

Date de première diffusion : 24 septembre 2020

Guillemot

Pleinement au Rendez-vous de 2020 !

Commentaires sur les résultats S1 2020

Au titre du S1 2020, Guillemot a publié un CA de 41,5 M€, en très forte croissance de +63 %, au-delà de nos attentes. Après avoir enregistré un T1 quasiment stable, le T2 a été particulièrement dynamique, en croissance lui de +130 %, les phases de confinement des populations mondiales (effet Covid-19) faisant exploser la demande en ligne. Particulièrement agiles durant cette période, les équipes de Guillemot ont orienté 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, les résultats communiqués par Guillemot sont excellents, surtout au titre d'un 1^{er} semestre : un ROC largement positif, à 3,1 M€ (vs. -1,5 M€ au S1 2019). Les dépenses d'accompagnement de cette hyper croissance sont restées sous contrôle, permettant au groupe de pleinement profiter de l'effet volume.

Dans le même temps, le résultat financier ressort lui aussi en territoire largement positif, à 5,3 M€ compte tenu d'un gain latent de 5,2 M€ lié à la hausse de la valorisation des titres Ubisoft détenus en portefeuille. In fine, le RN pdg enregistre un rebond substantiel pour atteindre 7,3 M€ (vs. -2,5 M€ au S1 2019).

Vers une année exceptionnelle pour l'industrie du Gaming en 2020

L'année 2020 doit voir un nouveau sommet pour l'industrie du Gaming, avec deux événements majeurs au cours de la période :

- L'impact Covid-19 et en particulier les impératifs de confinement de la population ont impliqué au cours du 1^{er} semestre 2020 une demande très importante des consommateurs via le e-commerce et le digital...
- La sortie prochaine des consoles de nouvelle génération PlayStation 5 et Xbox Series X/S, ces deux produits hardware majeurs du secteur seront ainsi disponibles pour les fêtes de fin d'année.

Au global, l'industrie devrait enregistrer cette année une croissance mondiale comprise entre 15 et 20 %, avec plus de 170 milliards de dollars d'activité.

Opinion Achat sur la valeur, après la hausse de près de 200 % du titre Guillemot depuis le début de l'année

Suite à cette publication, nous revoyons nos estimations de CA 2020 et attendons désormais un volume de ventes de 101,2 M€, conforme à la dernière guidance mise en avant par le groupe. Du côté de la rentabilité, nous attendons en 2020 un niveau de ROP significatif de 11,6 M€ (soit 11,4 % du chiffre d'affaires).

Après mise à jour de notre modèle, nous ajustons à la hausse notre TP, qui ressort désormais à 7,65 € / titre (vs. 6,85 €). Nous adoptons une opinion Achat sur la valeur, rappelant la très forte hausse du titre depuis le début de l'année (près de 200 % de hausse depuis le 1^{er} janvier 2020).

Raphaëlle POULAIN

Analyste Financier

rpoulain@genesta-finance.com

01 45 63 68 62

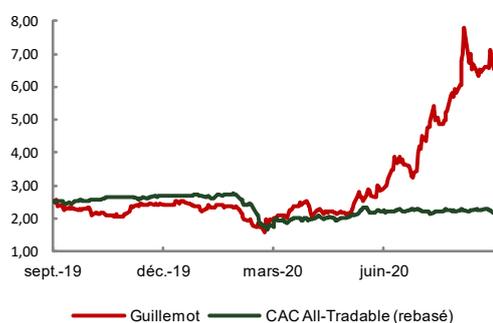
Opinion **2. Achat**
Cours (clôt. au 22 septembre 2020) **6,52 €**
Objectif de cours **7,65 € (+17,3 %)**

Données boursières

Code Reuters / Bloomberg	GTCN.PA / GUI:FP
Capitalisation boursière	99,7 M€
Valeur d'entreprise	109,9 M€
Flottant	24,12 M€ (24,2 %)
Nombre d'actions	15 287 480
Volume quotidien	250 071 €
Taux de rotation du capital (1 an)	36,88%
Plus Haut (52 sem.)	7,78 €
Plus Bas (52 sem.)	1,60 €

Performances

Absolue	1 mois	6 mois	12 mois
	+23 %	+ 250 %	+ 182,2 %



Actionnariat

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

Agenda

CA T3 2020 publié le 29 octobre 2020

Chiffres Clés

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
CA (M€)	81,2	60,9	101,2	102,4	105,9
Evolution (%)	1,0%	-25,1%	66,2%	1,2%	3,4%
EBE (M€)	11,6	2,0	16,0	17,4	18,8
ROP (M€)	6,9	-2,6	11,6	11,9	13,2
Marge op. (%)	8,5%	-4,3%	11,4%	11,6%	12,5%
Res. Net. Pg (M€)*	9,0	-2,4	9,0	9,3	10,3
Marge nette (%)*	11,0%	-3,9%	8,9%	9,1%	9,8%
BPA*	0,59	-0,16	0,59	0,61	0,68

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

Ratios

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
VE / CA	0,7	0,6	1,0	0,9	0,8
VE / EBE	5,0	17,1	6,3	5,5	4,5
VE / ROP	8,5	ns	8,7	8,0	6,4
P / E *	5,6	ns	11,0	10,7	9,7
Gearing (%)	12%	20%	3%	-8%	-21%
Dette nette / EBE	0,7	5,1	0,1	-0,3	-0,8
RCE (%)	26%	-8%	30%	29%	31%

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 de niche : 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 près de 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 « 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, nous ajustons nos estimations de chiffre d'affaires à court et moyen termes, à savoir 101,2 M€ (+66,2 % yoy) pour 2020 et 102,4 M€ (+1,2 % yoy) pour 2021, alliés à des niveaux de résultat opérationnel de 11,6 M€ en 2020 et de 11,9 M€ en 2021.

Après mise à jour du WACC, l'actualisation des flux de trésorerie d'exploitation disponibles, avec un coût moyen pondéré des ressources de 13,01 %, valorise le titre à 7,63 € 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 et de produits audio.
- 2) Netgear : société américaine spécialisée dans les équipements informatiques.
- 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...).
- 5) GN Store Nord : fabricant danois d'appareils audio (casques et devices auditifs).

La valorisation par les comparables boursiers fait ressortir une valeur de 7,66 € par titre.

Notre objectif de cours, obtenu par la moyenne des méthodes DCF et Comparables Boursiers, ressort 7,65 € par action, impliquant un upside de +17,3 % sur la valeur en tenant compte du cours de Guillemot à 6,82 € au 22 septembre 2020.

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, très 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 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 160 millions de PS4 et Xbox One au global - Juin 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

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

2020 : vers une année exceptionnelle pour Thrustmaster

Bénéficiant en particulier de chiffres très impressionnants au titre du T2 2020 (chiffre d'affaires en hausse de + 130 %, dont une contribution de 26,4 M€ pour Thrustmaster), Guillemot a pris une certaine avance pour l'année en cours. Ayant démontré une très grande agilité face aux conséquences de la crise Covid-19 (ajustement de production en Asie, adressage du marché via le e-commerce), le groupe est prêt pour aborder la deuxième partie de son exercice en tirant partie de l'actualité Gaming favorable : sorties des nouvelles consoles PS5 et Xbox Series X/S, titres *Flight Simulator* et *Project Cars 3*, etc... Ainsi, la franchise Thrustmaster se dirige vers une année exceptionnelle, avec selon nous un niveau de CA 2020 de 93,9 M€.

Guillemot compte également sur une bonne performance de sa marque Hercules, même si ses produits sont bien moins contributifs à l'activité globale du groupe. Ainsi, le chiffre d'affaires semestriel a bien progressé, pour atteindre 2,6 M€ (+ 37 %), signal encourageant.

Rentabilité opérationnelle de 3,1 M€ au S1 2020

Lors de la présentation de ses résultats S1 2020, le management a mis en avant la réactivité dont ont fait preuve les équipes du groupe pour servir la très grande demande enregistrée au S1 2020. Sur cette base, avec une évolution des charges contenue, le résultat opérationnel est en forte hausse, à 3,1 M€ (vs -1,5 M€ au S1 2019).

Opinion Achat !

Lors de la présentation de ses résultats semestriels 2020, le management est revenu sur ses prévisions de chiffre d'affaires pour l'année, portant sa guidance de chiffre d'affaires à plus de 100 M€ (contre plus de 80 M€ lors du précédent communiqué). Au-delà de cette perspective en termes de volume d'activité, le levier observé dès la publication des résultats S1 2020 permet également à Guillemot d'anticiper un niveau de ROC comme supérieur à 10 %...

Après mise à jour de notre modèle, la valorisation de Guillemot ressort à 7,65 € par titre. Opinion Achat sur la valeur !

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 2020	7
1.3	Perspectives à moyen terme : renouvellement du parc des consoles et e-sport.....	8
1.3.1	Le marché du Gaming vers une année 2020 exceptionnelle	8
1.3.2	L'essor des ventes à l'international, en particulier via le e-commerce	9
1.3.3	Hercules n'est pas en reste !.....	9
2	Prévisions FY 2020	9
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.

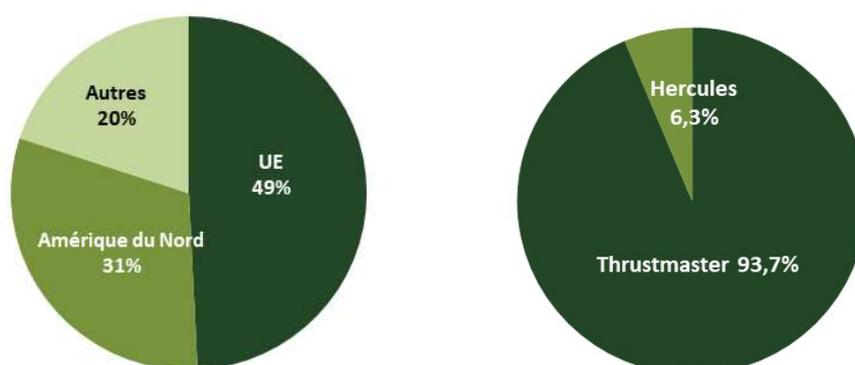
Au S1 2020, ce pôle a représenté seulement 6 % du chiffre d'affaires consolidé, en dépit d'une progression tangible de l'activité de +37 % sur la période. Pour mémoire, ce segment a fait l'objet, il y a quelques années, d'une forte évolution de son mix produit, caractérisé par l'abandon des ventes de 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 des partenariats signés avec les tous premiers distributeurs américains de matériel 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 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 gamepads.

Ce pôle, qui a représenté 94 % des revenus totaux du groupe au S1 2020, a connu une croissance très importante de son activité (+ 65 %, pour atteindre 38,9 M€), en particulier au cours du deuxième trimestre 2020 dans le contexte de la crise de Covid-19, contexte 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 50 % de parts de marché aux Etats-Unis en valeur au S1 2020).

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



Source : Guillemot

On note ici la nette contribution de Thrustmaster au chiffre d'affaires S1 2020 (94 %) 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, et les accessoires de type enceintes et casques DJ ;
- 2/ Enceintes sans fil pour smartphones et tablettes, sur un positionnement de niche outdoor (marque WAE).

Produits Djing :



Produits audio outdoor :



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

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 Warthog*) ;
- 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.



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 50 % 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 semestriels 2020

UN DEBUT D'EXERCICE DEJA TRES OFFENSIF !

Au cours du S1 2020, Guillemot a enregistré un CA de 41,5 M€, en hausse significative de + 63 % yoy et bien au-dessus de nos estimations.

Dans le détail :

- **Thrustmaster**, contributeur majeur à l'activité du groupe, a enregistré ce semestre un chiffre d'affaires de 38,9 M€ (+65 % yoy). Cette performance est en particulier due à un deuxième trimestre extrêmement dynamique, l'engouement pour les produits du groupe restant au plus haut, avec des audiences sur Internet sans précédent. L'émulation induite par certains événements de *eSport* a profité au groupe, avec des actualités produits couvrant les gamepads (*Eswap Pro Controller* et son nouveau concept sous forme de modules), les volants (mis en avant via la course virtuelle des 24 heures du Mans), ou encore les joysticks pour les jeux de simulation de l'aviation civile avec le *TCA Sidestick Airbus Edition* (en particulier dans la perspective du lancement du jeu *Flight Simulator 2020* par Microsoft).
- La marque **Hercules** a généré quant à elle un chiffre d'affaires de 2,6 M€, en forte hausse également de + 37 %, 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).

Dans ce contexte de début d'année euphorique, le management du groupe a relevé 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 plus de 100 M€ pour un niveau de ROC devant être supérieur à 10 %.

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

En M€	S1 2019	S1 2020	Var. en %
Hercules	1,9	2,6	+37 %
Thrustmaster	23,6	38,9	+65 %
Total	25,5	41,5	+63 %

Source : Guillemot

UN NIVEAU DE RENTABILITE OPERATIONNELLE LARGEMENT POSITIF AU S1 2020

Au titre du S1 2020, Guillemot a affiché des niveaux de rentabilité opérationnelle impressionnants, avec un ROC de 3,1 M€, contre une perte de -1,5 M€ au S1 2019. L'effet volume d'activité a pleinement bénéficié au résultat du groupe, la marge brute s'établissant à plus de 51 % du chiffre d'affaires, les charges opérationnelles restant quant à elles sous contrôle. Les coûts additionnels pour faire face aux conséquences de la crise Covid-19 sont marginaux à l'échelle de Guillemot. A noter toutefois des efforts marketing tangibles mis en avant par le groupe sur cette période, avec des dépenses en hausse de + 1,0 M€ en valeur.

Après un résultat financier positif de 5,3 M€ (lié à un gain latent de 5,2 M€ du portefeuille de VMP Ubisoft), le résultat net part du groupe ressort largement positif et s'établit à 7,3 M€, contre une perte de -2,5 M€ au S1 2019.

Au niveau bilanciel, la société dispose toujours d'une situation financière très saine, avec des capitaux propres s'élevant au 30 juin 2020 à 57,4 M€. A cette même date, Guillemot affiche un endettement net quasi nul (0,5 M€ vs. 10,2 M€ au 31 décembre 2019), et ce sans prendre en compte les VMP sur les titres Ubisoft (32,6 M€ au 30 juin 2020). La génération de cash sur la période du 1^{er} semestre 2020 atteint 8,1 M€, bénéficiant d'une capacité d'autofinancement à hauteur de 4,8 M€ et de la réduction du BFR pour un montant de 6,7 M€.

Compte de résultat consolidé S1 2020, en M€

(en M€)	S1 2019	S1 2020
Chiffre d'affaires	25,5	41,5
<i>% évolution</i>	-4,0%	62,9%
Achats consommés	11,5	15,8
<i>% du CA</i>	45,3%	38,0%
Variation des stocks de produits finis	-0,9	-4,4
Marge brute	13,0	21,4
<i>% du CA</i>	51,1%	51,5%
Charges de personnel	5,0	5,2
<i>% du CA</i>	19,6%	12,4%
Charges externes	5,8	7,7
<i>% du CA</i>	22,9%	18,6%
Impôts et taxes	0,2	0,3
Autres produits et charges d'exploitation	1,2	2,3
EBE	0,7	5,9
<i>% du CA</i>	2,9%	14,2%
Dépréciation et amortissements	2,3	2,8
Résultat opérationnel courant	-1,5	3,1
<i>% du CA</i>	-5,9%	7,5%
Autres produits et charges opérationnelles	0,0	0,0
Résultat opérationnel	-1,5	3,1
<i>% du CA</i>	-5,9%	7,5%
Coût de l'endettement financier net	-0,2	-0,1
Autres produits et charges financiers	-0,9	5,4
Résultat financier	-1,1	5,3
Résultat avant impôts des sociétés consolidées	-2,6	8,4
Impôts	-0,1	1,1
Résultat Net part du groupe	-2,5	7,3

Evolution importante de l'activité, portée par les produits Thrustmaster en particulier

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

Impact favorable correspondant aux titres Ubisoft en portefeuille

Source : Guillemot

1.3 Perspectives à moyen terme : renouvellement du parc des consoles et e-sport

1.3.1 Le marché du Gaming vers une année 2020 exceptionnelle

L'année 2020 va constituer un nouveau sommet pour l'industrie du Gaming, avec deux événements majeurs au cours de la période :

- L'impact **Covid-19** et en particulier les impératifs de confinement de la population (en Asie, puis en Europe et maintenant aux Etats-Unis) ont impliqué au cours du 1^{er} semestre 2020 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, courant mars, 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**, sortie confirmée pour le mois de novembre prochain. Ainsi, les deux produits hardware majeurs du secteur seront disponibles pour les fêtes de fin d'année. Rappelons que les produits de la génération actuelle (PS4 et Xbox One) se sont écoulés globalement à environ 160 millions d'exemplaires (respectivement 113 millions et 48 millions à fin juin 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 les ventes de gammes de produits spécifiques dites add-on à forte valeur ajoutée (volant haut de gamme, levier de vitesse, gamepad, manette spéciale).

Au titre de l'année 2020, l'environnement *e-sport* devrait générer environ 1,1 milliards de dollars de revenus, en hausse significative de +15,7 %... pour une audience comptant 495 millions de fans (source Newzoo 2020) !

Avec les sorties des titres *Flight Simulator*, *Project Cars 3* ou encore *Dirt 5*, jeux permettant en particulier aux accessoires Thrustmaster de pleinement s'exprimer (joysticks et volants), l'industrie du jeu vidéo devrait ainsi connaître sur 2020 une croissance de l'ordre de 15 à 20 %.

1.3.2 L'essor des ventes à l'international, en particulier via le e-commerce

Les objectifs stratégiques du groupe Guillemot 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 50 % des parts de marché des volants en valeur (source NPD Group Inc, Guillemot) mais également dans la zone Asie-Pacifique, où le groupe étudie de nouvelles possibilités.

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

La crise de Covid-19 a accéléré par ailleurs l'essor des ventes du groupe à destination des acteurs du e-commerce, la traction des ventes en ligne ayant été particulièrement importante au cours du 1^{er} semestre 2020. Dans ce contexte, 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 récent conclu avec Sweetwater.com, site référent aux Etats-Unis pour la vente d'instruments de musique en ligne.

1.3.3 Hercules n'est pas en reste !

La croissance très dynamique du segment Thrustmaster ne doit pas masquer la très belle remontée de l'activité Hercules, avec le succès en cours notamment du produit *Hercules DJControl Inpulse 500*. Après plusieurs semestres d'efforts de consolidation et de reconstruction de l'offre produits, les récents lancements ont permis au chiffre d'affaires de s'inscrire en nette hausse, en particulier au cours du 2^{ème} trimestre 2020 avec une croissance des ventes de près de 90 % !

Concrétisant ainsi le travail de fond de « Design Thinking » effectué autour de la gamme de produits Djing, la tendance devrait être confirmée au cours des prochains trimestres, même si l'activité devrait rester relativement peu contributive au chiffre d'affaires global au cours des prochains semestres, compte tenu de la courbe de croissance attendue sur la marque Thrustmaster. Toutefois, comme déjà évoqué, la signature de plusieurs partenariats avec des distributeurs américains devrait soutenir les ventes Djing aux Etats-Unis, générant un relai de croissance non négligeable pour cette activité.

2 Prévisions FY 2020

Lors de la présentation des résultats semestriels 2020, le management a partagé son enthousiasme quant à la traction exprimée par le marché et à la dynamique d'activité très favorable à attendre pour le reste de l'année. En particulier, sur la partie Gaming, les sorties des nouvelles consoles PlayStation 5 et Xbox Series X/S vont tirer l'ensemble du marché vers le haut. Dans ce contexte, le management a ajusté à la hausse sa guidance pour 2020 et indiqué attendre pour l'exercice en cours un chiffre d'affaires de plus de 100 M€ (contre une estimation à plus de 80 M€ auparavant), ainsi qu'un niveau de résultat opérationnel supérieur à 10 %.

Après avoir anticipé un niveau d'activité à 88,1 M€ lors de notre précédente publication, nous tablons désormais sur une activité annuelle de 101,2 M€ confortés par la confirmation des calendriers de sorties des produits hardware PlayStation 5 et Xbox Series X/S et par la confiance exprimée par la direction de Guillemot.

Du point de vue de la rentabilité, nous prévoyons un taux de marge brute de l'ordre de 51,2 % pour l'ensemble de l'exercice 2020, taux que nous faisons très légèrement croître pour les exercices 2021 et 2022. Conformément aux indications du management qui s'attend à un ROP supérieur à 10 % cette année, nous tablons sur un ROP 2020 de 11,4 %, puis une légère progression de cet indicateur au cours des deux années suivantes.



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						0,40%
Taille du CA						0,40%
Rentabilité opérationnelle						0,60%
Gearing						0,40%
Risque Client						1,00%
TOTAL						3,80%

Par conséquent, sur la base d'un taux sans risque de -0,28 % (moyenne à 3 mois de l'OAT TEC 10 – source Agence France Trésor), d'une prime de marché 8,52 % (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 3,80 % et d'un endettement faible de 14,8 % au 31 décembre 2019, le taux d'actualisation s'élève à 13,01 %.

Taux sans risque	Prime de marché	Beta	Prime Small Caps	Coût du capital	Coût de la dette	Levier financier	Taux d'impôts	WACC
-0,28%	8,52%	1,33	3,80%	14,82%	1,0%	14,78%	28,0%	13,01%

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 13,01 %, nous obtenons le tableau de flux de trésorerie disponible suivant (en M€) :

	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e
Chiffre d'affaires	60,90	101,20	102,42	105,87	111,16	115,61	120,23	123,84	127,55	130,10	132,71
Excédent brut d'exploitation	2,00	16,01	17,37	18,85	19,32	19,71	20,06	20,26	20,46	20,67	20,88
Impôt	-0,81	2,32	2,39	2,66	3,97	3,96	3,97	3,96	3,96	3,99	4,03
Investissements	3,04	3,85	4,92	4,23	4,66	5,12	5,48	5,76	5,99	6,23	6,54
Variation de BFR		1,39	2,03	1,08	1,44	1,08	1,25	0,70	0,72	0,50	0,51
FCF opérationnels		8,45	8,04	10,88	9,26	9,54	9,36	9,84	9,79	9,96	9,81
FCF opérationnels actualisés		8,18	6,88	8,24	6,21	5,66	4,92	4,57	4,03	3,62	3,16

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		55,49	65,9%
Période 11-20 ans	2,0%	17,94	21,3%
Taux de croissance à l'infini	1,5%	10,78	12,8%
Total		84,20	100,0%
dont valeur terminale		27,72	34,1%

Source : estimations Genesta

Ainsi, la valorisation d'entreprise de Guillemot ressort à 84,20 M€.

3.1.3 Calcul de la valeur par action

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

FCF actualisés (2020-2029)	55,49
+ Valeur terminale actualisée	28,72
+ Titres financiers	32,75
+ Titres mis en équivalences	
- Provisions	0,04
- Endettement financier net	10,20
- Minoritaires	0,00
+ Reports déficitaires actualisés	9,93
= Valeur des Capitaux Propres pg	116,65
Nombre d'actions (en millions)	15,29
Valeur par action	7,63

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 32,7 M€ (cours de bourse au 22 septembre 2020 de 73,78 €).

In fine, la méthode d'actualisation des flux de trésorerie disponibles (« Discounted Cash Flow ») fait ressortir une valeur par action de 7,63 € soit une potentielle appréciation de la valeur de +17,0 % par rapport au cours de clôture du 22 septembre 2020 de 6,52 €.

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	12,01%	7,88	7,91	7,95	7,99	8,03
	12,51%	7,72	7,75	7,79	7,82	7,86
	13,01%	7,57	7,60	7,63	7,67	7,70
	13,51%	7,42	7,45	7,48	7,51	7,55
	14,01%	7,28	7,30	7,34	7,37	7,40

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 cinq sociétés : Bigben Interactive, Netgear, Innelec Multimedia, Bang & Olufsen et GN Store.

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 WAE.

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...).

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 19	CA 20	CA 21	EBE 19	EBE 20	EBE 21	REX 19	REX 20	REX 21	RN 19	RN 20	RN 21
Bigben Interactive	263,5	280,6	322,7	49,6	60,5	75,3	20,8	29,6	38,0	16,1	18,4	24,4
Netgear	890,9	991,8	1 028,1	40,6	64,1	71,4	23,6	66,4	75,2	23,0	53,6	62,8
Innelec Multimedia	102,3	115,5	126,6	0,9	2,7	3,6	-0,4	1,5	2,3	-0,7	3,4	1,9
Bang & Olufsen	272,5	345,2	423,1	-19,7	13,5	38,3	-46,4	-9,8	25,2	-77,1	-11,0	9,4
GN Store	1 682,4	2 057,8	2 279,4	412,0	317,5	470,2	268,3	210,6	356,4	194,5	145,7	256,0

Source : Infront Analytics

	Capitalisation	Dette nette	Minoritaires	VE
Bigben Interactive	279,3	-43,4	0,0	235,8
Netgear	780,0	-174,6	0,0	605,4
Innelec Multimedia	14,0	13,4	0,0	27,4
Bang & Olufsen	192,1	4,4	0,0	196,5
GN Store	8 216,9	709,5	0,0	8 926,4

Source : Infront Analytics

3.2.2 Valorisation

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

	VE/CA 19	VE/CA 20	VE/ EBE 19	VE/ EBE 20	VE/REX 19	VE/REX 20	PE 19	PE 20
Bigben Interactive	0,84	0,73	3,90	3,13	7,97	6,21	15,18	11,45
Netgear	0,61	0,59	9,44	8,48	9,11	8,05	14,54	12,43
Innelec Multimedia	0,24	0,22	10,16	7,62	18,92	11,93	4,18	7,56
Bang & Olufsen	0,57	0,46	14,57	5,14	ns	7,80	ns	20,46
GN Store	4,34	3,92	ns	18,99	ns	25,04	ns	32,10
Moyenne	1,32	1,18	9,52	8,67	12,00	11,81	11,30	16,80
Médiane	0,61	0,59	9,80	7,62	9,11	8,05	14,54	12,43

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	101,20	102,42	16,01	17,37	11,56	11,86	9,04	9,27
Valorisation induite	165,97	153,68	184,86	183,12	171,16	172,55	134,61	188,23
	94,25	92,79	189,42	164,86	137,80	128,02	163,93	147,70
Valorisation moyenne (€ / action)	8,29		11,81		9,97		10,38	

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 32,7 M€ (au cours du 22 septembre 2020).

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 -24,2 % aux résultats évoqués précédemment.

Capitalisation moyenne des comparables	2 367,1	M€
Capitalisation non corrigée de la société	153,6	M€
Rapport des capitalisations	6,5%	
Décote à appliquer	-24,2%	

Après décote, nous obtenons les valorisations suivantes :

Valorisation moyenne (€ / action)	6,28	8,95	7,55	7,86
Moyenne	7,66			

La méthode des comparables boursiers fait ressortir une valeur par action comprise entre 6,28 € et 8,95 € par titre, avec une moyenne de 7,66 €, soit une potentielle appréciation de la valeur de +17,5 % par rapport au cours de clôture du 22 septembre 2020 de 6,52 €.

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€)	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
Chiffre d'affaires	80,45	81,22	60,88	101,20	102,42	105,87
% évolution	25,3%	1,0%	-25,1%	66,2%	1,2%	3,4%
Marge Brute	38,77	42,80	28,90	51,81	53,16	55,58
% du CA	48,2%	52,7%	47,5%	51,2%	51,9%	52,5%
Charges de personnel	8,25	9,35	9,78	9,25	10,34	10,44
% du CA	10,3%	11,5%	16,1%	9,1%	10,1%	9,9%
Charges externes	14,90	15,73	13,15	14,50	21,33	21,45
% du CA	18,5%	19,4%	21,6%	14,3%	20,8%	20,3%
Excédent brut d'exploitation	9,95	11,59	1,97	16,01	17,37	18,85
% évolution	117,0%	16,5%	-83,0%	711,1%	8,5%	8,5%
% du CA	12,4%	14,3%	3,2%	15,8%	17,0%	17,8%
Résultat opérationnel	5,92	6,89	-2,59	11,56	11,86	13,19
% évolution	751,3%	16,4%	ns	ns	2,7%	11,1%
% du CA	7,4%	8,5%	ns	11,4%	11,6%	12,5%
Résultat financier	-0,16	-0,13	-0,38	-0,38	-0,20	-0,20
Résultat courant avant impôts	5,76	6,76	-7,23	11,18	11,66	12,99
Impôts	2,23	-2,20	-0,81	2,32	2,39	2,66
Résultat Net part du groupe	17,52	12,15	-6,41	9,04	9,27	10,32
% évolution	477,7%	-30,6%	ns	ns	2,6%	11,3%
% du CA	21,8%	15,0%	ns	8,9%	9,1%	9,8%
Intérêts minoritaires	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Résultat Net part du groupe retraité	3,53	8,95	-2,46	9,04	9,27	10,32
% du CA	4,4%	11,0%	ns	8,9%	9,1%	9,8%

Incroyable bon en avant du CA au cours de l'exercice 2020, avec en perspective la barre des 100 M€ pour le groupe, porté par la marque Thrustmaster. L'arrivée sur le marché des nouvelles consoles PS5 et Xbox Series X/S permettra au Gaming de se maintenir au plus haut ! A minima...

Résultat opérationnel bénéficiant à plein de l'effet volume, dépassant ainsi les 10 % du chiffre d'affaires

4.2 Bilan – principaux agrégats

Au 31/12 (en M€)	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
Immobilisations incorporelles	10,65	11,12	11,40	11,12	11,12	11,12
Goodwill	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Immobilisations corporelles	2,32	2,61	4,60	2,61	2,61	2,61
Immobilisations financières	0,42	0,39	0,27	0,39	0,39	0,39
BFR	7,84	20,21	15,19	16,58	18,61	19,69
% du CA	9,7%	24,9%	25,0%	16,4%	18,2%	18,6%
Dettes financières	10,56	11,87	16,03	14,03	10,03	7,03
Trésorerie	10,29	4,01	5,85	12,60	14,62	22,04
Endettement net (hors VMP)	1,27	7,86	10,18	1,43	-4,59	-15,01

Un BFR sous contrôle, la forte demande permettant l'écoulement rapide des stocks, même si les attentes des e-commerçants impliquent de faire certains efforts en matière de disponibilité produits...

4.3 Tableau des flux de trésorerie – principaux agrégats

Au 31/12 (en M€)	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
CAF	10,04	14,05	2,10	13,49	14,78	15,99
Investissements	2,29	3,09	3,02	3,85	4,92	4,23
% du CA	2,8%	3,8%	5,0%	3,8%	4,8%	4,0%
Variation du BFR	-5,94	12,38	-5,02	1,39	2,03	1,08
Flux de trésorerie d'exploitation net	13,70	-1,41	4,11	8,25	7,84	10,68

Augmentation des CAPEX progressive

4.4 Ratios financiers

Au 31/12 (en M€)	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
Bénéfice net par action (hors impact Ubisoft)	0,23	0,59	-0,16	0,59	0,61	0,68
%évolution	ns	153,8%	ns	ns	2,6%	11,3%
Capitalisation boursière	70,67	50,45	36,99	99,67	99,67	99,67
Valeur d'entreprise	71,94	58,31	47,18	101,10	95,08	84,67
P/E retraité	20,04	5,63	ns	11,03	10,75	9,66
P/CF	7,04	3,59	17,62	7,39	6,74	6,23
Market to Book	1,55	0,87	0,73	1,98	1,67	1,43
VE / CA	0,89	0,72	0,77	1,00	0,93	0,80
VE / EBE	7,23	5,03	ns	6,32	5,47	4,49
VE / ROP	12,15	8,46	ns	8,75	8,02	6,42
EBE / CA	12,4%	14,3%	3,2%	15,8%	17,0%	17,8%
ROC / CA	7,4%	8,5%	ns	11,4%	11,6%	12,5%
ROP / CA	7,4%	8,5%	ns	11,4%	11,6%	12,5%
Résultat net / CA	21,8%	15,0%	ns	8,9%	9,1%	9,8%
Gearing	2,8%	13,5%	20,2%	2,8%	-7,7%	-21,5%
Capitaux engagés	21,22	34,33	31,46	30,70	32,72	33,80
RCE	17,4%	26,5%	ns	30,1%	28,9%	31,1%
Rentabilité des Fonds Propres	38,5%	20,9%	ns	18,0%	15,6%	14,8%

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
24 septembre 2020	Etude Semestrielle Achat	7,65 €
27 juillet 2020	Flash Valeur Achat Fort	6,85 €
4 avril 2020	Flash Valeur Suspendu / Covid-19	Suspendu / Covid-19
26 mars 2020	Flash Valeur Suspendu / Covid-19	Suspendu / Covid-19
3 février 2020	Flash Valeur Achat Fort	3,00 €
30 octobre 2019	Flash Valeur Achat	2,60 €

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.