

Date de première diffusion : 1<sup>er</sup> avril 2019

## Guillemot

### Des performances opérationnelles 2018 à souligner, même si l'année 2019 sera elle une année de transition

#### Commentaires sur les résultats 2018

Au titre l'année 2018, Guillemot a publié un CA de 81,2 M€, en très légère croissance de +0,9 % yoy. Après avoir enregistré un très bon début d'année, Guillemot avait conclu l'exercice 2018 avec difficulté, enregistrant un T4 en repli de -22,6 % yoy, pénalisé 1/ par une actualité jeux moins favorable (sorties en 2017 de titres de racing à succès) et 2/ par une faible dynamique de ventes en particulier en Europe.

En ce qui concerne la rentabilité et conformément aux attentes du management, les niveaux de marges ont enregistré de belles progressions en 2018, à l'image du ROC qui ressort à +77 % yoy, à 8,5 % du CA (vs. 4,9 % en 2017). A contrario, l'appréciation (moins importante qu'en 2017) des VMP à hauteur de 2,8 M€ (titres Ubisoft) fait ressortir le résultat financier à 3,1 M€ (vs. 13,8 M€ en 2017), conduisant la société à afficher un RN pdg en repli « technique » de -30 % à 12,2 M€ (vs. 17,5 M€ en 2017).

#### Des niveaux de rentabilité records malgré une fin d'année 2018 compliquée

Bien que la Topline ait été pénalisée par une fin d'année difficile, il est important de souligner la très bonne tenue de la rentabilité qui affiche des niveaux records en 2018. Cette publication est ainsi l'occasion pour le management d'exposer son excellent niveau de ROP et ce, en dépit 1/ des volumes d'activité plus faibles qu'attendus, notamment marqués par un recul important des ventes en Europe au T4 (CA Europe en repli de -45 % au T4 2018) et 2/ des niveaux d'investissements importants (en R&D notamment de 4,5 M€, soit 5,5 % du CA). Ces belles performances opérationnelles, initiées au cours du S1 2018, s'expliquent 1/ par l'optimisation du cycle de ventes, en partie grâce à la croissance soutenue en régions Asie-Pacifique et Amérique du Nord, compensant de ce fait les moins bonnes performances réalisées en Europe, 2/ par la montée en puissance des produits « add-on » à plus forte valeur ajoutée mais également 3/ par l'essor des ventes à destination des spécialistes du e-commerce, catégorie de clients représentant désormais plus de 50 % des ventes du groupe.

#### 2019 : une année de transition nécessaire

Suite à cette publication et conformément aux déclarations du groupe, qui prévoit à présent un CA 2019 compris entre 70 et 75 M€, nous revoyons nos prévisions de CA pour les années à venir. 2019 devrait être une année de transition nécessaire, dans l'attente de la sortie des nouvelles consoles (fin 2020 d'après les dernières rumeurs) et compte tenu d'une actualité jeux vidéo moins fournie (décalage de sortie de titres dans l'attente des consoles de nouvelles générations). Du côté de la rentabilité, nous attendons en 2019 un niveau de ROP en repli à 3,2 % du CA, sur la base d'un point mort estimé pour le groupe à près de 70 M€ de revenus (guidance du management pour le ROP 2019 > 0).

Après mise à jour de notre modèle, nous ajustons à la baisse notre TP, qui ressort désormais à 4,50 € / titre (vs. 5,20 €). Nous maintenons une opinion Achat Fort sur la valeur, le niveau de valorisation du groupe demeurant à des niveaux très attractifs (Valeur des titres Ubisoft en portefeuille > à 35 M€ soit plus des ¾ de la capitalisation).

#### Gabrielle AGNUS

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

#### Opinion

Cours (clôture au 29/03/2019)

3,22 €

Objectif de cours

4,50 € (+39,7 %)

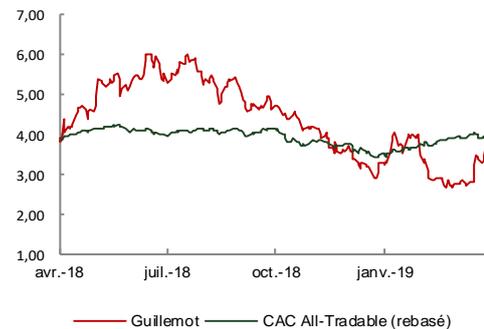
#### 1. Achat Fort

#### Données boursières

Code Reuters / Bloomberg	GTCN.PA / GUI:FP
Capitalisation boursière	49,2 M€
Valeur d'entreprise	57,1 M€
Flottant	11,91 M€ (24,2 %)
Nombre d'actions	15 287 480
Volume quotidien	76 860 €
Taux de rotation du capital (1 an)	22,95%
Plus Haut (52 sem.)	6,02 €
Plus Bas (52 sem.)	2,64 €

#### Performances

Absolue	1 mois	6 mois	12 mois
	+16 %	-31,8 %	-17,4 %



#### Actionnariat

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

#### Agenda

CA T1 2019 publié le 25 avril 2019

#### Chiffres Clés

	2017	2018E	2019E	2020E	2021E
CA (M€)	80,4	81,2	74,6	81,3	87,0
Evolution (%)	25,3%	1,0%	-8,2%	9,0%	7,0%
EBE (M€)	9,9	11,6	6,2	11,1	12,3
ROP (M€)	5,9	6,9	2,4	6,9	7,9
Marge op. (%)	7,4%	8,5%	3,2%	8,5%	9,1%
Res. Net. Pg (M€)*	3,5	9,0	1,7	5,4	6,2
Marge nette (%)*	4,4%	11,0%	2,3%	6,6%	7,1%
BPA*	0,23	0,59	0,11	0,35	0,40

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

#### Ratios

	2017	2018E	2019E	2020E	2021E
VE / CA	0,9	0,7	0,7	0,6	0,5
VE / EBE	7,1	5,0	8,2	4,3	3,4
VE / ROP	11,9	8,5	21,7	6,9	5,3
P / E*	19,7	5,6	28,7	9,2	8,0
Gearing (%)	3%	13%	3%	-2%	-10%
Dette nette / EBE	0,1	0,7	0,3	-0,1	-0,6
RCE (%)	17%	26%	7%	19%	24%

Genesta dispose du statut de Conseiller en Investissements Financiers et est membre de la CNCIF (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 : 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 jeu 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 95 % 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 nos estimations de chiffre d'affaires à court et moyen termes, à savoir 74,6 M€ (-8,2 % yoy) pour 2019 et 81,3 M€ (+9,0 % yoy) pour 2020, alliés à des niveaux de marge opérationnelle de 3,2 % en 2019 et de 8,5 % en 2020.

Après mise à jour du WACC, l'actualisation des flux de trésorerie d'exploitation disponibles, avec un coût moyen pondéré des ressources de 15,27 %, valorise le titre à 5,19 € 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) Innelec Multimedia : société française spécialisée dans la distribution de matériels et logiciels multimédia et jeux vidéo.
- 3) Bang & Olufsen : groupe danois qui possède un savoir-faire reconnu dans la conception d'appareils audiovisuels haut de gamme (casques, enceintes bluetooth portables, enceintes...).

La valorisation par les comparables boursiers fait ressortir une valeur de 3,80 € par titre.

Notre objectif de cours, obtenu par la moyenne des méthodes DCF et Comparables Boursiers, ressort 4,50 € par action, impliquant un upside de +39,7 % sur la valeur en tenant compte du cours de Guillemot à 3,22 € au 29 mars 2018.

### Opinion Achat Fort.

## 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 valorisation boursière trop dépendante de l'évolution du cours de bourse des titres Ubisoft détenus en portefeuille

### Opportunités

- Base installée de consoles de dernière génération très importante (de l'ordre de 140 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

### 2019 : une année délicate

Lors de la présentation de ses résultats annuels, le management a témoigné de sa prudence quant aux prochains trimestres d'activité, compte tenu du contexte de marché moins porteur en matière d'actualité jeu vidéo. Les années précédentes avaient vu la sortie de titres à succès qui avaient permis au groupe de bénéficier d'une bonne dynamique de ventes sur ses produits (en particulier sur les volants, accessoires représentant la majeure partie des ventes Thrustmaster). Au regard des dernières rumeurs, les consoles de nouvelles générations sont attendues pour le T4 2020, induisant de ce fait une période de latence, durant laquelle les éditeurs de jeux vidéo ne devraient vraisemblablement pas sortir de nouveaux titres phares. 2019 s'annonce ainsi comme une période délicate pour les sociétés telles que Guillemot, dont le cycle économique est étroitement lié à celui de l'industrie du jeu vidéo.

Guillemot entend toutefois durant cette période maintenir sa stratégie de conquête de nouvelles parts de marché afin d'améliorer sa couverture géographique et accéder à de nouveaux relais de croissance (diversification de l'offre, notamment par exemple sur les casques Gaming). La plus grande internationalisation de la marque Thrustmaster passera par le renforcement de ses partenariats existants (cas Walmart) mais également par le développement de technologies devant permettre une nouvelle montée en puissance des produits Hercules.

### Opinion Achat Fort

Lors de la présentation de ses résultats annuel, le management a affiché sa prudence quant à ses nouvelles prévisions pour 2019, tablant désormais sur un CA 2019 compris entre 70 et 75 M€ et un ROP > 0. Nous comprenons la prudence affichée par le groupe et sommes confiants dans sa capacité de Guillemot de passer sans encombre cette année de transition.

Après mise à jour de notre modèle, la valorisation de Guillemot ressort à 4,50 € par titre (vs. 5,20 €). Nous maintenons une Opinion Achat Fort, la valorisation du groupe demeurant à des niveaux ubuesques au regard de la valeur des titres Ubisoft détenus en portefeuille > à 35 M€ et à la qualité des marques détenues par Guillemot, en particulier Thrustmaster qui reste une marque mondialement reconnue dans l'univers du Gaming.



## 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 2018.....	7
1.3	Perspectives à moyen terme : un marché porté l'e-sport et la conquête internationale .....	8
1.3.1	L'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 FY 2019 .....	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.

En 2018, ce pôle a représenté seulement 5 % du chiffre d'affaires consolidé (vs. 6 % en 2017), en repli de -6,4 %. Pour mémoire, ce segment a fait l'objet, il y a quelques années, d'une forte évolution de son mix produit, caractérisé par l'abandon des ventes de hauts parleurs multimédias et de webcams. Cette période transitoire a permis 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 à développer la gamme Djing du groupe afin de séduire les amateurs et professionnels de musique. Dans ce sens, le département présente une actualité encourageante, à l'image du partenariat signé avec le premier distributeur américain de matériel de musique, Jam Industries / American Music and Sound.

- **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, qui a représenté 95 % des revenus totaux du groupe en 2018 (vs. 94 % e 2017), a été pénalisé par un fort effet de base, compte tenu du très bon millésime en matière de sorties de jeux vidéo de voitures survenu en 2017. La dynamique de ventes s'est essouffée en fin d'année 2018, conduisant le groupe à enregistrer des replis importants dans certaines régions, notamment au sein de l'Union Européenne. Toutefois, le succès du déploiement international notamment en Asie-Pacifique et en Amérique du Nord a permis au groupe de limiter sa baisse d'activité sur la période. A noter également, le très bon positionnement du groupe sur le segment du e-sport, dont le développement fulgurant ces dernières années laisse présager un potentiel de croissance très intéressant. Cette nouvelle discipline devrait soutenir la vente de gammes de produits spécifiques add-on (volant haut de gamme, levier de vitesse, gamepad, manettes), segment sur lequel Guillemot fait figure d'acteur incontournable, à l'image de sa position de leader sur le marché américain des volants de jeux vidéo (plus de 60 % de parts de marché aux Etats-Unis en valeur en 2018).

### Ventilation du chiffre d'affaires 2018 par zone géographique et par activité :



Source : Guillemot

On note ici la nette contribution de Thrustmaster au chiffre d'affaires 2018 (95 % du CA 2018) 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.



Hercules P32 DJ

WAE Outdoor P34 plus



Sur ces secteurs très concurrentiels, il convient de rappeler que le mix produit 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. A ce titre et afin de mieux cibler les attentes spécifiques des consommateurs, le groupe s'appuie 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 également 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, mais surtout ces derniers trimestres pour des produits avec commande vocale intégrée, fonctionnalité non couverte par les produits WAE. Dans ce contexte, 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 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, permettant 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 audio 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 volants sur les support de jeu les plus répandus (PC, Xbox One et PS4) et ce, avec des catégories allant des produits d'entrée de gamme aux produits très haut de gamme.

Le positionnement de leader de Thrustmaster s'est inscrit ces dernières années dans un environnement porteur et en croissance. A titre d'illustration, le marché français du jeu vidéo a enregistré en 2018 une croissance record de +15 % totalisant un chiffre d'affaires historique de 4,9 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 278 M€ en hausse de +2 % par rapport en 2018 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 2019 devraient dépasser 1,1 milliards de dollars et fédérer plus de 450 millions de spectateurs. Selon ce même rapport, le secteur pourrait atteindre entre 1,8 et 3,2 Md\$ d'ici 3 ans réunissant près de 645 millions de joueurs.

Grâce à sa position d'acteur incontournable (sur ses produits phares, les volants et les joysticks, le groupe dispose aux Etats-Unis d'une position de leader incontesté, avec des parts de marché en valeur supérieures à 60 % et à 85 % respectivement), 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.



T.Racing Scuderia Ferrari Edition



TM Open Wheel Add-on



TMX Pro

## 1.2 Commentaires sur les résultats 2018

### UNE CROISSANCE ATONE DANS UN MARCHÉ QUI ENGAGE SA PHASE DE TRANSITION

Au titre de l'année 2018, Guillemot a publié un chiffre d'affaires de 81,2 M€, en hausse de +0,9 % yoy. Dans le détail :

- Thrustmaster, contributeur principal de l'activité, a enregistré un niveau d'activité stable sur l'ensemble de l'année, affichant une légère progression de +1,5 % yoy, à 76,8 M€. Cette performance est à mettre en parallèle d'une très bonne année 2017 pour le groupe, qui avait été portée par un contexte de marché très prolifique en matière de sorties de jeux vidéo (Gran Turismo, Forza Motorsport 7, WRC7 et Gravel) et conduisant de ce fait à un fort effet de base. A noter toutefois, le bon développement des ventes en région Asie-pacifique et en Amérique du Nord qui viennent compenser la baisse d'activité visible au sein de l'Union Européenne.
- Hercules a affiché un léger repli à 4,4 M€ de -6,4 % yoy, le volume d'activité sur cette marque restant encore faible, et ce, notamment après l'abandon il y a quelques années des ventes de haut-parleurs multimédias et des webcams. Les produits DJing ne permettent pas encore de compenser cette perte, et les nouvelles enceintes outdoor WAE nécessitent de nouveaux développements pour faire face à un environnement concurrentiel important, notamment face aux enceintes à commande vocale intégrée. La contribution d'Hercules reste ainsi peu significative, pour ne représenter guère plus de 5 % des revenus sur l'année, même si les deux gammes de produits (DJing et Audio outdoor) présentent un potentiel de développement intéressant. Le département, qui fait actuellement l'objet d'un plan d'innovation et de renouvellement de gammes, présente toutefois une actualité encourageante, à l'image du partenariat signé avec le premier distributeur américain de matériel de musique, Jam Industries / American Music and Sound.

#### Ventilation du chiffre d'affaires 2018 par segment, en M€

En M€	2017	2018	var en %
Hercules	4,7	4,4	-6,4 %
Thrustmaster	75,7	76,8	+1,5 %
<b>Total</b>	<b>80,4</b>	<b>81,2</b>	<b>+0,9 %</b>

Source : Guillemot

### UN NIVEAU DE RENTABILITE OPERATIONNELLE EN NETTE AMELIORATION

Au titre de l'année 2018 et dans la lignée du S1 2018, Guillemot a affiché des bons niveaux rentabilité opérationnelle avec un ROC de 6,9 M€ (vs 3,9 M€ en 2017), signant une excellente progression de +77 % sur la période. Dans ce sens, la marge brute comptable progresse fortement et s'établit à 52,7 % du CA (vs. 48,2 % en 2018) et ce, compte tenu de la bonne évolution du mix produit, en particulier sur les add-ons.

Après un résultat financier positif de 3,1 M€ (lié à l'appréciation du portefeuille de VMP Ubisoft pour 2,8 M€) et à l'activation d'une partie des déficits reportables du groupe Guillemot, le résultat net part du groupe ressort positif sur l'année et s'établit à 12,2 M€ (vs. 17,5 M€ en 2017).

Au niveau bilanciel, la société dispose toujours d'une situation financière saine, avec des capitaux propres s'élevant au 31 décembre 2018 à 58,3 M€. A cette même date, Guillemot affiche un endettement net de 7,1 M€ (vs. 1,2 M€ au 31 décembre 2017), et ce sans prendre en compte les VMP sur les titres Ubisoft (31,3 M€ au 31 décembre 2018).

La variation du BFR s'élève quant à elle à +11,7 M€, compte tenu du niveau de stocks important fin 2018 de près de 25 M€ (vs. 8,4 M€ fin 2017), le management s'étant préparé à une fin d'année 2018 plus dynamique. A noter que ces niveaux de stocks importants sont constitués principalement des best-sellers du groupe, à savoir des casques et des volants, produits qui par conséquent pourront être facilement écoulés au cours du début d'année 2019.

**Compte de résultat consolidé 2018, en M€**

(en M€)	2017	2018
<b>Chiffre d'affaires</b>	<b>80,4</b>	<b>81,2</b>
% évolution	25,2%	1,0%
<b>Achats consommés</b>	<b>41,6</b>	<b>57,1</b>
% du CA	51,7%	70,4%
Variation des stocks de produits finis	-0,09	18,71
<b>Marge brute</b>	<b>38,7</b>	<b>42,8</b>
% du CA	48,2%	52,7%
<b>Charges de personnel</b>	<b>8,3</b>	<b>9,4</b>
% du CA	10,3%	11,5%
<b>Charges externes</b>	<b>14,9</b>	<b>15,7</b>
% du CA	18,5%	19,4%
Impôts et taxes	0,4	0,4
Autres produits et charges d'exploitation	-5,3	-5,7
<b>EBE</b>	<b>9,9</b>	<b>11,6</b>
% du CA	12,3%	14,2%
Dépréciation et amortissements	6,0	4,7
<b>Résultat opérationnel courant</b>	<b>3,9</b>	<b>6,9</b>
% du CA	4,8%	8,5%
Autres produits et charges opérationnelles	2,0	0,0
<b>Résultat opérationnel</b>	<b>5,9</b>	<b>6,9</b>
% du CA	7,3%	8,5%
Produits financiers	0,1	0,0
Coût de l'endettement financier brut	0,2	0,2
Coût de l'endettement financier net	-0,2	-0,1
Autres produits et charges financiers	14,0	3,2
<b>Résultat financier</b>	<b>13,8</b>	<b>3,1</b>
<b>Résultat avant impôts des sociétés consolidées</b>	<b>19,7</b>	<b>9,9</b>
Impôts	2,2	-2,2
<b>Résultat Net part du groupe</b>	<b>17,5</b>	<b>12,1</b>

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

Marge brute en nette augmentation sous l'effet de la variation de stocks de produits finis et de l'évolution favorable du mix-produits, à plus forte valeur ajoutée

Belle maîtrise opérationnelle conduisant à un record de rentabilité

Variation positive du portefeuille de VMP mais dont l'impact moindre conduit au repli du résultat financier

Source : Guillemot

### 1.3 Perspectives à moyen terme : un marché porté l'e-sport et la conquête internationale

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

Le secteur des jeux vidéo a signé en 2018 l'une de ses plus belles années totalisant un chiffre d'affaires global en France de l'ordre de 4,9 Mds €. L'ensemble des acteurs de cet écosystème (consolidiers, 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 ...), Guillemot est toutefois parvenu en 2018 à maintenir un niveau d'activité stable et ce, malgré un fort effet de base défavorable.

L'engouement grandissant pour le *e-sport* (manifestations, évènements, produits dérivés) devrait soutenir les ventes de gammes de produits spécifiques dites add-on à forte valeur ajoutée (volant haut de gamme, levier de vitesse, gamepad, manettes spéciales) et compenser ainsi une actualité jeux vidéo moins dense dans les 2 prochaines années (compte tenu des sorties attendues des consoles de nouvelles générations).

Par ailleurs, le groupe s'implante peu à peu sur le 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, de l'ordre de 657 M\$ et ce, rien qu'aux Etats-Unis. A ce stade, Guillemot demeure bien en deçà des volumes d'activité de ses principaux concurrents, à l'image de Turtle Beach qui comptabilise à lui seul 30 % des parts de marché (source Guillemot). Toutefois, les leviers de croissance sont importants, compte tenu des synergies commerciales et industrielles mais également de la complémentarité de l'offre commercialisée par le groupe. Le positionnement stratégique de Guillemot sur d'autres segments voisins (volants et joysticks) devrait lui permettre, selon nous, d'accéder à un potentiel de croissance substantiel spécifiquement sur les casques Gaming.

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

---

Les objectifs stratégiques s'orientent 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 en valeur (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 2019 devrait voir perdurer les efforts de consolidation et de reconstruction. Le management s'est dit très prudent quant à la croissance de ce segment en 2019 notamment suite à l'abandon de plusieurs gammes de produits ces dernières années (webcam, haut parleurs...). Si l'activité a été relativement peu contributive au chiffre d'affaires global au cours des dernières années, les nouveaux lancements ainsi que la concrétisation prochaine de beaux projets devraient vraisemblablement stimuler la croissance de ce segment.

A ce titre, de nombreux projets sont 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 distributeur américain devrait soutenir les ventes Djing aux Etats-Unis, générant un relai de croissance non négligeable pour l'activité.

Le segment WAE fait également l'objet d'un important travail de différenciation compte tenu de l'arrivée de nouveaux poids lourds sur le marché. De nouveaux projets devraient voir le jour en 2019, en ciblant davantage les attentes et besoins des consommateurs en se basant une nouvelle fois sur le « Design Thining ».

## 2 Prévisions FY 2019

---

Lors de la présentation des résultats annuels 2018, le management a témoigné d'une certaine prudence quant à la dynamique d'activité à attendre en 2019, compte tenu d'une actualité de marché moins riche que les années précédentes. Toutefois, 1/ la montée en puissance du e-sport et le très bon positionnement de Guillemot sur ce segment (Volants, Casques, produits dits « add-on ») associé à 2/ la conquête de nouvelles parts de marché à l'étranger et à la bonne dynamique de la région Asie - Pacifique devraient permettre au groupe de dégager des volumes d'activité compris entre 70 et 75 M€.

Nous tablons ainsi sur un chiffre d'affaires 2019 en haut de fourchette des indications du management, soit un CA en repli de -8,2% yoy à 74,6 M€.

Du point de vue de la rentabilité, nous prévoyons un taux de marge brute de l'ordre de 52 % pour l'ensemble de l'exercice 2019, taux que nous faisons très légèrement croître pour les exercices 2020 et 2021. Considérant que la société sera par ailleurs à même de retrouver des niveaux de marges satisfaisant en dépit de la baisse d'activité attendue en 2019, nous tablons ainsi sur un ROP 2019 de 3,2 % puis, un retour à de meilleurs niveaux en 2020 de l'ordre de 8,5 % du CA.

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						0,60%
Taille du CA						0,60%
Rentabilité opérationnelle						0,60%
Gearing						0,40%
Risque Client						1,00%
<b>TOTAL</b>						<b>4,20%</b>

Par conséquent, sur la base d'un taux sans risque de 0,62 % (moyenne à 3 mois de l'OAT TEC 10 – source Agence France Trésor), d'une prime de marché 7,86 % (sources : Risk Premia et Fairness Finance, estimation Genesta), d'un beta de la société de 1,33 (source Damodaran), 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 15,27 %.

Taux sans risque	Prime de marché	Beta	Prime Small Caps	Coût du capital	Coût de la dette	Levier financier	Taux d'impôts	WACC
0,62%	7,86%	1,33	4,20%	15,27%	3,0%	0,00%	33,3%	<b>15,27%</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 15,27 %, nous obtenons le tableau de flux de trésorerie disponible suivant (en M€) :

	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
Chiffre d'affaires	81,22	74,55	81,29	86,96	92,17	97,70	103,08	107,20	111,49	114,83	118,28
Excédent brut d'exploitation	11,59	6,24	11,09	12,32	12,81	13,33	13,73	14,14	14,56	15,00	15,45
Impôt	0,38	2,23	-2,20	0,44	1,38	3,23	3,35	3,48	3,62	3,75	3,93
Investissements	3,09	2,83	3,90	3,48	3,83	4,21	4,38	4,55	4,64	4,74	4,83
Variation de BFR		-5,77	0,10	-2,02	2,22	0,88	0,86	0,87	0,92	0,66	0,92
FCF opérationnels		6,94	9,29	10,42	5,38	5,01	5,14	5,23	5,38	5,84	5,76
FCF opérationnels actualisés		6,27	7,28	7,08	3,17	2,56	2,28	2,01	1,80	1,69	1,45

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		35,59	76,4%
Période 11-20 ans	2,0%	7,74	16,6%
Taux de croissance à l'infini	1,5%	3,25	7,0%
<b>Total</b>		<b>46,58</b>	<b>100,0%</b>
<b>dont valeur terminale</b>		<b>10,99</b>	<b>23,6%</b>

Source : estimations Genesta

Ainsi, la valorisation d'entreprise de Guillemot ressort à 46,52 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)	35,59
+ Valeur terminale actualisée	10,99
+ Titres financiers	35,23
+ Titres mis en équivalences	
- Provisions	0,04
- Endettement financier net	7,90
- Minoritaires	0,00
+ Reports déficitaires actualisés	5,53
= Valeur des Capitaux Propres pg	79,41
Nombre d'actions (en millions)	15,29
Valeur par action	<b>5,19</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 35,23 M€ (cours de bourse au 29 mars 2019 de 79,36 €).

In fine, la méthode d'actualisation des flux de trésorerie disponibles (« Discounted Cash Flow ») fait ressortir une valeur par action de 5,19 € soit une potentielle appréciation de la valeur de +61,3 % par rapport au cours de clôture du 29 mars 2019 de 3,22 €.

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	14,27%	5,33	5,34	5,35	5,36	5,37
	14,77%	5,25	5,26	5,27	<b>5,28</b>	5,29
	15,27%	5,18	5,19	<b>5,19</b>	5,20	5,21
	15,77%	5,10	<b>5,11</b>	5,12	5,13	5,14
	16,27%	5,03	5,04	5,05	5,06	5,07

## 3.2 Comparables

### 3.2.1 Choix des comparables

Guillemot conçoit et développe une gamme de produits de loisirs interactifs qui s'articule autour : 1/ des matériels et périphériques audios, 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. Nous avons également sélectionné Innelec Multimedia, société spécialisée dans la distribution de produits multimédia.

En ce qui concerne Hercules, nous avons choisi d'intégrer à notre échantillon la société danoise Bang & Olufsen A/S, spécialiste dans la conception d'appareil audiovisuels haut de gamme.

Ainsi, notre échantillon de comparables est composé de trois sociétés : Bigben Interactive, Innelec Multimedia et Bang & Olufsen A/S.

**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.

**Innelec Multimedia** : Innelec Multimedia est une société française spécialisée dans la distribution de produits multimédia tels que des accessoires de jeux vidéo, accessoires gaming et audio, et autres produits dérivés. Présent en France mais également à l'international, la société offre ses produits sur de nombreux supports multimédias, lui permettant de toucher un large public.

**Bang & Olufsen A/S** : Le groupe Bang & Olufsen possède un savoir-faire reconnu dans la conception d'appareils audiovisuels haut de gamme. La société commercialise des équipements adaptés aux téléphones mobiles notamment (casques, enceintes bluetooth portables, enceintes...).

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

	CA 18	CA 19	CA 20	EBE 18	EBE 19	EBE 20	REX 18	REX 19	REX 20	RN 18	RN 19	RN 20
Bigben Interactive	245,0	284,0	321,0	41,3	52,5	63,5	21,7	27,0	34,1	15,0	19,0	23,6
Innelec Multimedia	107,4	110,8	113,9	2,7	2,8	3,1	2,1	2,2	2,6	1,8	1,8	2,1
Bang & Olufsen	396,0	420,5	445,6	41,9	49,3	66,6	17,8	32,0	43,4	11,9	22,9	33,5

Source : Infront Analytics

	Capitalisation	Dette nette	Minoritaires	VE
Bigben Interactive	163,6	9,6	0,0	173,3
Innelec Multimedia	13,8	0,5	0,0	14,3
Bang & Olufsen	346,3	-132,3	0,0	214,0

Source : Infront Analytics

### 3.2.2 Valorisation

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

	VE/CA 19	VE/CA 20	VE/ EBE 19	VE/ EBE 20	VE/REX 19	VE/REX 20	PE 19	PE 20
<b>Bigben Interactive</b>	0,61	0,54	3,30	2,73	6,42	5,08	8,61	6,93
<b>Innelec Multimedia</b>	0,13	0,13	5,16	4,55	6,50	5,61	7,59	6,44
<b>Bang &amp; Olufsen</b>	0,51	0,48	4,34	3,22	6,69	4,93	15,12	10,34
<b>Moyenne</b>	0,42	0,38	4,27	3,50	6,53	5,21	10,44	7,91
<b>Médiane</b>	0,51	0,48	4,34	3,22	6,50	5,08	8,61	6,93

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 19	CA 20	EBE 19	EBE 20	REX 19	REX 20	RN 19	RN 20
<b>Guillemot</b>	74,55	81,29	6,24	11,09	2,36	6,94	1,72	5,36
<b>Valorisation induite</b>	63,77	63,79	59,37	71,54	48,14	68,90	50,67	75,14
	70,70	71,79	59,84	68,43	48,06	68,03	47,53	69,92
<b>Valorisation moyenne (€/ action)</b>	4,42		4,24		3,81		3,98	

Il convient de souligner que la valorisation induite de Guillemot est calculée sur la base des multiples présentés précédemment et intègre la valorisation du portefeuille de VMP (titres Ubisoft détenus par le groupe) pour 35,3 M€ (au cours du 29/03/2019).

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 -7,6 % aux résultats évoqués précédemment.

Capitalisation moyenne des comparables	174,6	M€
Capitalisation non corrigée de la société	66,2	M€
Rapport des capitalisations	37,9%	
<b>Décote à appliquer</b>	<b>-7,6%</b>	

Après décote, nous obtenons les valorisations suivantes :

<b>Valorisation moyenne / action</b>	4,08	3,91	3,52	3,67
<b>Moyenne</b>	<b>3,80</b>			

La méthode des comparables boursiers fait ressortir une valeur par action comprise entre 3,52 € et 4,08 € par titre, avec une moyenne de 3,80 €, soit une potentielle appréciation de la valeur de +18,2 % par rapport au cours de clôture du 29 mars 2019 de 3,22 €.

### 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€)	2016	2017	2018E	2019E	2020E	2021E
<b>Chiffre d'affaires</b>	<b>64,20</b>	<b>80,45</b>	<b>81,22</b>	<b>74,55</b>	<b>81,29</b>	<b>86,96</b>
%évolution	-2,4%	25,3%	1,0%	-8,2%	9,0%	7,0%
<b>Marge Brute</b>	<b>30,79</b>	<b>38,77</b>	<b>42,80</b>	<b>38,77</b>	<b>42,43</b>	<b>45,65</b>
%du CA	48,0%	48,2%	52,7%	52,0%	52,2%	52,5%
<b>Charges de personnel</b>	<b>8,28</b>	<b>8,25</b>	<b>9,35</b>	<b>9,81</b>	<b>9,96</b>	<b>10,06</b>
%du CA	12,9%	10,3%	11,5%	13,2%	12,3%	11,6%
<b>Charges externes</b>	<b>14,49</b>	<b>14,90</b>	<b>15,73</b>	<b>18,28</b>	<b>17,39</b>	<b>18,56</b>
%du CA	22,6%	18,5%	19,4%	24,5%	21,4%	21,3%
<b>Excédent brut d'exploitation</b>	<b>4,58</b>	<b>9,95</b>	<b>11,59</b>	<b>6,24</b>	<b>11,09</b>	<b>12,32</b>
%évolution	-29,7%	117,0%	16,5%	-46,2%	77,9%	11,0%
%du CA	7,1%	12,4%	14,3%	8,4%	13,6%	14,2%
<b>Résultat opérationnel</b>	<b>0,70</b>	<b>5,92</b>	<b>6,89</b>	<b>2,36</b>	<b>6,94</b>	<b>7,94</b>
%évolution	-76,2%	751,3%	16,4%	-65,8%	194,8%	14,4%
%du CA	1,1%	7,4%	8,5%	3,2%	8,5%	9,1%
<b>Résultat financier</b>	<b>-0,26</b>	<b>-0,16</b>	<b>-0,13</b>	<b>-0,20</b>	<b>-0,20</b>	<b>-0,20</b>
<b>Résultat courant avant impôts</b>	<b>0,43</b>	<b>5,76</b>	<b>6,76</b>	<b>2,16</b>	<b>6,74</b>	<b>7,74</b>
<b>Résultat Net part du groupe</b>	<b>3,03</b>	<b>17,52</b>	<b>12,15</b>	<b>1,72</b>	<b>5,36</b>	<b>6,15</b>
%évolution	-56,9%	477,7%	-30,6%	-85,9%	212,4%	14,8%
%du CA	4,7%	21,8%	15,0%	2,3%	6,6%	7,1%
<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>0,06</b>	<b>3,53</b>	<b>8,95</b>	<b>1,72</b>	<b>5,36</b>	<b>6,15</b>
%du CA	0,1%	4,4%	11,0%	2,3%	6,6%	7,1%

Année de transition en 2019 et 2020 dans l'attente des sorties de consoles de nouvelles générations. Activité toutefois tirée par l'essor du e-sport et la dynamique soutenue à l'international

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

### 4.2 Bilan – principaux agrégats

Au 31/12 (en M€)	2016	2017	2018E	2019E	2020E	2021E
<b>Immobilisations incorporelles</b>	<b>7,78</b>	<b>10,65</b>	<b>11,12</b>	<b>11,12</b>	<b>11,12</b>	<b>11,12</b>
<b>Goodwill</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>Immobilisations corporelles</b>	<b>2,68</b>	<b>2,32</b>	<b>2,61</b>	<b>2,61</b>	<b>2,61</b>	<b>2,61</b>
<b>Immobilisations financières</b>	<b>0,46</b>	<b>0,42</b>	<b>0,39</b>	<b>0,39</b>	<b>0,39</b>	<b>0,39</b>
<b>BFR</b>	<b>13,78</b>	<b>7,84</b>	<b>20,21</b>	<b>14,44</b>	<b>14,54</b>	<b>12,53</b>
%du CA	21,5%	9,7%	24,9%	19,4%	17,9%	14,4%
<b>Dettes financières</b>	<b>11,29</b>	<b>10,56</b>	<b>11,87</b>	<b>9,87</b>	<b>5,87</b>	<b>2,87</b>
<b>Trésorerie</b>	<b>2,16</b>	<b>10,29</b>	<b>4,01</b>	<b>8,04</b>	<b>7,20</b>	<b>10,27</b>
<b>Endettement net (hors VMP)</b>	<b>9,12</b>	<b>1,27</b>	<b>7,86</b>	<b>1,83</b>	<b>-1,33</b>	<b>-7,40</b>

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

Au 31/12 (en M€)	2016	2017	2018E	2019E	2020E	2021E
<b>CAF</b>	<b>7,53</b>	<b>10,04</b>	<b>14,05</b>	<b>5,60</b>	<b>9,51</b>	<b>10,53</b>
<b>Investissements</b>	<b>2,20</b>	<b>2,29</b>	<b>3,09</b>	<b>2,83</b>	<b>3,90</b>	<b>3,48</b>
%du CA	3,4%	2,8%	3,8%	3,8%	4,8%	4,0%
<b>Variation du BFR</b>	<b>4,92</b>	<b>-5,94</b>	<b>12,38</b>	<b>-5,77</b>	<b>0,10</b>	<b>-2,02</b>
<b>Flux de trésorerie d'exploitation net</b>	<b>0,41</b>	<b>13,70</b>	<b>-1,41</b>	<b>8,54</b>	<b>5,51</b>	<b>9,07</b>

Augmentation des CAPEX progressive



#### 4.4 Ratios financiers

Au 31/12 (en M€)	2016	2017	2018E	2019E	2020E	2021E
<b>Bénéfice net par action (hors impact Ubisoft)</b>	<b>0,00</b>	<b>0,23</b>	<b>0,59</b>	<b>0,11</b>	<b>0,35</b>	<b>0,40</b>
%évolution	-97,0%	6 26,6%	153,8%	-80,8%	2 2,4%	14,8%
<b>Capitalisation boursière</b>	<b>20,26</b>	<b>69,49</b>	<b>50,45</b>	<b>49,23</b>	<b>49,23</b>	<b>49,23</b>
Valeur d'entreprise	29,38	70,77	58,31	51,06	47,90	41,83
<b>P/E retraité</b>	<b>357,59</b>	<b>19,70</b>	<b>5,63</b>	<b>28,69</b>	<b>9,18</b>	<b>8,00</b>
P/CF	0,26	0,35	0,49	0,20	0,33	0,37
Market to Book	0,71	1,53	0,87	0,82	0,75	0,69
<b>VE / CA</b>	<b>0,46</b>	<b>0,88</b>	<b>0,72</b>	<b>0,68</b>	<b>0,59</b>	<b>0,48</b>
<b>VE / EBE</b>	<b>6,41</b>	<b>7,11</b>	<b>5,03</b>	<b>8,19</b>	<b>4,32</b>	<b>3,40</b>
<b>VE / ROP</b>	<b>42,23</b>	<b>11,95</b>	<b>8,46</b>	<b>21,67</b>	<b>6,90</b>	<b>5,27</b>
<b>EBE / CA</b>	<b>7,1%</b>	<b>12,4%</b>	<b>14,3%</b>	<b>8,4%</b>	<b>13,6%</b>	<b>14,2%</b>
<b>ROC / CA</b>	<b>1,1%</b>	<b>7,4%</b>	<b>8,5%</b>	<b>3,2%</b>	<b>8,5%</b>	<b>9,1%</b>
<b>ROP / CA</b>	<b>1,1%</b>	<b>7,4%</b>	<b>8,5%</b>	<b>3,2%</b>	<b>8,5%</b>	<b>9,1%</b>
<b>Résultat net / CA</b>	<b>4,7%</b>	<b>21,8%</b>	<b>15,0%</b>	<b>2,3%</b>	<b>6,6%</b>	<b>7,1%</b>
<b>Gearing</b>	<b>32,2%</b>	<b>2,8%</b>	<b>13,5%</b>	<b>3,1%</b>	<b>-2,0%</b>	<b>-10,3%</b>
<b>Capitaux engagés</b>	<b>24,70</b>	<b>21,22</b>	<b>34,33</b>	<b>28,55</b>	<b>28,66</b>	<b>26,64</b>
<b>RCE</b>	<b>1,3%</b>	<b>17,4%</b>	<b>26,5%</b>	<b>6,7%</b>	<b>19,4%</b>	<b>23,9%</b>
<b>Rentabilité des Fonds Propres</b>	<b>10,7%</b>	<b>38,5%</b>	<b>20,9%</b>	<b>2,9%</b>	<b>8,2%</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 à l'émetteur préalablement à sa diffusion
Non	Non	Non	Non	Oui	Non	Non

En qualité de Conseiller en Investissements Financiers, membre de la CNCIF, 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 la CNCIF et des Procédures prévues par la CNCIF 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
1 <sup>er</sup> avril 2019	Flash Valeur <b>Achat Fort</b>	<b>4,50 €</b>
4 février 2019	Flash Valeur <b>Achat Fort</b>	<b>5,20 €</b>
29 octobre 2018	Flash Valeur <b>Achat Fort</b>	<b>5,90 €</b>
27 septembre 2018	Flash Valeur <b>Achat Fort</b>	<b>6,90 €</b>
30 juillet 2018	Flash Valeur <b>Achat</b>	<b>6,70 €</b>
30 avril 2018	Flash Valeur <b>Achat Fort</b>	<b>6,50 €</b>

### 5.4 Répartition des opinions



## 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 États-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.