

Date de première diffusion : 29 mars 2021

# Guillemot

## 2020 : l'année des Game Changers !

L'année 2020 aura belle et bien été une année exceptionnelle pour l'industrie du Gaming

2020 se termine sur de nouveaux records d'activité pour l'univers du jeu vidéo, avec un marché mondial de 179,7 Md\$, en progression de +20,0 % selon IDC Data. Durant cette période :

- L'impact Covid-19 et en particulier les impératifs de confinement de la population ont impliqué au cours de l'année une demande très importante des consommateurs via le e-commerce et le digital...
- La sortie en fin d'année des consoles de nouvelle génération PlayStation 5 et Xbox Series X/S, les deux produits hardware majeurs du secteur, ouvre une nouvelle phase de croissance pour l'ensemble de l'écosystème...

Sur ces bases, l'industrie devrait enregistrer au cours des prochaines années des niveaux de croissance de plus de +10 %, accompagnée par les phénomènes du e-sport et du cloud gaming...

### Commentaires sur les résultats 2020 de Guillemot

Au titre de son exercice 2020, Guillemot avait publié un CA de 120,6 M€, en très forte croissance de +98 %, au-delà de nos attentes. Tout au long de l'exercice, les équipes opérationnelles ont su répondre à l'explosion de la demande, à la fois au niveau des capacités de production, mais aussi en orientant les ventes vers les acteurs du e-commerce, acteurs qui ont largement surpassé la baisse des ventes des réseaux de magasins physiques.

En ce qui concerne la rentabilité 2020, les résultats communiqués par Guillemot sont impressionnants, le levier offert par la progression des ventes ayant joué à plein : le résultat opérationnel courant 2020 ressort ainsi à 19,0 M€, contre une perte de -2,6 M€ en 2019, les charges de personnel et les charges externes ayant progressé bien plus lentement que les ventes.

Dans le même temps, le résultat financier s'établit lui aussi en territoire largement positif, à 7,4 M€ compte tenu d'un gain latent de 7,7 M€ lié à la hausse de la valorisation des titres Ubisoft en portefeuille. In fine, le résultat net enregistre un rebond substantiel pour atteindre 29,8 M€ (vs. -6,4 M€ en 2019). Un dividende de 0,25 € / action devrait être voté lors de la prochaine assemblée générale.

### Profil de croissance dopé : Opinion Achat Fort !

Suite à cette publication, nous revoyons nos scénarios de croissance pour les exercices à venir, tenant compte du volontarisme exprimé par le management et des perspectives très favorables du marché du Gaming, segment de marché adressé qui reste le driver sur la valeur Guillemot.

Après mise à jour de notre modèle, nous ajustons à la hausse notre TP, qui ressort désormais à 18,80 € / titre (vs. 12,45 €). Opinion Achat Fort sur la valeur.

### Raphaëlle POULAIN

Analyste Financier

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

01 45 63 68 62

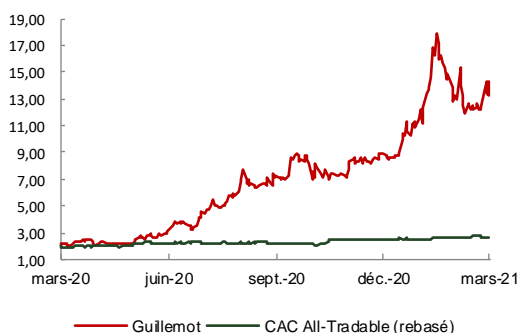
**Opinion** **1. Achat Fort**  
**Cours (clôt. au 26 mars 2021)** **14,35 €**  
**Objectif de cours** **18,80 € (+31 %)**

### Données boursières

Code Reuters / Bloomberg	GTCN.PA / GUI:FP
Capitalisation boursière	219,4 M€
Valeur d'entreprise	201,2 M€
Flottant	53,09 M€ (24,2 %)
Nombre d'actions	15 287 480
Volume quotidien	693 903 €
Taux de rotation du capital (1 an)	46,50%
Plus Haut (52 sem.)	17,90 €
Plus Bas (52 sem.)	2,02 €

### Performances

Absolue	1 mois	6 mois	12 mois
	+1 %	+85,9 %	+560,9 %



### Actionariat

Flottant : 26,6 % ; Guillemot Brothers & Famille : 72,8 % ;  
 Autocontrôle : 0,7 %

### Agenda

CA T1 2021 publié le 29 avril 2021

### Chiffres Clés

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
CA (M€)	60,9	120,6	163,2	189,4	212,8
Evolution (%)	-25,1%	98,1%	35,3%	16,0%	12,4%
EBE (M€)	2,0	26,1	29,7	35,3	37,9
ROP (M€)	-2,6	23,1	22,9	27,8	29,1
Marge op. (%)	-4,3%	19,1%	14,0%	14,7%	13,7%
Res. Net. Pg (M€)*	-2,4	22,1	21,8	26,6	27,4
Marge nette (%)*	-3,9%	18,3%	13,3%	14,0%	12,9%
BPA*	-0,16	1,45	1,42	1,74	1,79

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

### Ratios

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
VE / CA	0,6	1,7	1,1	0,8	0,6
VE / EBE	17,1	7,7	6,1	4,3	3,2
VE / ROP	ns	8,7	7,9	5,5	4,1
P / E *	ns	9,9	10,1	8,3	8,0
Gearing (%)	20%	-23%	-38%	-53%	-64%
Dette nette / EBE	5,1	-0,7	-1,3	-1,9	-2,6
RCE (%)	-8%	93%	75%	82%	81%

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 audio de Djing et périphériques, 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 de produits de niche autour de la musique numérique et du Djing. Thrustmaster produit des accessoires de jeux vidéo pour la plupart des plateformes, 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 plus de 93 % 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 « Design 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 des résultats 2020 et au regard de la confiance exprimée par le management, nous revoyons nos scénarios de croissance pour la société, à court et moyen termes : CA 2021 de 163,2 M€ (+35,3 % yoy) et CA 2022 de 189,4 M€ (+16,0 % yoy), alliés à des niveaux de résultat opérationnel de 22,9 M€ en 2021 et de 27,8 M€ en 2022.

Après mise à jour du WACC, l'actualisation des flux de trésorerie d'exploitation disponibles, avec un coût moyen pondéré des ressources de 12,15 %, valorise le titre à 18,80 € 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 (via l'entité Nacon) et de produits audio.
- 2) Netgear : société américaine spécialisée dans les équipements informatiques et périphériques.
- 3) Innelec Multimedia : société française spécialiste de la distribution de produits numériques multimédias (jeux vidéo, audio, etc).
- 4) 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 18,80 € par titre.

Notre objectif de cours, obtenu par la moyenne des méthodes DCF et Comparables Boursiers, ressort à 18,80 € par action, impliquant un upside de +31,0 % sur la valeur en tenant compte du cours de Guillemot à 14,35 € au 26 mars 2021.

### Opinion Achat Fort.

## SWOT

### Forces

- Capitalisation sur deux marques fortes : Hercules et Thrustmaster
- Innovation technologique et savoir-faire de R&D importants
- Maîtrise des process marketing et de sourcing, grande réactivité démontrée en particulier durant la période de Covid-19
- 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 pouvant être affectée par les évolutions du cours de bourse des titres Ubisoft détenus en portefeuille (baisse de 25 % au cours des 2 derniers mois).

### Opportunités

- Base installée de consoles de dernière génération très importante (de l'ordre de 165 millions de PS4 et Xbox One au global – Déc. 2020)
- 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

### Guillemot entend accompagner ses marchés adressés

Tenant compte des accélérations majeures en cours pour l'industrie du jeu vidéo, Guillemot va accroître significativement ses investissements (5,4 M€ investis en R&D en 2020) pour accélérer le développement de ses gammes de produits et services, pour le compte de sa marque Thrustmaster, mais également pour ses produits Djing sous la marque Hercules.

Les perspectives de croissance mises au jour au travers de la performance enregistrée au cours de l'exercice 2020 rendent le management de Guillemot très offensif et conscient du potentiel de croissance à moyen terme pour ses deux pôles d'activités.

De fait, à plus court terme, Guillemot met ainsi en avant une guidance de chiffre d'affaires de plus de 150 M€ pour 2021, soit d'ores et déjà une croissance envisagée substantielle de près de +25 %.

### Un nouveau profil de rentabilité opérationnelle

Lors de la présentation de ses résultats 2020, Guillemot a démontré le levier opérationnel possible sur ses activités, avec un niveau de ROC 2020 correspondant à plus de 15,0 % de son chiffre d'affaires. Le groupe ayant clairement franchi une étape clef en termes de volume d'affaires (à plus de 100 M€ de CA), nous considérons que Guillemot sera à l'avenir à même d'afficher des taux de marge d'EBITDA s'approchant des 20 % du chiffre d'affaires.

### Opinion Achat Fort avec un objectif de cours porté à 18,80 €

Lors de la présentation de ses résultats 2020, le management de Guillemot s'est montré particulièrement confiant pour l'exercice en cours, considérant que les efforts consentis en 2020 à la fois sur ses capacités de production, mais aussi sur la multiplication des réseaux de distribution adressés, devaient permettre au groupe de dépasser la barre des 150 M€ d'activités en 2021...

Après mise à jour de notre modèle, la valorisation de Guillemot ressort selon nous à 18,80 € par titre. Opinion Achat Fort.

## Sommaire

---

1	Présentation de la société et commentaires sur les derniers résultats.....	4
1.1	Un positionnement qualitatif de niche .....	5
1.2	Commentaires sur les résultats annuels 2020.....	7
1.3	Un environnement de marché plus que favorable .....	8
1.3.1	Un marché du Gaming exceptionnel en 2020.....	8
1.3.2	Accélération des investissements à l’initiative de Guillemot : R&D et International .....	10
2	Prévisions 2021 .....	10
3	Valorisation .....	11
3.1	DCF .....	11
3.1.1	Détermination du taux d’actualisation .....	11
3.1.2	Calcul de FCF opérationnels.....	12
3.1.3	Calcul de la valeur par action .....	12
3.2	Comparables .....	13
3.2.1	Choix des comparables .....	13
3.2.2	Valorisation .....	14
3.2.3	Méthodologie de la décote .....	15
4	Synthèse des comptes .....	16
4.1	Compte de résultats simplifié .....	16
4.2	Bilan – principaux agrégats .....	16
4.3	Tableau des flux de trésorerie – principaux agrégats.....	16
4.4	Ratios financiers.....	17
5	Avertissements importants.....	18
5.1	Définition des opinions et objectifs de cours de Genesta Equity Research.....	18
5.2	Détection de conflits d’intérêts potentiels .....	18
5.3	Historique des opinions et objectifs de cours relatifs à la valeur au cours des 12 derniers mois .....	18
5.4	Répartition des opinions .....	18
5.5	Avertissement complémentaire .....	19

## 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).

Au cours de l'exercice 2020, ce pôle a représenté environ 6,7 % du chiffre d'affaires consolidé, en dépit d'une progression tangible de l'activité de +70 % sur la période. 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. Aujourd'hui, les équipes de Recherche et Développement se concentrent 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 des partenariats signés avec les tous premiers distributeurs américains de matériels de musique (Jam Industries / American Music and Sound et Sweetwater.com pour la vente en ligne), ou encore l'intégration à ses produits d'outils logiciels de type Djuced pour aider les utilisateurs dans leur apprentissage.

- **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, PS4 et maintenant PS5) et de Microsoft (Xbox 360, Xbox One et maintenant Xbox Series X/S). Les principaux produits du groupe sont répartis dans 4 univers, à savoir les volants, les joysticks, les casques gaming et les gamepads.

Ce pôle, qui a représenté 93,3 % des revenus totaux du groupe au cours de l'année 2020, a connu une croissance très importante de son activité (+ 100 %, pour atteindre 112,6 M€ en 2020), en particulier au cours du dernier trimestre avec la sortie des nouvelles consoles PS5 et Xbox Series X/S. Par ailleurs, tout au long de l'année, le contexte de crise Covid-19 a été paradoxalement favorable à toute l'industrie du Gaming. Ainsi, le groupe a bénéficié du confinement des populations particulièrement aux Etats-Unis et en Europe, situation faisant exploser la demande en ligne sur ses produits de simulation en particulier (volants et joysticks). Les équipes opérationnelles de Guillemot sont parvenues à faire face à cette demande très soutenue, ajustant certains flux logistiques pour pouvoir y répondre.

Par ailleurs, 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, manette), 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 (environ 40 % de parts de marché aux Etats-Unis en valeur en 2020, dans un marché en progression de l'ordre de +50 %).

### Ventilation du chiffre d'affaires 2020 par zone géographique et par activité :



Source : Guillemot

Au cours de l'année 2020, Guillemot a pu bénéficier de marchés très porteurs sur ses produits phares :

- croissance du marché des volants en Europe de près de 60 % (119 M€ pour les 5 principaux pays – Source GfK, Guillemot), zone au sein de laquelle le groupe présente des parts de marchés de près de 30 %,
- croissance du marché des volants aux Etats-Unis de près de 50 % (66 M\$ – Source NPD Group Inc, Guillemot), région où Thrustmaster approche les 40 % de parts de marché, ou encore
- croissance de plus de 90 % du marché des joysticks en Europe (21 M€ pour 5 principaux pays – Source GfK, Guillemot), zone pour laquelle Guillemot est le numéro 1 avec sa marque Thrustmaster avec plus de 50 % de parts de marché.

On note également la nette contribution de Thrustmaster au chiffre d'affaires 2020 (93,3 %) et par conséquent la nécessité aujourd'hui pour Guillemot d'investir sur les produits 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 et se focalise aujourd'hui uniquement sur les produits spécifiques de DJing et de musique numérique (logiciel Djuced), avec des accessoires associés à cet écosystème de type enceintes et casques DJ :

#### Produits Djing :



#### Musique numérique :



Sur ces secteurs de l'Audio 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'univers 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 consoles de DJing, y compris en intégrant à ces derniers produits des outils logiciels pour faciliter l'apprentissage des utilisateurs au mix musical (notamment le logiciel propriétaire Djuced).

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.

## 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, puis 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.). De plus en plus, la société dispose d'écosystèmes produits complets adressant un univers, favorisant la valeur ajoutée apportée aux consommateurs, comme cela est le cas sur le Racing (volants + boîtes de vitesse + pédales + afficheurs) ou sur le Flying (joysticks + manettes + palonniers).

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 supports 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.

### L'offre de produits Thrustmaster :



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 de l'ordre de 40 % et à 70 % 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.

## 1.2 Commentaires sur les résultats annuels 2020

### UNE ACTIVITE ANNUELLE 2020 EXCEPTIONNELLE A 120,6 M€

Pour mémoire, au cours de l'année 2020, Guillemot avait annoncé avoir enregistré un CA de 120,6 M€, en hausse significative de +98 % yoy et bien au-dessus de nos estimations. Tout au long de l'année, le groupe a su monter en puissance sur ses productions et ses activités logistiques pour satisfaire la demande des consommateurs dans un environnement très porteur : effet confinement des populations, actualités éditoriales denses, phénomène e-sport...

Dans le détail :

- **Thrustmaster**, contributeur majeur à l'activité du groupe, a enregistré sur l'exercice un chiffre d'affaires de 112,6 M€ (+100 % yoy), avec en particulier une croissance de +196 % yoy au dernier trimestre 2020 avec 37,0 M€ de chiffre d'affaires. Les activités ont été portées par les deux produits phares de la marque, à savoir les joysticks en particulier pour une immersion totale des joueurs s'adonnant au jeu *Flight Simulator 2020* de Microsoft (produit *Thrustmaster Civil Aviation – Gamme Airbus*) mais aussi les volants et accessoires associés (pédaliers, leviers de vitesse, etc) pour les jeux de course de voitures du moment (*F1 2020*, *Project CARS 3* et *WRC 9*). Enfin, les produits gamepads (*Eswap Pro Controller* et son nouveau concept sous forme de modules) continuent d'être largement salués par les critiques spécialisées mettant en avant la qualité et l'innovation apportée.
- La marque **Hercules** a généré quant à elle un chiffre d'affaires de 8,0 M€, en forte hausse également de +70 %, mais sur la base d'une contribution qui reste plus limitée. En particulier, l'activité Djing a bénéficié des ventes de la gamme *DJControl Inpulse* (produit 500).

#### Ventilation du chiffre d'affaires annuel 2020 par segment, en M€

En M€	2019	2020	Var. en %
Hercules	4,7	8,0	+70 %
Thrustmaster	56,2	112,6	+100 %
<b>Total</b>	<b>60,9</b>	<b>120,6</b>	<b>+98 %</b>

Source : Guillemot

### DES RESULTATS HISTORIQUES

Au titre de son exercice 2020, Guillemot a affiché des niveaux de rentabilité opérationnelle exceptionnels, avec un ROC de 19,0 M€, contre une perte de -2,6 M€ en 2019. L'effet volume d'activité a pleinement bénéficié aux résultats du groupe, la marge brute s'établissant à plus de 52 % du chiffre d'affaires, l'environnement très porteur ayant permis au groupe de maintenir des prix de vente à son avantage tout au long de l'exercice. Dans le même temps, les charges opérationnelles sont restées quant à elles sous contrôle (l'évolution des charges de personnel et des charges externes étant bien plus limitée que la progression du chiffre d'affaires, les coûts additionnels spécifiques pour faire face aux conséquences de la crise Covid-19 étant marginaux à l'échelle de Guillemot).

Tenant compte de la performance historique de Thrustmaster, Guillemot comptabilise sur l'exercice une reprise de dépréciation sur cette marque à hauteur de 4,1 M€, portant ainsi le résultat opérationnel 2020 à 23,1 M€, soit 19,1 % du chiffre d'affaires. Pour mémoire, Guillemot avait acquis la marque Thrustmaster en 1999 pour 9,4 M€, montant désormais retenu et affiché comme tel dans les comptes du groupe.

Après un résultat financier positif de 7,4 M€ (lié à un gain latent de 7,7 M€ du portefeuille de VMP Ubisoft) et un niveau d'impôts sur les résultats faible du fait de l'utilisation des déficits reportables historiques, le résultat net part du groupe ressort largement positif et s'établit à 29,8 M€, contre une perte de -6,4 M€ en 2019.

Sur la base de ces excellents résultats, il sera proposé à la prochaine assemblée générale la distribution d'un dividende de 0,25 € par action.

Au niveau bilanciel, la société renforce de fait sa structure financière, au demeurant déjà très saine, avec des capitaux propres s'élevant au 31 décembre 2020 à 79,7 M€. A cette même date, Guillemot affiche un endettement net négatif (-18,2 M€ vs. un endettement net positif de 10,2 M€ au 31 décembre 2019), et ce sans prendre en compte les VMP sur les titres Ubisoft (35,0 M€ au 31 décembre 2020).

La génération de cash sur la période 2020 atteint au global 32,0 M€, bénéficiant d'une capacité d'autofinancement à hauteur de 20,5 M€ et de la réduction du BFR pour un montant de 11,5 M€ (effet favorable sur le BFR de la hausse des dettes fournisseurs et des montants de redevances de licences dues principalement à Sony et Microsoft, en lien avec la progression du chiffre d'affaires).

### Compte de résultat consolidé FY 2020, en M€

(en M€)	2019	2020
<b>Chiffre d'affaires</b>	<b>60,9</b>	<b>120,6</b>
% évolution	-25,1%	98,1%
<b>Achats consommés</b>	<b>28,8</b>	<b>59,7</b>
% du CA	47,3%	49,5%
Variation des stocks de produits finis	-3,2	1,8
<b>Marge brute</b>	<b>28,9</b>	<b>62,8</b>
% du CA	47,5%	52,1%
<b>Charges de personnel</b>	<b>9,8</b>	<b>11,0</b>
% du CA	16,1%	9,1%
<b>Charges externes</b>	<b>13,2</b>	<b>17,6</b>
% du CA	21,6%	14,6%
Impôts et taxes	0,3	0,8
Autres produits et charges d'exploitation	3,6	7,4
<b>EBE</b>	<b>2,0</b>	<b>26,1</b>
% du CA	3,2%	21,6%
Dépréciation et amortissements	4,6	7,1
<b>Résultat opérationnel courant</b>	<b>-2,6</b>	<b>19,0</b>
% du CA	-4,3%	15,7%
Autres produits et charges opérationnelles	0,0	4,1
<b>Résultat opérationnel</b>	<b>-2,6</b>	<b>23,1</b>
% du CA	-4,3%	19,1%
Coût de l'endettement financier net	-0,4	-0,1
Autres produits et charges financiers	-4,3	7,5
<b>Résultat financier</b>	<b>-4,6</b>	<b>7,4</b>
<b>Résultat avant impôts des sociétés consolidées</b>	<b>-7,2</b>	<b>30,5</b>
Impôts	-0,8	0,7
<b>Résultat Net part du groupe</b>	<b>-6,4</b>	<b>29,8</b>

Evolution importante de l'activité, portée par les deux pôles d'activités : Thrustmaster à +100 % Hercules à +70 %

Un niveau de Marge Brute qui franchit allègrement la barre des 50 % du chiffre d'affaires

La croissance de l'activité favorise un résultat largement bénéficiaire, les charges d'adaptation opérationnelle aux conséquences du Covid-19 demeurant limitées

Effet positif de la reprise de dépréciation sur la marque Thrustmaster

Impact favorable correspondant aux titres Ubisoft en portefeuille

Source : Guillemot

## 1.3 Un environnement de marché plus que favorable

### 1.3.1 Un marché du Gaming exceptionnel en 2020

L'année 2020 a été un nouveau sommet pour l'industrie du Gaming, à la fois en France mais aussi au niveau mondial, l'actualité durant cette période constituant 2 « **Game Changers** » **incroyables** pour l'industrie du jeu vidéo toute entière :

- L'impact **Covid-19** et en particulier les impératifs de confinement de la population (en Asie, puis en Europe et ensuite aux Etats-Unis) ont impliqué une demande très importante des consommateurs via le e-commerce et le digital... Ceci a été particulièrement vrai pour les éditeurs de jeux, vendant ainsi de plus en plus sur les plateformes dématérialisées (Steam, PlayStation Now, Xbox Live, Stadia, etc...). Ainsi, par exemple, courant mars 2020, la plateforme de référence Steam enregistrait des records d'audience avec plus de 20 millions de joueurs connectés au même moment. Au plus haut de la crise, certains évoquent des dépenses moyennes par joueur en hausse de près de 40 % (en software et en hardware).
- La **sortie des consoles de nouvelle génération PlayStation 5 et Xbox Series X/S** est devenue effective en novembre 2020. Ainsi, les deux produits hardware majeurs du secteur sont aujourd'hui disponibles et comme historiquement observé, relancent un nouveau cycle de croissance forte pour toute l'industrie du jeu vidéo au regard de la progression des technologies apportées par ces nouveaux produits et l'immersion toujours plus forte pour les joueurs dans leurs univers (effets réalisme et performance). A ce jour, même si les ventes restent bridées du fait de stocks disponibles insuffisants, la PlayStation 5 se serait vendue à environ 5 millions d'unités et la Xbox Series X/S à environ 3 millions.

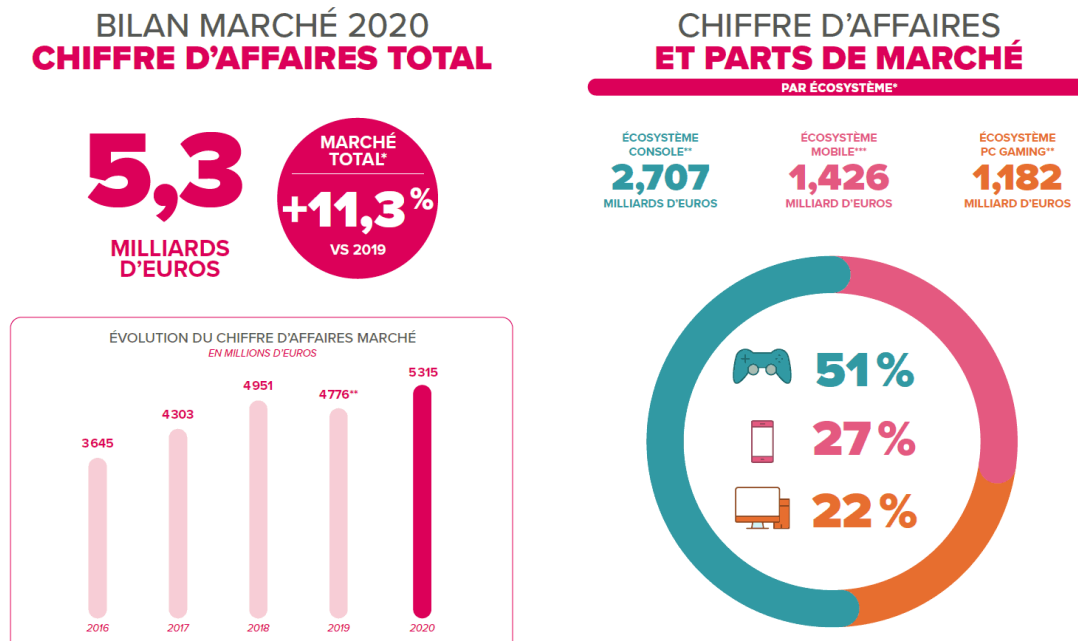


Rappelons que les produits de la génération précédente (PS4 et Xbox One) se sont écoulés globalement à environ plus de 165 millions d'exemplaires (respectivement 115 millions et 50 millions à fin décembre 2020...).

Au-delà de ces deux événements, l'engouement renforcé durant la période de Covid-19 pour le **e-sport** (manifestations, événements, produits dérivés) soutient l'ensemble du secteur, et en particulier pour Guillemot les ventes de gammes de produits spécifiques dites add-on à forte valeur ajoutée (volant haut de gamme, levier de vitesse, gamepad, manette spéciale).

### Données de marché : France

Au niveau de la France, le bilan annuel 2020 mis en avant par le SELL présente des données d'activité en croissance de +11,3 % en 2020, avec un chiffre d'affaires global de 5,3 Md€, l'écosystème des consoles de jeux restant majoritaire en termes de contribution sur l'année écoulée :



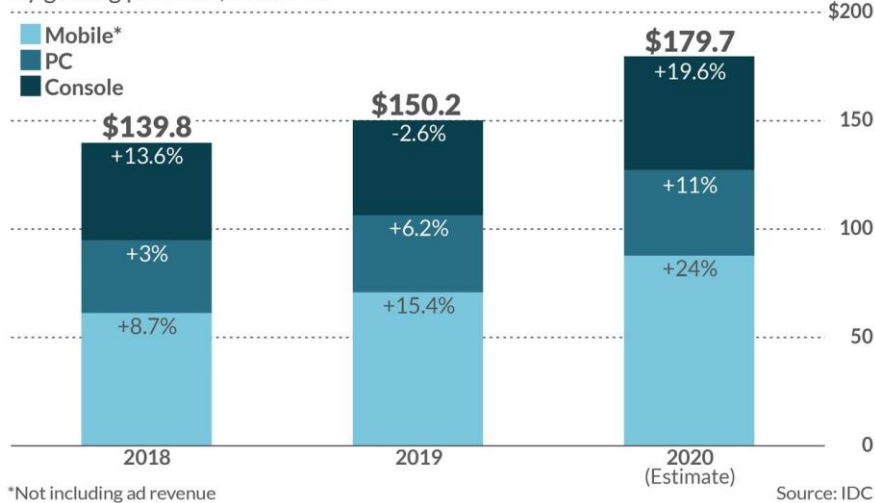
Source : SELL

### Données de marché : Monde

Au niveau mondial, le marché du jeu vidéo est estimé à environ 179,7 Md\$ en 2020, en progression de +20,0 %, selon IDC Data, boosté par le Covid-19 et la sortie de la nouvelle génération de consoles :

### COVID-19 fuels global surge in videogame revenue

By gaming platform, in billions



Sa croissance doit se poursuivre à un rythme soutenu, puisqu'il pourrait atteindre une valeur de 295,6 Md\$ d'ici 2026, soit un taux de croissance annuel moyen supérieur à 10 % (+10,5 % sur la période de prévision 2021-2026 / Source Mordor Intelligence).

## 1.3.2 Accélération des investissements à l'initiative de Guillemot : R&D et International

---

Tenant compte des accélérations majeures en cours pour l'industrie du jeu vidéo, Guillemot entend accroître significativement ses investissements (5,4 M€ investis en R&D en 2020, dont une large partie directement passée en charges dans le compte de résultat) pour accélérer le développement de ses gammes de produits et services, pour le compte de sa marque Thrustmaster, mais également pour ses produits sous la marque Hercules.

Les perspectives de croissance mises au jour au travers de la performance enregistrée au cours de l'exercice 2020 rendent le management de Guillemot très offensif et conscient du potentiel de croissance à moyen terme pour ses deux pôles d'activités.

Au-delà de l'aspect Développement Produits, comme déjà indiqué au cours de nos précédentes publications, la stratégie du groupe Guillemot s'oriente également vers la conquête de nouvelles parts de marché, notamment via l'amélioration de la couverture géographique. La signature régulière de nouveaux contrats de distribution et partenariats permettent au groupe de se positionner dans des marchés à fort potentiel comme notamment aux Etats-Unis, où Guillemot détient près de 40 % 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.

Par ailleurs, dans le contexte particulier intervenu en 2020, le groupe a multiplié ses partenariats avec les *etailers* (Amazon, Cdiscount, Box UK, etc) afin de ne pas subir les effets de la pandémie sur les réseaux physiques de vente. Ainsi, la crise de Covid-19 a accéléré l'essor des ventes du groupe à destination des acteurs du e-commerce, la traction des ventes en ligne ayant été particulièrement importante durant l'ensemble de l'année 2020. La réactivité des équipes opérationnelles a permis d'adresser les principaux acteurs du marché et de les servir, en particulier Amazon, mais aussi d'adresser des acteurs plus spécialisés, à l'image du partenariat spécifique pour les produits Djing conclu avec Sweetwater.com, site référent aux Etats-Unis pour la vente d'instruments de musique en ligne.

Enfin, 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.

## 2 Prévisions 2021

---

Lors de la présentation des résultats annuels 2020, le management a fait preuve de beaucoup de confiance pour l'exercice en cours, avec en particulier la mise en avant d'une guidance 2021 correspondant à un chiffre d'affaires de plus de 150 M€, accompagné d'un résultat opérationnel courant supérieur à 20 M€.

Alors que les marchés du « Racing » et du « Flying » restent très dynamiques, Guillemot entend accompagner cette croissance en bénéficiant des efforts consentis au cours de l'année 2020, notamment en termes de capacités de production et de sécurisation de ses approvisionnements en composants électroniques critiques, points sur lesquels Claude GUILLEMOT s'est montré rassurant.

Ainsi, le groupe devrait voir ses résultats 2021 une nouvelle fois progresser, même si le niveau de marge brute 2021 pourrait légèrement se tasser et que les effectifs seront renforcés pour soutenir les velléités de développement R&D et Adressage Marchés tels que présentés par le management.

A l'écoute du discours volontariste et confiant du management de la société, sur la base de marchés toujours en forte croissance, nous anticipons une activité annuelle de 163,2 M€ en 2021, la première partie de l'année devant être particulièrement dynamique. Du point de vue de la rentabilité, nous prévoyons un taux de marge brute de l'ordre de 49,5 % pour l'ensemble de l'exercice 2021, en léger retrait par rapport au niveau exceptionnel enregistré en 2020.

Gardant en mémoire l'effet positif de la reprise de dépréciation sur la marque Thrustmaster lors de l'exercice 2020 pour un montant de 4,1 M€, notre prévision de résultat opérationnel 2021 ressort quasiment stable à 22,9 M€ (vs 23,1 M€ en 2020). Ce montant estimé est en ligne avec la guidance exprimée par le management, c'est-à-dire un niveau de résultat opérationnel courant supérieur à 20,0 M€ en l'absence en 2021 d'élément non courant.

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 :

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

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						0,40%
Taille du CA						0,40%
Rentabilité opérationnelle						0,40%
Gearing						0,20%
Risque Client						0,80%
<b>TOTAL</b>						<b>3,20%</b>

Par conséquent, sur la base d'un taux sans risque de -0,20 % (moyenne à 3 mois de l'OAT TEC 10 – source Agence France Trésor), d'une prime de marché 6,90 % (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 3,20 % et d'un endettement financier net négatif au 31 décembre 2020 (absence de levier financier), le taux d'actualisation s'élève à 12,15 %.

Taux sans risque	Prime de marché	Beta	Prime Small Caps	Coût du capital	Coût de la dette	Levier financier	Taux d'impôts	WACC
-0,20%	6,90%	1,33	3,20%	12,15%	1,0%	0,0%	28,0%	<b>12,15%</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 12,15 %, nous obtenons le tableau de flux de trésorerie disponible suivant (en M€) :

	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
Chiffre d'affaires	120,60	163,21	189,37	212,79	229,81	245,90	260,65	276,29	290,11	301,71	310,76
Excédent brut d'exploitation	26,06	29,67	35,33	37,93	39,44	40,63	41,84	43,10	44,39	45,28	46,19
Impôts ( <i>théorique</i> )		7,24	8,76	9,42	9,74	9,97	10,23	10,52	10,84	11,05	11,29
Investissements	3,04	4,57	4,73	5,11	5,21	5,31	5,39	5,45	5,50	5,56	5,61
Variation de BFR		4,49	3,48	0,94	0,14	0,27	0,51	0,39	0,69	0,58	0,45
FCF opérationnels		13,37	18,36	22,46	24,35	25,07	25,71	26,74	27,37	28,09	28,83
FCF opérationnels actualisés		12,26	15,02	16,39	15,84	14,54	13,29	12,33	11,25	10,30	9,42

Source : estimations Genesta

Sur la période post prévisionnel, 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		130,64	58,5%
Période 11-20 ans	2,0%	57,13	25,6%
Taux de croissance à l'infini	1,5%	35,59	15,9%
<b>Total</b>		223,36	100,0%
<b>dont valeur terminale</b>		92,72	41,5%

Source : estimations Genesta

Ainsi, la valorisation d'entreprise de Guillemot ressort à 223,36 M€.

### 3.1.3 Calcul de la valeur par action

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

FCF actualisés (2021-2030)	130,64
+ Valeur terminale actualisée	92,72
+ Titres financiers	28,27
+ Titres mis en équivalences	
- Provisions	0,05
- Endettement financier net	-18,20
- Minoritaires	
+ Reports déficitaires actualisés	17,69
= Valeur des Capitaux Propres pg	287,47
Nombre d'actions (en millions)	15,29
Valeur par action	18,80

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 28,3 M€ (cours de bourse au 26 mars 2021 de 63,70 €).

In fine, la méthode d'actualisation des flux de trésorerie disponibles (« Discounted Cash Flow ») fait ressortir une valeur par action de 18,80 € soit une potentielle appréciation de la valeur de +31,0 % par rapport au cours de clôture du 26 mars 2021 de 14,35 €.

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	11,15%	19,57	19,69	19,81	19,95	20,10
	11,65%	19,07	19,18	19,30	<b>19,43</b>	19,58
	12,15%	18,58	18,69	<b>18,80</b>	18,93	19,07
	12,65%	18,12	<b>18,22</b>	18,33	18,45	18,59
	13,15%	17,68	17,77	17,88	17,99	18,12

## 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.

Ainsi, notre échantillon de comparables est composé de quatre sociétés : Bigben Interactive, Netgear, Innelec Multimedia et Bang & Olufsen.

**Bigben Interactive** : Bigben Interactive, société française, figure parmi les leaders européens de la conception et de la distribution d'accessoires de jeux vidéo (sous-ensemble Nacon), et est un concurrent direct de Thrustmaster sur le marché européen. De la même manière, Bigben Interactive présente des activités dites Audio, proches en termes de modèles des activités de Guillemot sous sa marque Hercules.

**Netgear** : est une société américaine spécialisée dans la distribution de produits informatiques et de télécommunication.

**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 multimédia, lui permettant de toucher un large public.

**Bang & Olufsen** : 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 20	CA 21	CA 22	EBE 20	EBE 21	EBE 22	REX 20	REX 21	REX 22	RN 20	RN 21	RN 22
Bigben Interactive	281,2	323,8	354,5	69,2	80,3	93,7	34,7	44,1	49,7	21,6	27,9	30,7
Netgear	1 027,6	1 149,6	1 193,2	88,3	107,2	114,9	90,7	110,3	112,3	72,3	85,9	97,4
Innelec Multimedia	122,8	129,2	135,7	3,7	4,4	4,9	2,6	3,2	3,6	7,4	2,6	3,0
Bang & Olufsen	326,7	391,7	441,5	25,8	44,3	56,0	1,8	16,4	25,7	-3,3	14,0	22,7

Source : Infront Analytics

	Capitalisation	Dettes nettes	Minoritaires	VE
Bigben Interactive	398,2	-43,4	50,0	404,7
Netgear	1 106,2	-174,6	0,0	931,6
Innelec Multimedia	19,8	3,4	0,0	23,2
Bang & Olufsen	495,9	4,4	0,0	500,3

Source : Infront Analytics

### 3.2.2 Valorisation

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

	VE/CA 21	VE/CA 22	VE/ EBE 21	VE/ EBE 22	VE/REX 21	VE/REX 22	PE 21	PE 22
Bigben Interactive	1,25	1,14	5,04	4,32	9,18	8,14	14,25	12,98
Netgear	0,81	0,78	8,69	8,11	8,45	8,30	12,88	11,36
Innelec Multimedia	0,18	0,17	5,27	4,73	7,36	6,44	7,75	6,70
Bang & Olufsen	1,28	1,13	11,31	8,93	30,51	19,49	35,48	21,83
<b>Moyenne</b>	0,88	0,81	6,06	6,52	13,85	10,59	17,59	13,22
<b>Médiane</b>	1,03	0,96	5,27	6,42	8,76	8,22	13,57	12,17

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 21	CA 22	EBE 21	EBE 22	REX 21	REX 22	RN 21	RN 22
Guillemot	163,21	189,37	29,67	35,33	22,86	27,78	21,76	26,58
Valorisation induite	207,69	216,93	243,99	294,59	380,82	358,43	446,98	415,46
	232,31	245,39	220,58	291,01	264,45	292,49	359,49	387,63
Valorisation moyenne (€/ action)	14,76		17,17		21,20		26,32	

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 28,3 M€ au cours du 26 mars 2021).

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 -5,3 % aux résultats évoqués précédemment.

Capitalisation moyenne des comparables	505,0	M€
Capitalisation non corrigée de la société	244,1	M€
Rapport des capitalisations	48,3%	
<b>Décote à appliquer</b>	<b>-5,3%</b>	

Après décote, nous obtenons les valorisations suivantes :

Valorisation moyenne (€/ action)	13,97	16,26	20,07	24,92
<b>Moyenne</b>	<b>18,80</b>			

La méthode des comparables boursiers fait ressortir une valeur par action comprise entre 13,97 € et 24,92 € par titre, avec une moyenne de 18,80 €, soit une potentielle appréciation de la valeur de +31,0 % par rapport au cours de clôture du 26 mars 2021 de 14,35 €.

### 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€)	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>Chiffre d'affaires</b>	<b>81,22</b>	<b>60,88</b>	<b>120,60</b>	<b>163,21</b>	<b>189,37</b>	<b>212,79</b>
%évolution	1,0%	-25,1%	98,1%	35,3%	16,0%	12,4%
<b>Marge Brute</b>	<b>42,80</b>	<b>28,90</b>	<b>62,79</b>	<b>80,79</b>	<b>93,74</b>	<b>104,27</b>
%du CA	52,7%	47,5%	52,1%	49,5%	49,5%	49,0%
<b>Charges de personnel</b>	<b>9,35</b>	<b>9,78</b>	<b>11,00</b>	<b>13,40</b>	<b>14,60</b>	<b>15,20</b>
%du CA	11,5%	16,1%	9,1%	8,2%	7,7%	7,1%
<b>Charges externes</b>	<b>15,73</b>	<b>13,15</b>	<b>17,55</b>	<b>25,30</b>	<b>28,41</b>	<b>31,92</b>
%du CA	19,4%	21,6%	14,6%	15,5%	15,0%	15,0%
<b>Excédent brut d'exploitation</b>	<b>11,59</b>	<b>1,97</b>	<b>26,06</b>	<b>29,67</b>	<b>35,33</b>	<b>37,93</b>
%évolution	16,5%	-83,0%	ns	13,9%	19,1%	7,3%
%du CA	14,3%	3,2%	21,6%	18,2%	18,7%	17,8%
<b>Résultat opérationnel</b>	<b>6,89</b>	<b>-2,59</b>	<b>23,08</b>	<b>22,86</b>	<b>27,78</b>	<b>29,13</b>
%évolution	16,4%	ns	ns	-0,9%	21,5%	4,8%
%du CA	8,5%	ns	19,1%	14,0%	14,7%	13,7%
<b>Résultat financier</b>	<b>-0,13</b>	<b>-0,38</b>	<b>-0,27</b>	<b>-0,20</b>	<b>-0,20</b>	<b>0,00</b>
<b>Résultat courant avant impôts</b>	<b>6,76</b>	<b>-7,23</b>	<b>22,81</b>	<b>22,66</b>	<b>27,58</b>	<b>29,13</b>
<b>Impôts (après utilisation déficits reportables)</b>	<b>-2,20</b>	<b>-0,81</b>	<b>0,70</b>	<b>0,90</b>	<b>1,00</b>	<b>1,50</b>
<b>Résultat Net part du groupe</b>	<b>12,15</b>	<b>-6,41</b>	<b>29,78</b>	<b>21,76</b>	<b>26,58</b>	<b>27,43</b>
%évolution	-30,6%	ns	ns	-26,9%	22,1%	3,2%
%du CA	15,0%	ns	24,7%	13,3%	14,0%	12,9%
<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>8,95</b>	<b>-2,46</b>	<b>22,12</b>	<b>21,76</b>	<b>26,58</b>	<b>27,43</b>
%du CA	11,0%	ns	18,3%	13,3%	14,0%	12,9%

Incredible bon en avant du CA au cours de l'exercice 2020, avec l'objectif pour le management de poursuivre en 2021 sur cette trajectoire (Guidance à plus de 150 M€ de CA en 2021).

Baisse attendue en 2021 du taux de marge opérationnelle, l'exercice 2020 bénéficiant ponctuellement de la reprise de dépréciation sur la marque Thrustmaster à hauteur de 4,1 M€.

Résultats nets largement bénéficiaires, profitant d'une rentabilité opérationnelle retrouvée et de l'utilisation régulière des déficits reportables historiques.

### 4.2 Bilan – principaux agrégats

Au 31/12 (en M€)	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>Immobilisations incorporelles</b>	<b>11,12</b>	<b>11,40</b>	<b>15,43</b>	<b>15,43</b>	<b>15,43</b>	<b>15,43</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>2,61</b>	<b>4,60</b>	<b>4,50</b>	<b>5,25</b>	<b>5,45</b>	<b>5,80</b>
<b>Immobilisations financières</b>	<b>0,39</b>	<b>0,27</b>	<b>0,45</b>	<b>0,39</b>	<b>0,39</b>	<b>0,00</b>
<b>BFR</b>	<b>20,21</b>	<b>15,19</b>	<b>3,58</b>	<b>8,08</b>	<b>11,56</b>	<b>12,50</b>
%du CA	24,9%	25,0%	3,0%	4,9%	6,1%	5,9%
<b>Dettes financières</b>	<b>11,87</b>	<b>16,03</b>	<b>10,87</b>	<b>10,03</b>	<b>7,03</b>	<b>5,00</b>
<b>Trésorerie</b>	<b>4,01</b>	<b>5,85</b>	<b>29,02</b>	<b>48,52</b>	<b>74,44</b>	<b>104,62</b>
<b>Endettement net (hors VMP)</b>	<b>7,86</b>	<b>10,18</b>	<b>-18,15</b>	<b>-38,49</b>	<b>-67,40</b>	<b>-99,62</b>

Un BFR travaillé de manière très efficace à l'issue de l'exercice 2020 (stocks et créances clients quasiment financés via les dettes fournisseurs et les redevances dues).

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

Au 31/12 (en M€)	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>CAF</b>	<b>14,05</b>	<b>2,10</b>	<b>25,10</b>	<b>28,57</b>	<b>34,13</b>	<b>36,23</b>
<b>Investissements</b>	<b>3,09</b>	<b>3,02</b>	<b>4,58</b>	<b>4,57</b>	<b>4,73</b>	<b>5,11</b>
%du CA	3,8%	5,0%	3,8%	2,8%	2,5%	2,4%
<b>Variation du BFR</b>	<b>12,38</b>	<b>-5,02</b>	<b>-11,61</b>	<b>4,50</b>	<b>3,48</b>	<b>0,94</b>
<b>Flux de trésorerie d'exploitation net</b>	<b>-1,41</b>	<b>4,11</b>	<b>32,12</b>	<b>19,50</b>	<b>25,91</b>	<b>30,18</b>

Volontarisme du management en matière de Capex (R&D et Production), même si beaucoup de dépenses de développement passent directement en charges dans le P&L.

Données « Résultat Net part du groupe retraité » présentées hors prise en compte des plus ou moins-values sur les titres Ubi Soft détenus.



#### 4.4 Ratios financiers

Au 31/12 (en M€)	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>Bénéfice net par action (hors impact Ubisoft)</b>	<b>0,59</b>	<b>-0,16</b>	<b>1,45</b>	<b>1,42</b>	<b>1,74</b>	<b>1,79</b>
%évolution	153,8%	ns	ns	-1,6%	22,1%	3,2%
<b>Capitalisation boursière</b>	<b>50,45</b>	<b>36,99</b>	<b>219,38</b>	<b>219,38</b>	<b>219,38</b>	<b>219,38</b>
Valeur d'entreprise	58,31	47,18	201,22	180,89	151,97	119,76
<b>P/E retraité</b>	<b>5,63</b>	<b>ns</b>	<b>9,92</b>	<b>10,08</b>	<b>8,25</b>	<b>8,00</b>
P/CF	3,59	17,62	8,74	7,68	6,43	6,06
Market to Book	0,87	0,73	2,75	2,16	1,71	1,41
<b>VE / CA</b>	<b>0,72</b>	<b>0,77</b>	<b>1,67</b>	<b>1,11</b>	<b>0,80</b>	<b>0,56</b>
<b>VE / EBE</b>	<b>5,03</b>	<b>ns</b>	<b>7,72</b>	<b>6,10</b>	<b>4,30</b>	<b>3,16</b>
<b>VE / ROP</b>	<b>8,46</b>	<b>ns</b>	<b>8,72</b>	<b>7,91</b>	<b>5,47</b>	<b>4,11</b>
<b>EBE / CA</b>	<b>14,3%</b>	<b>3,2%</b>	<b>21,6%</b>	<b>18,2%</b>	<b>18,7%</b>	<b>17,8%</b>
<b>ROC / CA</b>	<b>8,5%</b>	<b>ns</b>	<b>19,1%</b>	<b>14,0%</b>	<b>14,7%</b>	<b>13,7%</b>
<b>ROP / CA</b>	<b>8,5%</b>	<b>ns</b>	<b>19,1%</b>	<b>14,0%</b>	<b>14,7%</b>	<b>13,7%</b>
<b>Résultat net / CA</b>	<b>15,0%</b>	<b>ns</b>	<b>24,7%</b>	<b>13,3%</b>	<b>14,0%</b>	<b>12,9%</b>
<b>Gearing</b>	<b>13,5%</b>	<b>20,2%</b>	<b>-22,8%</b>	<b>-37,9%</b>	<b>-52,6%</b>	<b>-64,1%</b>
<b>Capitaux engagés</b>	<b>34,33</b>	<b>31,46</b>	<b>23,95</b>	<b>29,15</b>	<b>32,83</b>	<b>34,12</b>
<b>RCE (après utilisation déficits reportables)</b>	<b>26,5%</b>	<b>ns</b>	<b>93,4%</b>	<b>75,4%</b>	<b>81,6%</b>	<b>81,0%</b>
<b>Rentabilité des Fonds Propres</b>	<b>20,9%</b>	<b>ns</b>	<b>37,4%</b>	<b>21,4%</b>	<b>20,8%</b>	<b>17,6%</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 d'Analyste Financier Indépendant au sens du Règlement Général de l'AMF, Genesta se réfère aux modalités administratives et organisationnelles définies par la profession, en particulier dans le respect des best practices et en matière de gestion des conflits d'intérêts. Des procédures spécifiques strictes définissent le fonctionnement interne des activités d'analyse financière au sein de Genesta. 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
29 mars 2021	Etude Annuelle <b>Achat Fort</b>	<b>18,80 €</b>
1 <sup>er</sup> février 2021	Flash Valeur <b>Achat</b>	<b>12,45 €</b>
2 novembre 2020	Flash Valeur <b>Neutre</b>	<b>8,80 €</b>
24 septembre 2020	Etude Semestrielle <b>Achat</b>	<b>7,65 €</b>
27 juillet 2020	Flash Valeur <b>Achat Fort</b>	<b>6,85 €</b>
4 avril 2020	Flash Valeur <b>Suspendu / Covid-19</b>	<b>Suspendu / Covid-19</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.