

Date de première diffusion : 30 septembre 2019

Guillemot

Rendez-vous en 2020 !

Commentaires sur les résultats S1 2019

Au titre du S1 2019, Guillemot a publié un CA de 25,5 M€, en net repli de -21 %, en deçà de nos estimations à 27,1 M€. Après avoir enregistré un T1 en déclin, Guillemot conclut son S1 2019 avec difficulté, pénalisé par le faible niveau de ventes de ses volants, compte tenu des niveaux de stocks élevés dans les différents canaux de distribution et limitant de ce fait les nouveaux approvisionnements.

En ce qui concerne la rentabilité et conformément aux attentes, les niveaux de marges ont enregistré d'importants retraits au S1 2019, à l'image du ROC qui ressort à -1,5 M€ (vs. 2,7 M€ au S1 2018). Dans le même temps, le résultat financier ressort en territoire négatif à -1,1 M€ compte tenu d'une perte latente de -0,7 M€ liée à la baisse de la valorisation des titres Ubisoft détenus en portefeuille. In fine, le RN pdg enregistre un repli de -2,5 M€ (vs. 14,2 M€ au S1 2018).

Une année 2019 transitoire et restera difficile, y compris au S2

Après avoir enregistré un exercice 2018 record, le groupe doit faire face depuis plusieurs mois à certaines difficultés et ce, tant au niveau de la top line que de la rentabilité. Pour mémoire, le management avait indiqué que l'année 2019 serait une année de transition nécessaire, dans l'attente de la sortie des nouvelles consoles Sony et Microsoft (d'ici fin 2020 d'après les rumeurs). En particulier, le niveau de stocks des grossistes demeure importants et ce, depuis plusieurs trimestres. Ces derniers avaient été renforcés au T4 2018 en prévision d'une activité soutenue mais également afin d'anticiper des potentielles hausses d'impôts (aux Etats-Unis et en Chine notamment). Ces stocks, n'ayant toutefois pas été totalement encore résorbés, génèrent en conséquence des décalages de d'activités dommageables pour le groupe à court terme.

Dans ce sens le management a indiqué attendre en 2019 un CA de 65 M€, ce dernier ne garantissant plus, selon ses dires, un niveau de ROP positif cette année. Si les prochains mois s'annoncent quelques-peu compliqués, le groupe entend maintenir sa stratégie de diversification produits et de conquête de nouvelles parts de marché, en Asie notamment et ce, grâce à un éventail d'innovations produits prometteur.

Opinion Achat Fort maintenue au regard du niveau de la valorisation

Suite à cette publication, nous revoyons nos estimations de CA 2019 et attendons désormais un volume de ventes de 65,7 M€, conforme aux indications données par le groupe. Du côté de la rentabilité, nous attendons en 2019 un niveau de ROP en repli à -0,8 M€, avant une phase d'augmentation progressive au cours des exercices suivants.

Après mise à jour de notre modèle, nous ajustons à la baisse notre TP, qui ressort désormais à 3,35 € / titre (vs. 4,20 €). Nous maintenons toutefois une opinion Achat Fort sur la valeur, le niveau de valorisation du groupe demeurant à nos yeux particulièrement bas et totalement ubuesque (Valeur des titres Ubisoft en portefeuille de près de 30 M€, pour une capitalisation boursière de 36,2 M€ ...).

Gabrielle AGNUS

Analyste Financier
gagnus@genesta-finance.com
01 45 63 68 86

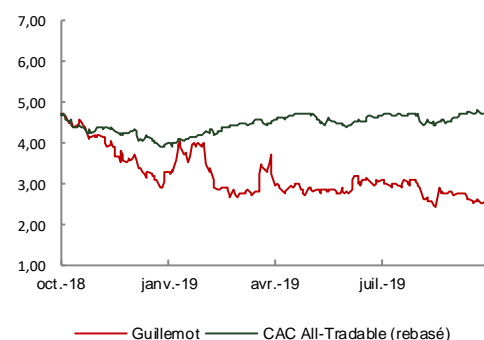
Opinion	1. Achat Fort
Cours (clôture au 27/09/2019)	2,37 €
Objectif de cours	3,35 € (+41,2 %)

Données boursières

Code Reuters / Bloomberg	GTCN.PA / GUI:FP
Capitalisation boursière	36,2 M€
Valeur d'entreprise	44,1 M€
Flottant	8,77 M€ (24,2 %)
Nombre d'actions	15 287 480
Volume quotidien	60 660 €
Taux de rotation du capital (1 an)	24,61%
Plus Haut (52 sem.)	4,72 €
Plus Bas (52 sem.)	2,37 €

Performances

Absolue	1 mois	6 mois	12 mois
	-12 %	-21 %	-49,7 %



Actionariat

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

Agenda

CA T3 2019 publiés le 27 octobre 2019

Chiffres Clés

	2017	2018E	2019E	2020E	2021E
CA (M€)	80,4	81,2	65,7	75,2	81,9
Evolution (%)	25,3%	1,0%	-19,1%	14,4%	8,8%
EBE (M€)	9,9	11,6	2,7	8,1	9,8
ROP (M€)	5,9	6,9	-0,8	4,2	5,7
Marge op. (%)	7,4%	8,5%	-1,2%	5,6%	6,9%
Res. Net. Pg (M€)*	3,5	9,0	-0,8	3,2	4,3
Marge nette (%)*	4,4%	11,0%	-1,2%	4,3%	5,3%
BPA*	0,23	0,59	-0,05	0,21	0,28

Ratios

	2017	2018E	2019E	2020E	2021E
VE / CA	0,9	0,7	0,6	0,5	0,4
VE / EBE	7,2	5,0	14,0	4,7	3,7
VE / ROP	12,1	8,5	-48,6	9,0	6,5
P / E*	20,0	5,6	-46,1	11,3	8,3
Gearing (%)	3%	13%	4%	3%	1%
Dette nette / EBE	0,1	0,7	0,7	0,2	0,0
RCE (%)	17%	26%	-2%	13%	16%

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

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

Présentation de la société

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

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

Deux marques fortes aux cycles différents

Au sein de chaque segment de son portefeuille d'activités, Guillemot a su développer des gammes de produits attractives. Ainsi, Hercules propose une offre sur 2 familles de produits spécifiques: enceintes audio outdoor et musique numérique/DJing. Thrustmaster produit des accessoires de jeux vidéo, pour la plupart des plateformes de nouvelle génération, à destination principalement des hardcore gamers mais également des casual gamers au travers de gammes plus accessibles. L'essentiel du chiffre d'affaires est aujourd'hui réalisé à 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 65,7 M€ (-19,1 % yoy) pour 2019 et 75,2 M€ (+14,4 % yoy) pour 2020, alliés à des niveaux de résultat opérationnelle de -0,8 M€ en 2019 et de 4,2 M€ 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 15,00 %, valorise le titre à 3,52 € 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 jeux vidéo, afin d'apprécier l'activité de Thrustmaster.
- 2) Netgear : société française spécialisée dans les équipements informatiques.
- 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...).
- 4) GN Store Nord : Fabricant danois d'appareil audio (casques et devices auditifs).

La valorisation par les comparables boursiers fait ressortir une valeur de 3,17 € par titre.

Notre objectif de cours, obtenu par la moyenne des méthodes DCF et Comparables Boursiers, ressort 3,35 € par action, impliquant un upside de +41,2 % sur la valeur en tenant compte du cours de Guillemot à 2,37 € au 27 septembre 2019.

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 bien délicate

Lors de la présentation de ses résultats semestriels, le management a témoigné de sa prudence quant aux prochains mois d'activité, compte tenu 1/ du contexte de marché attentiste (sortie des nouvelles consoles de jeux vraisemblablement en 2020) et 2/ des niveaux de stocks élevés des grossistes impliquant des décalages de réapprovisionnement.

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. Les nombreuses innovations produits tant sur le segment Thrustmaster (casques audio, manettes personnalisables, joysticks ...) mais également sur la gamme Hercules (Pack enceintes Bluetooth, Dj Pad) devraient être dévoilées très prochainement et ainsi apporter un nouvel élan de croissance à partir du T4 2019 / T1 2020.

Opinion Achat Fort maintenue

Lors de la présentation de ses résultats semestriels 2019, le management est revenu sur ses prévisions de chiffre d'affaires pour 2019, tablant désormais sur un volume de ventes de 65 M€ sans garantir un ROP positif (contre une fourchette de 70 à 75 M€ et un ROP > 0 en juillet dernier). Nous comprenons la prudence affichée par le groupe et sommes confiants dans la capacité de Guillemot de rebondir en 2020 et de renouer avec des niveaux d'activités plus importants et ce, dès l'exercice 2020.

Après mise à jour de notre modèle, la valorisation de Guillemot ressort à 3,35 € par titre (vs. 4,20 €). Nous maintenons une Opinion Achat Fort sur la valeur.

Toutefois, nous pensons toujours que la valorisation du groupe évolue sur des niveaux ubuesques au regard de la valeur des titres Ubisoft détenus en portefeuille de près de 30 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.....	5
1.2	Commentaires sur les résultats semestriels 2019	7
1.3	Perspectives à moyen terme : un marché porté l'e-sport et la conquête internationale	9
1.3.1	L'e-sport : catalyseur de croissance prometteur pour les années à venir.....	9
1.3.2	La conquête de nouvelles parts de marché à l'international	10
1.3.3	Et Hercules dans tout ça ?.....	10
2	Prévisions FY 2019	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), enceintes sans fil outdoor pour smartphones et tablettes et enceintes DJ.

Au S1 2019, ce pôle a représenté seulement 7 % du chiffre d'affaires consolidé (vs. 5 % en 2018), en hausse de +45 % 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. 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 93 % des revenus totaux du groupe au S1 2019 (vs. 95 % en 2018), a été pénalisé par les niveaux de stocks importants de ses grossistes, entraînant des décalages de facturation et de commandes sur la période. La dynamique de ventes avait commencé à s'essouffler en fin d'année 2018, conduisant le groupe à enregistrer des replis importants dans certaines régions, notamment au sein de l'Union Européenne et aux Etats-Unis. Le début d'année 2019 a malheureusement suivi la même trajectoire, ne permettant pas aux grossistes d'écouler leurs stocks comme envisagé et entraînant d'importantes répercussions en termes de chiffre d'affaires au sein de Thrustmaster.

A noter toutefois, 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 (67 % de parts de marché aux Etats-Unis en volume au S1 2019).

Ventilation du chiffre d'affaires semestriel 2019 par zone géographique et par activité :



Source : Guillemot

On note ici la nette contribution de Thrustmaster au chiffre d'affaires 2018 (93 % du CA S1 2019) 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 ; 3/ Enceintes DJ en complément des appareils de mixage DJ développés par le groupe.



DJControl Jogvision



WAE BTP05



DJ Speaker 32 Smart

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

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

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 audios gaming, etc.).

Thrustmaster est aujourd'hui le numéro 1 des volants pour consoles en Europe et en Amérique du Nord avec une gamme complète de 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 semestriels 2019

UN DEBUT D'EXERCICE DIFFICILE

Au cours du S1 2019, Guillemot a enregistré un CA de 25,5 M€, en déclin tangible de -21 % yoy et en deçà de nos estimations. Dans le détail :

- **Thrustmaster**, contributeur majeur à l'activité du groupe, enregistre ce semestre un chiffre d'affaires de 23,6 M€ (-23 % yoy), pénalisé une nouvelle fois par la baisse des ventes des accessoires « Volants ». A noter toutefois la bonne performance des ventes de joysticks sur la période.
- La marque **Hercules** a généré quant à elle un chiffre d'affaires de 1,9 M€, en forte hausse de +46 %, mais sur la base d'une contribution qui reste très limitée. Dans la lignée du T1 2019, les bonnes ventes de sa gamme de produits DJ ont permis de dégager un volume d'affaires encourageant. Pour mémoire, le département avait fait l'objet en 2018 d'un plan d'innovation et de renouvellement de gammes, stratégie qui semble porter ses fruits depuis plusieurs mois maintenant.

Dans ce contexte de début d'année difficile, le management du groupe a abaissé ses guidances de niveau d'activité et de rentabilité pour l'exercice en cours, à savoir un niveau de chiffre d'affaires de l'ordre de 65 M€ sans garantie d'un résultat opérationnel positif.

Ventilation du chiffre d'affaires semestriel 2019 par segment, en M€

En M€	S1 2018	S1 2019	var en %
Hercules	1,3	1,9	-23 %
Thrustmaster	30,9	23,6	+46 %
Total	32,2	25,5	-21 %

Source : Guillemot

**UN NIVEAU DE RENTABILITE OPERATIONNELLE EN REPLI**

Au titre du S1 2019, Guillemot a affiché des niveaux de rentabilité opérationnelle en déclin, avec un ROC de -1,5 M€ (vs 2,7 M€ au S1 2018). Dans ce sens, la marge brute diminue fortement et s'établit à 51,2 % du CA (vs. 56,8 % au S1 2018).

Après un résultat financier négatif de -1,1 M€ (lié à une perte latente de 0,7 M€ du portefeuille de VMP Ubisoft), le résultat net part du groupe ressort négatif et s'établit à -2,5 M€ (vs. 14,2 M€ au S1 2018).

Au niveau bilanciel, la société dispose toujours d'une situation financière saine, avec des capitaux propres s'élevant au 30 juin 2019 à 54,2 M€. A cette même date, Guillemot affiche un endettement net de 8,9 M€ (vs. 7,9 M€ au 31 décembre 2018), et ce sans prendre en compte les VMP sur les titres Ubisoft (30,6 M€ au 30 juin 2019). La variation du BFR s'élève quant à elle à -3 M€, compte tenu de la diminution du poste clients qui s'établit à 12,7 M€ (vs. 31,2 M€ au 31/12/2018).

Compte de résultat consolidé S1 2019, en M€

(en M€)	S1 2018	S1 2019
Chiffre d'affaires	32,2	25,5
% évolution	21,3%	-20,8%
Achats consommés	20,8	11,5
% du CA	64,7%	45,3%
Variation des stocks de produits finis	6,9	-0,9
Marge brute	18,3	13,0
% du CA	56,8%	51,2%
Charges de personnel	4,6	5,0
% du CA	14,4%	19,6%
Charges externes	6,1	5,8
% du CA	19,0%	22,9%
Impôts et taxes	0,2	0,2
Autres produits et charges d'exploitation	-2,4	-1,2
EBE	4,9	0,8
% du CA	15,3%	3,0%
Dépréciation et amortissements	2,2	2,3
Résultat opérationnel courant	2,8	-1,5
% du CA	8,5%	-5,8%
Autres produits et charges opérationnelles	0,0	0,0
Résultat opérationnel	2,8	-1,5
% du CA	8,5%	-5,8%
Coût de l'endettement financier net	0,0	-0,2
Autres produits et charges financiers	13,4	-0,8
Résultat financier	13,3	-1,0
Résultat avant impôts des sociétés consolidées	16,1	-2,5
Impôts	1,9	0,1
Résultat Net part du groupe	14,2	-2,6

Source : Guillemot

Repli de l'activité Thrustmaster, principale contributrice au CA

Diminution importante de la MB suite à la baisse d'activité

Impact négatif lié à une perte latente sur les titres Ubisoft sur la période

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 l'an dernier, 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 67 % des parts de marché des volants en volume (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, le premier semestre 2019 témoigne avec succès des efforts de consolidation et de reconstruction consentis depuis plusieurs années maintenant. Si le management se disait 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...), l'activité fait preuve d'une belle dynamique. 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 Thinking ».

2 Prévisions FY 2019

Lors de la présentation des résultats semestriels 2019, le management a témoigné d'une certaine prudence quant à la dynamique d'activité à attendre pour le reste de l'année, compte tenu d'une actualité de marché moins riche que les années précédentes et du niveau de stocks toujours élevés au sein des grossistes. A ce titre, le management a indiqué attendre pour l'exercice en cours un chiffre d'affaires de 65 M€ (contre une fourchette comprise entre 70 et 75 M€ auparavant). Nous tablons ainsi sur un chiffre d'affaires 2019 en repli de -19,1 % yoy à 65,7 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. Conformément aux indications du management qui ne garantit par un ROP positif cette année, nous tablons sur un ROP 2019 de -1,2 %, puis, un retour à de meilleurs niveaux en 2020 de l'ordre de 6,9 % 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 ¹	4	3	2	1	0
Liquidité ²	[66 % ; 100 %]	[33 % ; 66 %]	[15 % ; 33 %]	[5 % ; 15 %]	[0 % ; 5 %]
Taille du CA (M €)	[150 ; +∞[	[100 ; 150[	[50 ; 100[	[25 ; 50[	[0 ; 25[
Rentabilité opérationnelle	[25 % ; 100 %]	[15 % ; 25 %]	[8 % ; 15 %]	[3 % ; 8 %]	[0 % ; 3 %]
Gearing	] -∞ % ; -15 %]	] -15 % ; 15 %]	] 15 % ; 50 %]	] 50 % ; 80 %]	] 80 % ; +∞ %]
Risque Client ³	[0 % ; 10 %]	] 10 % ; 20 %]	] 20 % ; 30 %]	] 30 % ; 40 %]	] 40 % ; 100 %]

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

	++	+	=	-	--	Prime Small Caps
Gouvernance d'entreprise						1,00%
Liquidité						0,60%
Taille du CA						0,60%
Rentabilité opérationnelle						0,60%
Gearing						0,40%
Risque Client						1,00%
TOTAL						4,20%

Par conséquent, sur la base d'un taux sans risque de -0,12 % (moyenne à 3 mois de l'OAT TEC 10 – source Agence France Trésor), d'une prime de marché 8,21 % (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 15,00 %.

Taux sans risque	Prime de marché	Beta	Prime Small Caps	Coût du capital	Coût de la dette	Levier financier	Taux d'impôts	WACC
-0,12%	8,21%	1,33	4,20%	15,00%	3,0%	0,00%	33,3%	15,00%

Source : AFT, Natixis Securities, Damodaran, estimations Genesta

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

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

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

3.1.2 Calcul de FCF opérationnels

Avec un taux d'actualisation de 15,00 %, 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	65,73	75,22	81,87	85,96	89,40	92,97	95,76	98,64	101,59	104,64
Excédent brut d'exploitation	11,59	2,74	8,15	9,84	10,08	10,28	10,47	10,52	10,57	10,63	10,68
Impôt	-2,20	-0,20	0,83	1,12	2,18	2,13	2,11	2,04	1,99	1,95	1,97
Investissements	3,09	2,50	3,61	3,27	3,60	3,96	4,08	4,20	4,33	4,50	4,73
Variation de BFR		-8,02	0,89	0,81	1,16	0,87	0,82	0,89	0,92	0,66	0,89
FCF opérationnels		8,47	2,82	4,64	3,14	3,32	3,46	3,39	3,33	3,52	3,09
FCF opérationnels actualisés		8,08	2,34	3,35	1,97	1,81	1,64	1,40	1,20	1,10	0,84

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		23,73	78,5%
Période 11-20 ans	2,0%	4,43	14,7%
Taux de croissance à l'infini	1,5%	2,06	6,8%
Total		23,73	100,0%
dont valeur terminale		30,21	78,5%

Source : estimations Genesta

Ainsi, la valorisation d'entreprise de Guillemot ressort à 30,21 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)	23,73
+ Valeur terminale actualisée	6,49
+ Titres financiers	29,86
+ Titres mis en équivalences	
- Provisions	0,04
- Endettement financier net	7,90
- Minoritaires	0,00
+ Reports déficitaires actualisés	1,74
= Valeur des Capitaux Propres pg	53,88
Nombre d'actions (en millions)	15,29
Valeur par action	3,52

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 29,9 M€ (cours de bourse au 27 septembre 2019 de 67,28 €).

In fine, la méthode d'actualisation des flux de trésorerie disponibles (« Discounted Cash Flow ») fait ressortir une valeur par action de 3,52 € soit une potentielle appréciation de la valeur de +48,7 % par rapport au cours de clôture du 27 septembre 2019 de 2,37 €.

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	14,00%	3,59	3,60	3,61	3,61	3,62
	14,50%	3,55	3,56	3,56	3,57	3,58
	15,00%	3,51	3,52	3,52	3,53	3,54
	15,50%	3,48	3,48	3,49	3,49	3,50
	16,00%	3,44	3,44	3,45	3,45	3,46

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, GN Store 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.

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

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...).

GN Store : le groupe GN Store est une entreprise danoise qui dispose d'une expertise reconnue dans la fabrication d'appareils audio et aides auditives.

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 SA	245,5	282,8	321,0	46,4	57,2	67,5	22,3	29,2	36,0	17,3	21,1	25,1
NETGEAR Inc.	923,6	996,4	1 037,4	50,2	93,4	112,4	29,7	81,7	102,9	-8,0	66,9	81,0
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
GN Store Nord A/S	1 416,5	1 821,0	1 976,5	333,7	369,7	405,6	241,6	293,0	327,4	165,7	209,2	234,4

Source : Infront Analytics

	Capitalisation	Dettes nettes	Minoritaires	VE
Bigben Interactive	259,6	36,2	0,0	295,8
NETGEAR Inc.	911,5	-239,3	0,0	672,2
Bang & Olufsen	217,9	-56,2	0,0	161,6
GN Store Nord A/S	5 353,7	431,9	0,0	5 785,6

Source : Infront Analytics

3.2.2 Valorisation

Le tableau ci-dessous détaille les principaux multiples bousiers 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
Bigben Interactive	1,05	0,92	5,17	4,39	10,13	8,22	12,30	10,34
NETGEAR Inc.	0,67	0,65	7,20	5,98	8,23	6,53	13,62	11,25
Bang & Olufsen	0,37	0,35	4,18	3,34	12,19	7,06	22,91	12,81
GN Store Nord A/S	3,18	2,93	15,65	14,27	19,75	17,67	25,59	22,84
Moyenne	1,32	1,21	8,05	6,99	12,57	9,87	18,61	14,31
Médiane	0,86	0,78	6,18	5,18	11,16	7,64	18,27	12,03

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
Guillemot	65,73	75,22	2,74	8,15	-0,79	4,24	-0,79	3,21
Valorisation induite	110,28	114,87	45,78	80,69	13,81	65,55	9,09	69,66
	80,26	82,74	40,66	65,93	14,92	56,09	9,36	62,34
Valorisation moyenne (€/ action)	6,35		3,81		2,46		2,46	

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 29,9 M€ (au cours du 27/09/2019).

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 -15,9 % aux résultats évoqués précédemment.

Capitalisation moyenne des comparables	463,0	M€
Capitalisation non corrigée de la société	77,7	M€
Rapport des capitalisations	16,8%	
Décote à appliquer	-15,9%	

Après décote, nous obtenons les valorisations suivantes :

Valorisation moyenne / action	5,34	3,20	2,07	2,07
Moyenne	3,17			

La méthode des comparables bousiers fait ressortir une valeur par action comprise entre 2,07 € et 5,34 € par titre, avec une moyenne de 3,17 €, soit une potentielle appréciation de la valeur de +33,7 % par rapport au cours de clôture du 27 septembre 2019 de 2,37 €.

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
Chiffre d'affaires	64,20	80,45	81,22	65,73	75,22	81,87
%évolution	-2,4%	25,3%	1,0%	-19,1%	14,4%	8,8%
Marge Brute	30,79	38,77	42,80	34,18	39,27	42,98
%du CA	48,0%	48,2%	52,7%	52,0%	52,2%	52,5%
Charges de personnel	8,28	8,25	9,35	9,81	9,96	10,06
%du CA	12,9%	10,3%	11,5%	14,9%	13,2%	12,3%
Charges externes	14,49	14,90	15,73	17,24	17,21	18,41
%du CA	22,6%	18,5%	19,4%	26,2%	22,9%	22,5%
Excédent brut d'exploitation	4,58	9,95	11,59	2,74	8,15	9,84
%évolution	-29,7%	117,0%	16,5%	-76,3%	197,1%	20,7%
%du CA	7,1%	12,4%	14,3%	4,2%	10,8%	12,0%
Résultat opérationnel	0,70	5,92	6,89	-0,79	4,24	5,66
%évolution	-76,2%	751,3%	16,4%	-111,4%	-638,7%	33,6%
%du CA	1,1%	7,4%	8,5%	-1,2%	5,6%	6,9%
Résultat financier	-0,26	-0,16	-0,13	-0,20	-0,20	-0,20
Résultat courant avant impôts	0,43	5,76	6,76	-0,99	4,04	5,46
Résultat Net part du groupe	3,03	17,52	12,15	-0,79	3,21	4,34
%évolution	-56,9%	477,7%	-30,6%	-106,5%	-508,7%	35,2%
%du CA	4,7%	21,8%	15,0%	-1,2%	4,3%	5,3%
Intérêts minoritaires	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Résultat Net part du groupe retraité	0,06	3,53	8,95	-0,79	3,21	4,34
%du CA	0,1%	4,4%	11,0%	-1,2%	4,3%	5,3%

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
Immobilisations incorporelles	7,78	10,65	11,12	11,12	11,12	11,12
Goodwill	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Immobilisations corporelles	2,68	2,32	2,61	2,61	2,61	2,61
Immobilisations financières	0,46	0,42	0,39	0,39	0,39	0,39
BFR	13,78	7,84	20,21	12,19	13,08	13,89
%du CA	21,5%	9,7%	24,9%	18,5%	17,4%	17,0%
Dettes financières	11,29	10,56	11,87	9,87	5,87	2,87
Trésorerie	2,16	10,29	4,01	7,83	4,05	2,49
Endettement net (hors VMP)	9,12	1,27	7,86	2,04	1,82	0,38

4.3 Tableau des flux de trésorerie – principaux agrégats

Au 31/12 (en M€)	2016	2017	2018E	2019E	2020E	2021E
CAF	7,53	10,04	14,05	2,74	7,12	8,52
Investissements	2,20	2,29	3,09	2,50	3,61	3,27
%du CA	3,4%	2,8%	3,8%	3,8%	4,8%	4,0%
Variation du BFR	4,92	-5,94	12,38	-8,02	0,89	0,81
Flux de trésorerie d'exploitation net	0,41	13,70	-1,41	8,27	2,62	4,44

Augmentation des CAPEX progressive

4.4 Ratios financiers

Au 31/12 (en M€)	2016	2017	2018E	2019E	2020E	2021E
Bénéfice net par action (hors impact Ubisoft)	0,00	0,23	0,59	-0,05	0,21	0,28
%évolution	-97,0%	6 226,6%	153,8%	-108,8%	-508,7%	35,2%
Capitalisation boursière	20,26	70,67	50,45	36,23	36,23	36,23
Valeur d'entreprise	29,38	71,94	58,31	38,27	38,05	36,61
P/E retraité	357,59	20,04	5,63	-46,12	11,28	8,34
P/CF	0,26	0,35	0,49	0,10	0,25	0,30
Market to Book	0,71	1,55	0,87	0,63	0,60	0,56
VE / CA	0,46	0,89	0,72	0,58	0,51	0,45
VE / EBE	6,41	7,23	5,03	13,96	4,67	3,72
VE / ROP	42,23	12,15	8,46	-48,63	8,98	6,47
EBE / CA	7,1%	12,4%	14,3%	4,2%	10,8%	12,0%
ROC / CA	1,1%	7,4%	8,5%	-1,2%	5,6%	6,9%
ROP / CA	1,1%	7,4%	8,5%	-1,2%	5,6%	6,9%
Résultat net / CA	4,7%	21,8%	15,0%	-1,2%	4,3%	5,3%
Gearing	32,2%	2,8%	13,5%	3,5%	3,0%	0,6%
Capitaux engagés	24,70	21,22	34,33	26,31	27,20	28,00
RCE	1,3%	17,4%	26,5%	-2,2%	12,5%	16,2%
Rentabilité des Fonds Propres	10,7%	38,5%	20,9%	-1,4%	5,3%	6,7%

5 Avertissements importants

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

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

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

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

5.2 Détection de conflits d'intérêts potentiels

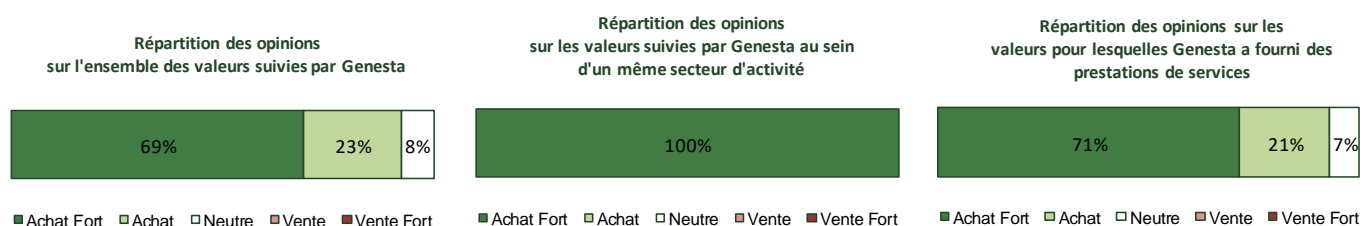
Participation de l'analyste, de Genesta et/ou de ses salariés au capital de l'émetteur	Participation de l'émetteur au capital de Genesta	Autres intérêts financiers importants entre l'émetteur et Genesta	Existence d'un contrat de teneur de marché ou d'apporteur de liquidité entre l'émetteur et Genesta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

En qualité 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
30 septembre 2019	Etude Semestrielle Achat Fort	3,35 €
29 juillet 2019	Flash Valeur Achat Fort	4,20 €
29 avril 2019	Flash Valeur Achat Fort	4,30 €
1 ^{er} avril 2019	Etude Annuelle Achat Fort	4,50 €
4 février 2019	Flash Valeur Achat Fort	5,20 €
29 octobre 2018	Flash Valeur Achat Fort	5,90 €

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.