b>38,6%</b>	<b>9,4%</b>	<b>9,0%</b>	<b>8,6%</b>

## 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.

<b>1. Achat fort</b>	Le titre devrait réaliser une performance absolue supérieure à +25 %
<b>2. Achat</b>	Le titre devrait réaliser une performance absolue comprise entre +10 % et +25 %
<b>3. Neutre</b>	Le titre devrait évoluer entre +10 % et -10 %
<b>4. Vente</b>	Le titre devrait réaliser une contre performance absolue comprise entre -10 % et -25 %
<b>5. Vente fort</b>	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](http://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 de 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
22 mars 2018	Etude Annuelle <b>Achat Fort</b>	<b>5,65 €</b>
29 janvier 2018	Flash Valeur <b>Achat</b>	<b>5,50 €</b>
30 octobre 2017	Flash Valeur <b>Neutre</b>	<b>5,20 €</b>
22 septembre 2017	Etude Semestrielle <b>Achat Fort</b>	<b>4,15 €</b>
31 juillet 2017	Flash Valeur <b>Achat Fort</b>	<b>3,15 €</b>
2 mai 2017	Flash Valeur <b>Achat Fort</b>	<b>2,35 €</b>

### 5.4 Répartition des opinions

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



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

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



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

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.