

Date de première diffusion : 27 septembre 2021

# Guillemot

## Largement en avance sur son plan de marche 2021

### Commentaires sur les résultats S1 2021

Au titre du S1 2021, Guillemot a publié un chiffre d'affaires de 70,5 M€, en forte progression de +70 % par rapport au S1 2020, période qui avait déjà enregistré une hausse d'activité de plus de +60 %. Les deux pôles d'activités du groupe, Thrustmaster et Hercules, sont en forte hausse, respectivement +72 % et +42 %, la demande restant très soutenue, en particulier dans l'environnement Gaming.

Bénéficiant d'un effet volume d'activités significatif et de la progression du niveau de marge brute (+330 pb), les résultats communiqués par Guillemot sont excellents, avec un niveau de résultat opérationnel courant qui atteint 13,3 M€ sur la période, contre 3,1 M€ lors du 1<sup>er</sup> semestre 2020. Le groupe a bien évidemment engagé des efforts opérationnels (effectifs et dépenses marketing) pour soutenir la forte croissance de ses activités, mais ces dépenses progressent moins rapidement (+38 %) que la hausse d'activité. Ainsi, le taux de rentabilité opérationnelle courante s'élève à 18,9 % au S1 2021.

Seule ombre au tableau de ces résultats, l'impact négatif de la baisse du cours de l'action Ubisoft, conduisant à la constatation d'une perte latente de -8,8 M€ en résultat financier (portefeuille de VMP). In fine, le résultat net pdg s'établit à 3,7 M€ (vs. 7,3 M€ au S1 2020).

### Guillemot a toutes les cartes en main, malgré les contraintes en matière d'approvisionnement et de logistique

Au-delà d'une forte rentabilité enregistrée au cours du 1<sup>er</sup> semestre, Guillemot met également en avant dans le cadre de sa communication le fait d'avoir beaucoup d'atouts pour surmonter les enjeux actuels des acteurs des loisirs interactifs (pénurie de composants et difficultés logistiques). Ainsi, fort d'une situation bilancielle très saine, Guillemot semble avoir bien anticipé les choses avec notamment des stocks s'élevant à 26,7 M€ fin juin 2021, contre un niveau de 15,8 M€ fin juin 2020. De quoi alimenter les ventes de Noël 2021 !

De fait, bénéficiant des investissements opérationnels réalisés depuis 18 mois, Guillemot reste en mesure de maintenir un niveau d'activité significatif au titre du 2<sup>ème</sup> semestre 2021, même si l'allongement de son cycle de vente impacte le niveau de besoin de fonds de roulement du groupe.

### Opinion Achat Fort sur la valeur, le management relevant sa guidance de résultat au titre de l'ensemble de l'exercice 2021

Fort de l'avance prise au cours du 1<sup>er</sup> semestre 2021 avec des résultats excellents, le management relève sa guidance, attendant désormais un résultat opérationnel courant supérieur à 25 M€ (contre supérieur à 20 M€ précédemment), tout en maintenant son anticipation d'un volume de chiffre d'affaires supérieur à 150 M€.

Après mise à jour de notre modèle, nous relevons notre TP qui ressort désormais à 23,55 € / titre et maintenons notre opinion Achat Fort sur la valeur.

### Raphaëlle POULAIN

Analyste Financier

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

01 45 63 68 62

### Opinion

#### 1. Achat Fort

Cours (clôt. au 23 septembre 2021) 12,02 €

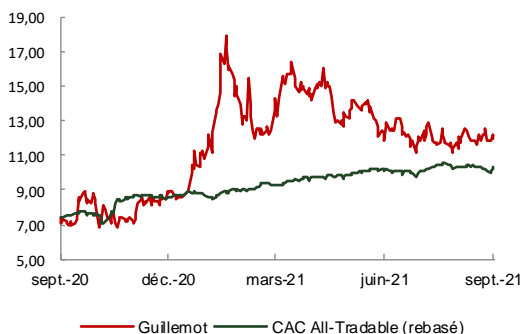
Objectif de cours 23,55 € (+95,9 %)

### Données boursières

Code Reuters / Bloomberg	GTCN.PA / GUI:FP
Capitalisation boursière	183,8 M€
Valeur d'entreprise	165,6 M€
Flottant	55,86 M€ (30,4 %)
Nombre d'actions	15 287 480
Volume quotidien	526 620 €
Taux de rotation du capital (1 an)	42,13%
Plus Haut (52 sem.)	17,90 €
Plus Bas (52 sem.)	6,90 €

### Performances

Absolue	1 mois	6 mois	12 mois
	+3 %	-22,9 %	+60,7 %



### Actionnariat

Flottant : 30,4 % ; Guillemot Brothers & Famille : 68,9 % ;  
Autocontrôle : 0,7 %

### Agenda

CA T3 2021 publié le 28 octobre 2021

### Chiffres Clés

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
CA (M€)	60,9	120,6	162,2	187,5	210,8
Evolution (%)	-25,1%	98,1%	34,5%	15,6%	12,4%
EBE (M€)	2,0	26,1	36,5	39,5	42,7
ROP (M€) **	-2,6	23,1	28,5	31,0	34,0
Marge op. (%)	-4,3%	19,1%	17,6%	16,5%	16,1%
Res. Net. Pg (M€) *	-2,4	22,1	27,4	29,8	32,3
Marge nette (%) *	-3,9%	18,3%	16,9%	15,9%	15,3%
BPA *	-0,16	1,45	1,79	1,95	2,11

### Ratios (Hors Valorisation des titres Ubisoft)

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
VE / CA	0,6	0,7	0,9	0,6	0,3
VE / EBE	17,1	3,2	4,0	2,7	1,6
VE / ROP	ns	3,7	5,1	3,5	1,9
P / E *	ns	4,6	6,7	6,2	5,7
Gearing (%)	20%	-23%	-37%	-56%	-69%
Dette nette / EBE	5,1	-0,7	-1,1	-1,9	-2,8
RCE (%)	-8%	93%	79%	86%	101%

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

\*\* Incluant, au titre de l'exercice 2020, 4,1 M€ de reprises sur la marque Thrustmaster

## Présentation de la société

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

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

### Deux marques fortes aux cycles de marchés différents

Au sein de chaque segment de son portefeuille d'activités, Guillemot a su développer des gammes de produits attractives. Ainsi, Hercules propose une offre de produits de niche autour de la musique numérique et du Djing. Thrustmaster produit des accessoires de jeux vidéo pour la plupart des plateformes, à destination principalement des hardcore gamers mais également des casual gamers au travers de gammes plus accessibles. L'essentiel du chiffre d'affaires est aujourd'hui réalisé à plus de 93 % au travers de Thrustmaster, d'où la nécessité pour Guillemot d'investir sur Hercules pour rééquilibrer ses activités.

### Une différenciation par la valeur ajoutée

Au sein d'une industrie très concurrentielle, Guillemot parvient à se démarquer par un screening actif du marché via une démarche de « Design Thinking », une réactivité d'exécution par rapport aux attentes des consommateurs ainsi qu'une amélioration permanente de ses gammes, évoluant vers le haut. Ainsi, Guillemot adopte une stratégie de valeur ajoutée pour l'utilisateur final, avec un positionnement opportuniste, sur des segments ciblés et dynamiques.

Le groupe concentre ses efforts sur les étapes clés de la chaîne de valeur : 1/ une activité soutenue de R&D, pour continuellement intégrer à ses produits des innovations technologiques 2/ un savoir-faire de sourcing en Asie éprouvé ; 3/ une maîtrise des process marketing et de promotion et 4/ un réseau de distribution solide et internationalisé.

## Méthode de valorisation

### DCF

Suite à cette publication, nous ajustons principalement nos estimations de marge opérationnelle à court terme, avec notamment un résultat opérationnel courant 2021 désormais attendu à 28,5 M€, tout en tenant compte de besoins en fonds de roulement ponctuellement plus importants.

Après mise à jour du WACC, l'actualisation des flux de trésorerie d'exploitation disponibles, avec un coût moyen pondéré des ressources de 9,56 %, valorise le titre à 28,70 € 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) Innelec Multimedia : société française spécialiste de la distribution de produits numériques multimédias (jeux vidéo, audio, etc).
- 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...).

A noter que les acteurs Netgear et GN Store Nord ont été écartés de notre échantillon, après une nouvelle revue de celui-ci (pertinence produits et taille d'entreprise).

La valorisation par les comparables boursiers fait ressortir une valeur de 18,40 € par titre.

Notre objectif de cours, obtenu par la moyenne des méthodes DCF et Comparables Boursiers, ressort à 23,55 € par action, impliquant un upside de +95,9 % sur la valeur en tenant compte du cours de Guillemot à 12,02 € au 23 septembre 2021. **Opinion Achat Fort.**

## SWOT

### Forces

- Capitalisation sur deux marques fortes : Hercules et Thrustmaster
- Innovation technologique et savoir-faire de R&D importants
- Maîtrise des process marketing et de sourcing, grande réactivité démontrée en particulier durant la période de Covid-19
- Référencement gratifiant par la presse spécialisée

### Faiblesses

- Maillage géographique pouvant encore être amélioré
- En dehors de la valorisation de l'activité propre de Guillemot, une valorisation boursière pouvant être affectée par les évolutions du cours de bourse des titres Ubisoft détenus en portefeuille (baisse de plus de 30 % depuis le début de l'année)

### Opportunités

- Base installée de consoles de précédente génération très importante (de l'ordre de 165 millions de PS4 et Xbox One au global – Déc. 2020)
- Essor du e-sport, devant permettre une plus grande récurrence de l'activité d'accessoiriste de jeu vidéo
- Segment Djing en constante progression, tiré par la convergence numérique
- Large 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

### 2021 : vers une nouvelle année record

Avec des résultats au titre du 1<sup>er</sup> semestre 2021 particulièrement impressionnants (résultat opérationnel courant de 13,3 M€, contre 3,1 M€ au titre du 1<sup>er</sup> semestre 2020), Guillemot a inmanquablement pris de l'avance sur la guidance jusque-là exprimée par le management du groupe, à savoir afficher un niveau de résultat opérationnel courant sur l'ensemble de l'année supérieur à 20 M€.

Tout en reconnaissant, comme l'ensemble des acteurs du marché, les contraintes actuelles liées aux pénuries de composants et aux tensions logistiques, Guillemot estime aujourd'hui être en mesure d'afficher de très bons résultats sur l'ensemble de l'année, fort de stocks devant lui permettre de satisfaire au mieux la demande, surtout en fin d'année.

De fait, le management maintient sa guidance de chiffre d'affaires devant être supérieure à 150 M€ (soit une croissance de plus de 25 % par rapport à l'exercice 2020) tout en relevant ses objectifs de résultat opérationnel courant comme devant être supérieur à 25 M€.

### Opinion Achat Fort réitéré, avec un objectif de cours porté à 23,55 € par action

Nous restons convaincus par les efforts opérationnels engagés par le groupe au cours de ces derniers trimestres, efforts permettant aujourd'hui à Guillemot d'assumer des volumes d'activité durablement supérieurs à 30 M€ par trimestre.

Après mise à jour de notre modèle, tenant compte en particulier d'une marge brute plus élevée, tout en supportant plus de besoins en fonds de roulement, la valorisation de Guillemot ressort à 23,55 € par titre.

### Opinion Achat Fort 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 2021 .....	7
1.3	Tout est question d'anticipation !.....	8
1.3.1	Faire face aux enjeux d'approvisionnement et de logistique .....	8
1.3.2	Guillemot bien armé pour affronter ces contraintes opérationnelles .....	9
2	Prévisions FY 2021 .....	9
3	Valorisation .....	10
3.1	DCF .....	10
3.1.1	Détermination du taux d'actualisation .....	10
3.1.2	Calcul de FCF opérationnels.....	11
3.1.3	Calcul de la valeur par action .....	11
3.2	Comparables .....	12
3.2.1	Choix des comparables .....	12
3.2.2	Valorisation .....	13
3.2.3	Méthodologie de la décote.....	14
4	Synthèse des comptes .....	15
4.1	Compte de résultats simplifié .....	15
4.2	Bilan – principaux agrégats .....	15
4.3	Tableau des flux de trésorerie – principaux agrégats.....	15
4.4	Ratios financiers.....	16
5	Avertissements importants.....	17
5.1	Définition des opinions et objectifs de cours de Genesta Equity Research.....	17
5.2	Détection de conflits d'intérêts potentiels .....	17
5.3	Historique des opinions et objectifs de cours relatifs à la valeur au cours des 12 derniers mois .....	17
5.4	Répartition des opinions.....	17
5.5	Avertissement complémentaire .....	18

## 1 Présentation de la société et commentaires sur les derniers résultats

Guillemot Corporation est spécialisée dans la conception et la commercialisation de matériels et d'accessoires de loisirs interactifs pour PC et consoles de jeux vidéo. Les activités s'organisent autour des deux marques phares du groupe :

- **Hercules** : produits Djing et musique numérique (platines de mixage pour DJ amateurs et semi-professionnels sur PC et iPad / Android, casques DJ).

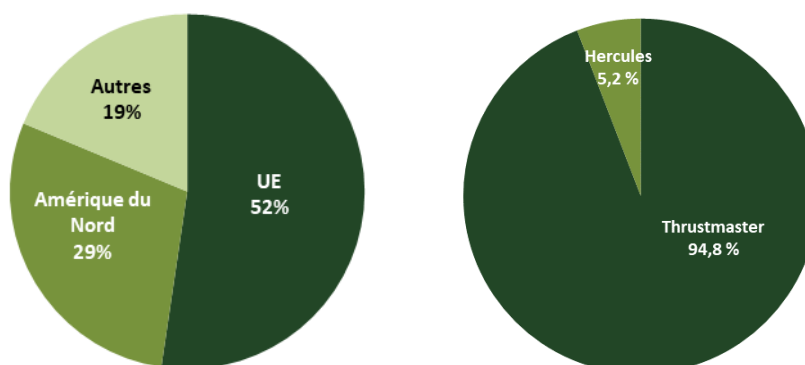
Au cours du 1<sup>er</sup> semestre 2021, ce pôle a représenté environ 5,2 % du chiffre d'affaires consolidé, malgré une progression tangible de l'activité de +42 % sur la période (légère dilution de cette partie des activités du groupe compte tenu de la croissance plus forte observée sur les accessoires dédiés aux jeux vidéo). Pour mémoire, ce segment a fait l'objet, il y a quelques années, d'une forte évolution de son mix produit, caractérisé par l'abandon des ventes de hauts parleurs multimédias et de webcams. Aujourd'hui, les équipes de Recherche et Développement se concentrent à développer la gamme Djing du groupe afin de séduire les amateurs et professionnels de musique. Dans ce sens, le département présente une actualité encourageante, à l'image de l'édition très réussie du *DJControl Inpulse 500*, édition intégrant notamment la brique logicielle référente *Serato DJ Pro*, mais également le développement et l'ajout à ses produits d'outils logiciels propriétaires de type *Djuced* pour aider les utilisateurs dans leur apprentissage.

- **Thrustmaster** : accessoires pour PC et pour consoles de jeux vidéo, à destination des principales consoles de salon et portables du marché et plus spécifiquement sur les consoles de Sony (PS3, PS4 et maintenant PS5) et de Microsoft (Xbox 360, Xbox One et maintenant Xbox Series X/S). Les principaux produits du groupe sont répartis dans 4 univers, à savoir les volants, les joysticks, les casques gaming et les gamepads.

Ce pôle, qui a représenté 94,9 % des revenus totaux du groupe au cours du 1<sup>er</sup> semestre 2021, a à nouveau connu une croissance significative de son activité au cours de cette période (+ 72 %, pour atteindre 66,8 M€ au S1 2021), en particulier au cours du 1<sup>er</sup> trimestre avec les sorties des nouvelles consoles PS5 et Xbox Series X/S (fin 2020). Dans le prolongement d'une année 2020 marquée par les effets de la crise Covid-19, effets paradoxalement favorables à toute l'industrie du Gaming, les équipes opérationnelles de Guillemot étaient parvenues à faire face à une demande très soutenue (le confinement des populations particulièrement aux Etats-Unis et en Europe faisant exploser la demande en ligne sur les produits de simulation en particulier - volants et joysticks). Sur la 1<sup>ère</sup> partie de l'année 2021, cette demande est restée très forte, dans toutes les zones géographiques adressées par le groupe.

Par ailleurs, le très bon positionnement du groupe sur le segment du e-sport, dont le développement fulgurant ces dernières années laisse présager un potentiel de croissance très intéressant. Cette nouvelle discipline devrait soutenir la vente de gammes de produits spécifiques add-on (volant haut de gamme, levier de vitesse, gamepad, manette), segment sur lequel Guillemot fait figure d'acteur incontournable, à l'image de sa position de leader sur le marché américain des volants de jeux vidéo (environ 40 % de parts de marché aux Etats-Unis en valeur en 2020, dans un marché en progression de l'ordre de +50 %).

### Ventilation du chiffre d'affaires du 1<sup>er</sup> semestre 2021 par zone géographique et par activité :



Source : Guillemot

Au cours du 1<sup>er</sup> semestre 2021, Guillemot a pu bénéficier de marchés très porteurs sur ses produits phares :

- croissance du marché des volants en Europe de plus de 40 % (61,1 M€ pour les 5 principaux pays – Source GfK, Guillemot), zone au sein de laquelle le groupe présente des parts de marchés de près de 30 %,
- croissance du marché des volants aux Etats-Unis de plus de 100 % (53 M\$ – Source NPD Group Inc, Guillemot), région où Thrustmaster dispose de plus de 30 % de parts de marché, ou encore

- croissance de près de 80 % du marché des joysticks en Europe (13,5 M€ pour 5 principaux pays – Source GfK, Guillemot), zone pour laquelle Guillemot est le numéro 1 avec sa marque Thrustmaster avec plus de 60 % de parts de marché.

On note également la nette contribution de Thrustmaster au chiffre d'affaires total du S1 2021 (94,8 %) et par conséquent la nécessité aujourd'hui pour Guillemot d'investir sur les produits Hercules afin de rééquilibrer ses activités.

## 1.1 Un positionnement qualitatif de niche

### HERCULES : ERGONOMIE ET DESIGN

La marque Hercules regroupe l'offre de produits multimédias développée par le groupe. Sur ce segment d'activité, Guillemot se positionne et se focalise aujourd'hui uniquement sur les produits spécifiques de DJing et de musique numérique (logiciel Djuced), avec des accessoires associés à cet écosystème de type enceintes et casques DJ :

#### Produits Djing :



#### Musique numérique :



Sur ces secteurs de l'Audio très concurrentiels, il convient de rappeler que le mix produit de Guillemot est surtout ciblé sur des niches de consommation dynamique ou à forte valeur ajoutée. La société adopte un positionnement de différenciation par la valeur d'usage, avec des produits sensiblement différents de ceux développés par ses plus grands concurrents internationaux (Bose/Altec, Lansing sur l'univers audio). Ainsi, Guillemot ne cherche pas nécessairement à couvrir l'ensemble de l'industrie des matériels technologiques grand public, mais s'attache à développer une gamme cohérente articulée autour de familles de produits spécifiques sur lesquels le groupe sait qu'il est en mesure de proposer une valeur ajoutée différenciée aux consommateurs.

Le groupe est aujourd'hui particulièrement actif et novateur sur les consoles de DJing, y compris en intégrant à ces derniers produits des outils logiciels pour faciliter l'apprentissage des utilisateurs au mix musical (notamment le logiciel propriétaire Djuced).

Si les premiers produits développés par Guillemot couvraient principalement l'entrée et le milieu de gamme des segments adressés, et ce afin de pénétrer des marchés concurrentiels avec des offres compétitives et de qualité, la société a progressivement eu tendance à adopter une stratégie de remontée en gamme à mesure que sa courbe d'expérience augmentait. A ce titre et afin de mieux cibler les attentes spécifiques des consommateurs, le groupe s'appuie aujourd'hui sur le Design Thinking, démarche d'innovation immersive et collaborative centrée sur l'expérience utilisateur.

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

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

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

Ce fut également le cas pour l'offre de DJing, Hercules ayant dans un premier temps proposé des consoles d'entrée de gamme qui ont rapidement connu un réel succès et permis à Hercules d'améliorer sa courbe d'expérience sur cette famille de produits. La société a ainsi pu travailler au lancement de nouvelles consoles, positionnées plus haut de gamme, possédant davantage de fonctionnalités et offrant des innovations fortes.

Afin d'accompagner la montée en gamme de ses consoles, Hercules a également développé des accessoires de DJing, tels que des casques et des enceintes dédiées au mixage.

### THRUSTMASTER : A LA POINTE DE L'EXPERIENCE DU JEU

Le positionnement adopté sur la gamme de produits développés sous la marque Thrustmaster, qui adresse le marché des accessoires de jeux vidéo, s'avère assez similaire. En effet, Thrustmaster s'est développé à la fin des années 1990 et au début des années 2000, principalement sur le segment, historiquement de niche, des gamers, avec une offre d'accessoires à la pointe de l'innovation technologique.

Ainsi, la marque a progressivement gagné ses lettres de noblesse auprès des joueurs experts :

- grâce à son partenariat avec *Ferrari* pour le développement sous licences de volants pour jeu de course ;
- au travers de son offre complète et haut de gamme de joysticks (*Hotas 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 parmi les leaders en Europe et en Amérique du Nord avec une gamme complète de volants sur les supports de jeu les plus répandus (PC, Xbox One et PS4) et ce, avec des catégories allant des produits d'entrée de gamme aux produits très haut de gamme.

#### L'offre de produits Thrustmaster :



Grâce à sa position d'acteur incontournable (sur ses produits phares, les volants et les joysticks, le groupe dispose aux Etats-Unis d'une position de leader incontesté, avec des parts de marché en valeur de l'ordre de 35 % et à 75 % 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 2021

### VERS UN NOUVEL EXERCICE HISTORIQUE POUR GUILLEMOT

Au cours du S1 2021, Guillemot a enregistré un CA de 70,5 M€, en hausse très significative de + 70 % yoy, étant rappelé que l'activité avait déjà progressé de + 63 % lors du 1<sup>er</sup> semestre 2020 par rapport à la même période de 2019.

Dans le détail :

- **Thrustmaster**, contributeur majeur à l'activité du groupe, a enregistré ce semestre un chiffre d'affaires de 66,8 M€ (+72 % yoy). Cette performance est en particulier due à un 1<sup>er</sup> trimestre extrêmement dynamique (+172 %), dans le prolongement de la sortie fin 2020 des nouvelles générations de consoles PS5 et Xbox Series X/S.

La période a été marquée par de grandes réussites sur les nouveaux produits lancés par le groupe, et en particulier 1/ des compléments sur l'environnement *Flying* accompagnant la réussite de la gamme *Thrustmaster Civil Aviation* – Gamme *Airbus* (ventes soutenues par le succès mondial du jeu *Flight Simulator 2020* de Microsoft) et 2/ la commercialisation élargie des gamepads *Eswap X Pro Controller* et son nouveau concept sous forme de modules, après l'enthousiasme rencontré aux Etats-Unis auprès des critiques spécialisées fin 2020. Thrustmaster a également engagé au cours du 1<sup>er</sup> semestre 2021 la commercialisation de son nouveau volant sous licence Ferrari, la *Formula Wheel Add-On Ferrari SF1000 Edition*, véritable réplique du volant de Formule 1.

Au-delà de cette actualité produits, le groupe maintient bien évidemment ses efforts marketing, notamment en sponsorisant des compétitions eSport.

- La marque **Hercules** a généré quant à elle un chiffre d'affaires de 3,7 M€, en hausse également tangible de + 42 %, mais sur la base d'une contribution qui reste plus limitée. En particulier, l'activité Djing a bénéficié des ventes de la nouvelle édition du *DJControl Inpulse 500*, édition intégrant notamment la brique logicielle référente *Serato DJ Pro*.

#### Ventilation du chiffre d'affaires semestriel 2021 par segment, en M€

En M€	S1 2019	S1 2020	S1 2021	Var. en % (2020 vs 2019)	Var. en % (2021 vs 2020)
Hercules	1,9	2,6	3,7	+37 %	+42 %
Thrustmaster	23,6	38,9	66,8	+65 %	+72 %
<b>Total</b>	<b>25,5</b>	<b>41,5</b>	<b>70,5</b>	<b>+63 %</b>	<b>+70 %</b>

Source : Guillemot

### AVEC CES RESULTATS S1 2021 TRES POSITIFS, LE GROUPE EST EN AVANCE SUR SA GUIDANCE DE RESULTATS ANNUELS 2021

Au titre du S1 2021, Guillemot voit une nouvelle fois ses résultats d'activités bénéficier de l'effet volume lié à la très forte croissance de son chiffre d'affaires. Tout en soulignant les efforts opérationnels réalisés, en particulier sur ses effectifs mais également en matière de promotions des ventes et de marketing, Guillemot présente des résultats en très forte hausse, avec un résultat opérationnel courant s'élevant à 13,3 M€, contre 3,1 M€ lors de l'exercice précédent.

Ainsi, ce résultat opérationnel courant représente près de 18,9 % des ventes de la période, contre 7,5 % du chiffre d'affaires au cours du S1 2020 et permet à Guillemot d'être en avance sur son objectif initial de volume de résultat courant sur l'ensemble de l'exercice (Objectif d'un résultat opérationnel courant supérieur à 20 M€ sur l'ensemble de l'année, étant rappelé que le montant de résultat opérationnel courant enregistré au cours du S2 2020 était de 15,9 M€...).

Au titre de ces résultats du S1 2021, il convient de noter une seule ombre au tableau, à savoir la baisse des titres Ubisoft détenus en portefeuille, avec de fait la constatation dans les comptes d'une perte latente de 8,8 M€. Tenant compte en particulier de cet impact, le résultat net de Guillemot au titre du S1 2021 s'établit à 3,7 M€.

Au niveau bilanciel, la société dispose toujours d'une situation financière très saine, avec des capitaux propres s'élevant au 30 juin 2021 à 80,2 M€. A cette même date, Guillemot affiche un endettement net négatif (trésorerie nette des emprunts bancaires de 15,1 M€), et ce sans prendre en compte les VMP sur les titres Ubisoft (26,2 M€ au 30 juin 2021).

Le groupe met en avant également au sein de son communiqué le fait d'avoir bien préparé la deuxième partie de l'exercice, en particulier compte tenu des tensions sur l'approvisionnement en composants et les contraintes logistiques. Le niveau des stocks net s'établit à 26,7 M€ au 30 juin 2021, contre 15,8 M€ à cette même date en 2020, nous rendant confiants sur le fait que Guillemot puisse à nouveau inscrire son niveau d'activité au cours du S2 2021 en croissance soutenue.

### Compte de résultat consolidé S1 2021, en M€

(en M€)	S1 2020	S1 2021
<b>Chiffre d'affaires</b>	<b>41,5</b>	<b>70,5</b>
% évolution	62,9%	69,7%
<b>Achats consommés</b>	<b>15,8</b>	<b>39,6</b>
% du CA	38,0%	56,1%
Variation des stocks et de matières premières	-4,4	7,7
<b>Marge brute</b>	<b>21,4</b>	<b>38,6</b>
% du CA	51,5%	54,8%
<b>Charges de personnel</b>	<b>5,2</b>	<b>5,8</b>
% du CA	12,4%	8,2%
<b>Charges externes</b>	<b>7,7</b>	<b>11,5</b>
% du CA	18,6%	16,3%
Impôts et taxes	0,3	0,3
Autres produits et charges d'exploitation	2,3	3,9
<b>EBE</b>	<b>5,9</b>	<b>17,1</b>
% du CA	14,2%	24,3%
Dépréciation et amortissements	2,8	3,8
<b>Résultat opérationnel courant</b>	<b>3,1</b>	<b>13,3</b>
% du CA	7,5%	18,9%
Autres produits et charges opérationnelles	0,0	0,0
<b>Résultat opérationnel</b>	<b>3,1</b>	<b>13,3</b>
% du CA	7,5%	18,9%
Coût de l'endettement financier net	-0,1	0,0
Autres produits et charges financiers	5,4	-9,2
<b>Résultat financier</b>	<b>5,3</b>	<b>-9,3</b>
<b>Résultat avant impôts des sociétés consolidées</b>	<b>8,4</b>	<b>4,0</b>
Impôts	1,1	0,3
<b>Résultat Net part du groupe</b>	<b>7,3</b>	<b>3,7</b>

Poursuite d'une croissance forte des deux pôles d'activités : Thrustmaster à +72 % Hercules à +42 %

Un niveau de Marge Brute qui progresse fortement pour s'établir proche de 55 % du chiffre d'affaires

Progression des frais opérationnels (+38 %) pour accompagner la croissance, hausse restant toutefois plus faible que la croissance du chiffre d'affaires

Effet volume jouant à plein sur la progression de la rentabilité, un ROC multiplié par 4...

Un bas de compte de résultat impacté de l'évolution à la baisse des titres Ubisoft détenus en portefeuille (perte latente de 8,8 M€)

Source : Guillemot

## 1.3 Tout est question d'anticipation !

### 1.3.1 Faire face aux enjeux d'approvisionnement et de logistique

Après une année 2020 exceptionnelle pour l'univers du Gaming, année marquée par l'accélération de la demande durant la période de Covid-19 et la sortie des nouvelles consoles Playstation 5 et Xbox Series X/S, l'industrie du Gaming, et même du divertissement grand public tout entier, est aujourd'hui confrontée à deux goulets d'étranglements majeurs :

- La **pénurie des composants, et en particulier des semi-conducteurs**, éléments indispensables à l'industrie automobile notamment, mais également aux produits électroniques grand public. Après la surconsommation résultant de la période de Covid-19 (records de ventes d'ordinateurs en 2020 depuis plus de 10 ans, par exemple), sur la base d'une croissance de la consommation qui reste très forte, les capacités de production mondiale de ces composants sont dépassées et ne peuvent suivre la hausse. Même si de grands projets d'investissement ont été annoncés et lancés, notamment en Europe, en raison des enjeux en termes de montants d'investissements (plusieurs dizaines de milliards) et du temps nécessaire pour que ces nouvelles lignes de production rentrent en action, la situation devrait restée très tendue pour les consommateurs de ce type de composants, durant probablement plusieurs années.



- La **tension des chaînes logistiques, en particulier entre l'Asie et les Etats-Unis + l'Europe**, du fait du redémarrage plus rapide que prévu de l'économie mondiale et de certains événements plus spécifiques (blocage du Canal de Suez, effet Brexit, etc). De fait, les délais mais également les coûts de transport ont largement augmenté depuis 12 mois, avec des prix de transport maritime par conteneur multipliés par plus de 6 par exemple pour des trajets entre Shanghai et Rotterdam.

### 1.3.2 Guillemot bien armé pour affronter ces contraintes opérationnelles

---

Nous avons pu constater lors de l'accélération des ventes du Groupe, tout au long de l'exercice 2020, que les équipes étaient en place aujourd'hui au niveau opérationnel et que Guillemot avait franchi une étape importante en s'inscrivant de manière durable comme un acteur à même d'assumer un volume d'activité supérieur à 30 M€ par trimestre.

Aujourd'hui, face aux contraintes présentées ci-avant, l'enjeu reste pour Guillemot d'anticiper la demande finale des consommateurs, et c'est dans ce cadre que le groupe met en avant le renforcement de ses équipes en particulier en Europe : au niveau Trade Marketing (pour suivre et accompagner la tendance consommateurs), au niveau commercial (pour suivre au plus près la demande de ses clients distributeurs) et, bien évidemment, au niveau logistique (pour assurer un *delivery* en phase avec les commandes enregistrées).

Sur la base d'une situation financière très saine, Guillemot n'a pas de difficulté particulière pour assumer un allongement de son cycle de vente, même si cela reste consommateur de ressources de BFR. Par ailleurs, la qualité des produits présents au catalogue du groupe, produits plébiscités par la critique professionnelle et par les clients finaux, facilite l'implémentation de hausses de prix permettant de compenser l'augmentation des coûts logistiques et des composants, implémentation déjà en cours comme l'indique Guillemot au sein de son dernier communiqué.

## 2 Prévisions FY 2021

---

Lors de la conférence call de présentation de ses résultats semestriels 2021, le management a confirmé les objectifs du groupe en matière de volume d'activité, avec toujours un chiffre d'affaires annuel 2021 attendu au-delà de 150 M€, tout en mettant en avant un nouvel objectif de résultat opérationnel courant comme devant désormais dépasser les 25 M€ (contre supérieur à 20 M€ précédemment).

En conséquence, nous maintenons de notre côté nos anticipations en ce qui concerne la *topline*, avec toujours un niveau de chiffre d'affaires 2021 estimé à plus de 160 M€. Du point de vue de la rentabilité, tenant compte de l'avance prise au 1<sup>er</sup> semestre 2021, avec en particulier un niveau de marge brute supérieur à nos estimations, nous revoyons notre modèle et anticipons désormais un résultat opérationnel courant de 28,5 M€ pour 2021.

Pour mémoire, Guillemot avait comptabilisé sur l'exercice 2020 une reprise de dépréciation sur la marque Thrustmaster à hauteur de 4,1 M€, écriture ayant porté le résultat opérationnel 2020 à 23,1 M€.

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 valeur du portefeuille de VMP (juste valeur des titres Ubisoft détenus en portefeuille à la date de notre publication), et ce lors du calcul de notre valeur par action.

### 3 Valorisation

#### 3.1 DCF

##### 3.1.1 Détermination du taux d'actualisation

Le taux d'actualisation correspond au coût moyen entre le coût des fonds propres et le coût de la dette financière, et ce de manière pondérée en fonction de l'importance de ces deux ressources dans le financement global de la société. Le coût des fonds propres a été déterminé sur la base du modèle du CAPM auquel est intégrée une prime de risque Small Cap, selon la formule suivante :

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

avec  $R_f$  : taux sans risque  
 $(R_m - R_f)$  : prime de marché action

En effet, compte tenu de la taille de la société, nous affectons une prime de risque Small Caps au coût des fonds propres. La prime Small Caps est déterminée selon 6 critères, dont l'évaluation est factuelle et objective. L'échelle de notation pour chaque critère comporte 5 paliers allant de - à ++. Chaque franchissement de palier ajoute 20 points de base au coût des fonds propres.

Les critères sont appréciés de la façon suivante :

Critère	Echelle de notation				
	++	+	=	-	--
Gouvernance d'entreprise <sup>1</sup>	4	3	2	1	0
Liquidité <sup>2</sup>	[66 % ; 100 %]	[33 % ; 66 %]	[15 % ; 33 %]	[5 % ; 15 %]	[0 % ; 5 %]
Taille du CA (M €)	[150 ; +∞[	[100 ; 150[	[50 ; 100[	[25 ; 50[	[0 ; 25[
Rentabilité opérationnelle	[25 % ; 100 %]	[15 % ; 25 %]	[8 % ; 15 %]	[3 % ; 8 %]	[0 % ; 3 %]
Gearing	] -∞ % ; -15 %]	] -15 % ; 15 %]	] 15 % ; 50 %]	] 50 % ; 80 %]	] 80 % ; +∞ %]
Risque Client <sup>3</sup>	[0 % ; 10 %]	] 10 % ; 20 %]	] 20 % ; 30 %]	] 30 % ; 40 %]	] 40 % ; 100 %]

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

	++	+	=	-	--	Prime Small Caps
Gouvernance d'entreprise						1,00%
Liquidité						0,40%
Taille du CA						0,40%
Rentabilité opérationnelle						0,40%
Gearing						0,20%
Risque Client						0,80%
<b>TOTAL</b>						<b>3,20%</b>

Par conséquent, sur la base d'un taux sans risque de 0,01 % (moyenne à 3 mois de l'OAT TEC 10 – source Agence France Trésor), d'une prime de marché 6,50 % (sources : Risk Premia et Fairness Finance, estimation Genesta), d'un beta de la société de 0,98 (source Damodaran), d'une prime de risque Small Caps de 3,20 % et d'un endettement net négatif au 31 décembre 2020, le taux d'actualisation s'élève à 9,56 %.

Taux sans risque	Prime de marché	Beta	Prime Small Caps	Coût du capital	Coût de la dette	Levier financier	Taux d'impôts	WACC
0,01%	6,50%	0,98	3,20%	9,56%	1,0%	-	28,0%	<b>9,56%</b>

Source : AFT, Natixis Securities, Damodaran, estimations Genesta

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

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

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

### 3.1.2 Calcul de FCF opérationnels

Avec un taux d'actualisation de 9,56 %, nous obtenons le tableau de flux de trésorerie disponible suivant (en M€) :

	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
Chiffre d'affaires	120,60	162,16	187,50	210,79	227,65	243,59	258,20	273,70	287,38	298,88	307,84
Excédent brut d'exploitation	26,06	36,47	39,51	42,67	44,38	45,71	47,08	48,50	49,95	50,95	51,97
Impôts ( <i>théorique</i> )		9,05	9,85	10,74	11,13	11,40	11,70	12,03	12,39	12,64	12,91
Investissements	3,04	4,54	4,69	5,06	5,16	5,26	5,34	5,40	5,45	5,50	5,56
Variation de BFR		10,49	-0,52	-3,06	2,02	0,27	0,51	0,39	0,68	0,57	0,45
FCF opérationnels		12,40	25,50	29,93	26,07	28,79	29,54	30,68	31,43	32,23	33,05
FCF opérationnels actualisés		12,12	22,75	24,37	19,38	19,53	18,29	17,34	16,21	15,18	14,21

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		179,38	49,2%
Période 11-20 ans	2,0%	92,75	25,4%
Taux de croissance à l'infini	1,5%	92,37	25,3%
<b>Total</b>		<b>364,51</b>	<b>100,0%</b>
<b>dont valeur terminale</b>		<b>185,13</b>	<b>50,8%</b>

Source : estimations Genesta

Ainsi, la valorisation d'entreprise de Guillemot ressort à 364,51 M€.

### 3.1.3 Calcul de la valeur par action

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

FCF actualisés (2021-2030)	179,38
+ Valeur terminale actualisée	185,13
+ Titres financiers	24,32
+ Titres mis en équivalences	
- Provisions	0,05
- Endettement financier net	-18,20
- Minoritaires	
+ Reports déficitaires actualisés	31,82
= Valeur des Capitaux Propres pg	438,79
Nombre d'actions	15,29
<b>Valeur par action</b>	<b>28,70</b>

Source : estimations Genesta

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 24,3 M€ (cours de bourse au 23 septembre 2021 de 54,78 €).

In fine, la méthode d'actualisation des flux de trésorerie disponibles (« Discounted Cash Flow ») fait ressortir une valeur par action de 28,70 € soit une potentielle appréciation de la valeur de +138,8 % par rapport au cours de clôture du 23 septembre 2021 de 12,02 €.

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	8,56%	29,59	29,96	30,37	30,84	31,38
	9,06%	28,77	29,12	29,52	<b>29,97</b>	30,48
	9,56%	27,98	28,32	<b>28,70</b>	29,13	29,63
	10,06%	27,23	<b>27,55</b>	27,92	28,33	28,80
	10,56%	26,50	26,82	27,17	27,56	28,02

## 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 trois sociétés : Bigben Interactive, Innelec Multimedia et Bang & Olufsen.

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

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

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

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

	CA 20	CA 21	CA 22	EBE 20	EBE 21	EBE 22	REX 20	REX 21	REX 22	RN 20	RN 21	RN 22
<b>Bigben Interactive</b>	292,8	313,9	368,6	63,8	80,3	95,5	31,7	44,1	55,1	14,7	27,9	30,7
<b>Innelec Multimedia</b>	125,6	141,6	152,7	3,2	5,0	6,0	2,1	3,6	4,6	7,1	3,6	4,4
<b>Bang &amp; Olufsen</b>	352,9	421,3	471,1	27,3	44,3	56,1	2,6	16,4	25,7	-3,1	12,5	23,4

Source : Infront Analytics

	Capitalisation	Dettes nettes	Minoritaires	VE
<b>Bigben Interactive</b>	328,8	-30,4	50,0	348,3
<b>Innelec Multimedia</b>	27,2	-4,3	0,0	22,9
<b>Bang &amp; Olufsen</b>	526,2	-52,0	0,0	474,3

Source : Infront Analytics

### 3.2.2 Valorisation

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

	VE/CA 21	VE/CA 22	VE/ EBE 21	VE/ EBE 22	VE/REX 21	VE/REX 22	PE 21	PE 22
Bigben Interactive	1,11	0,95	4,34	3,65	7,90	6,32	11,77	10,72
Innelec Multimedia	0,16	0,15	4,59	3,82	6,37	4,99	7,57	6,19
Bang & Olufsen	1,13	1,01	10,70	8,45	ns	18,45	ns	ns
<b>Moyenne</b>	0,80	0,70	6,54	5,31	7,13	9,92	9,67	8,45
<b>Médiane</b>	1,11	0,95	4,59	3,82	7,13	6,32	9,67	8,45

Source : Genesta. Infront Analytis

Le tableau ci-après montre les valorisations induites (en M€) pour Guillemot en fonction des multiples appliqués sur la base des valorisations actuelles affichées par les sociétés de l'échantillon.

	CA 21	CA 22	EBE 21	EBE 22	REX 21	REX 22	RN 21	RN 22
Guillemot (M€)	162,16	187,50	36,47	39,51	28,51	31,01	27,41	29,81
Valorisation induite (M€)	203,93	205,70	312,92	284,00	277,77	381,92	339,36	326,38
	254,31	251,53	241,60	225,35	277,77	270,39	339,36	326,38
<b>Valorisation moyenne (€/ action)</b>	14,97		17,40		19,75		21,77	

Source : Genesta. Infront Analytis

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 24,3 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 légère décote de taille de -0,4 % aux résultats évoqués précédemment.

Capitalisation moyenne des comparables	294,1	M€
Capitalisation non corrigée de la société	282,4	M€
Rapport des capitalisations	96,0%	
<b>Décote à appliquer</b>	<b>-0,4%</b>	

Après décote, nous obtenons les valorisations suivantes (€ / action) :

Valorisation moyenne / action	14,91	17,33	19,67	21,69
<b>Moyenne</b>	<b>18,40</b>			

Source : Genesta. Infront Analytis

La méthode des comparables bousiers fait ressortir une valeur par action comprise entre 14,91 € et 21,69 € par titre, avec une moyenne de 18,40 €, soit une potentielle appréciation de la valeur de +53,1 % par rapport au cours de clôture du 23 septembre 2021 de 12,02 €.

### 3.2.3 Méthodologie de la décote

Compte tenu de la différence éventuelle entre la capitalisation boursière moyenne des sociétés composant l'échantillon de comparables retenus et celle de la société à évaluer, Genesta applique une décote ou une prime, inspirée du modèle de Eric-Eugène Grena, afin d'obtenir une valorisation plus pertinente de la société.

Les travaux menés par Eric-Eugène Grena – membre de la SFAF, ancien responsable du bureau d'analyse financière de BNP Paribas et directeur associé de Clinvest – ont montré le risque qu'il existe à appliquer la méthode d'évaluation par les comparables boursiers sans tenir compte de l'existence d'écarts parfois non négligeables entre la taille de la société évaluée et celle des sociétés retenues comme référentiel boursier.

Il semble donc important de procéder à une correction en calculant, le cas échéant une décote ou une prime à appliquer à la société évaluée. L'étude réalisée sur un échantillon probant a révélé une décroissance des P/E avec la taille des sociétés de l'échantillon et que la correction à pratiquer doit être du même ordre de grandeur.

La démarche que Genesta adopte consiste à :

- 1) Calculer le rapport entre la capitalisation boursière de la société à évaluer et la capitalisation boursière moyenne du groupe de comparables ;
- 2) Appliquer, selon le ratio obtenu, la décote ou la prime selon l'abaque défini par les travaux d'Eric-Eugène Grena en prenant soin de pratiquer une extrapolation linéaire entre chaque palier ;
- 3) Impacter cette décote ou cette prime sur la valorisation de la société concernée et ainsi affiner la pertinence de la valorisation par les comparables.

Rapport des capitalisations	Ajustement à appliquer	
<2%	-40%	} Décote
2%	-34%	
5%	-26%	
10%	-20%	
20%	-14%	
30%	-10%	
40%	-7%	
50%	-5%	
60%	-4%	
80%	-2%	
100%	0%	} Prime
120%	2%	
140%	4%	
150%	5%	
160%	7%	
170%	10%	
180%	14%	
190%	20%	
195%	26%	
198%	34%	
>198%	40%	

## 4 Synthèse des comptes

### 4.1 Compte de résultats simplifié

Au 31/12 (en M€)	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>Chiffre d'affaires</b>	<b>81,22</b>	<b>60,88</b>	<b>120,60</b>	<b>162,16</b>	<b>187,50</b>	<b>210,79</b>
% évolution	1,0%	-25,1%	98,1%	34,5%	15,6%	12,4%
Marge Brute	42,80	28,90	62,79	86,76	97,50	108,56
% du CA	52,7%	47,5%	52,1%	53,5%	52,0%	51,5%
Charges de personnel	9,35	9,78	11,00	12,80	14,60	15,20
% du CA	11,5%	16,1%	9,1%	7,9%	7,8%	7,2%
<b>Charges externes</b>	<b>15,73</b>	<b>13,15</b>	<b>17,55</b>	<b>25,13</b>	<b>28,12</b>	<b>31,62</b>
% du CA	19,4%	21,6%	14,6%	15,5%	15,0%	15,0%
<b>Excédent brut d'exploitation</b>	<b>11,59</b>	<b>1,97</b>	<b>26,06</b>	<b>36,47</b>	<b>39,51</b>	<b>42,67</b>
% évolution	16,5%	-83,0%	ns	40,0%	8,3%	8,0%
% du CA	14,3%	3,2%	21,6%	22,5%	21,1%	20,2%
<b>Résultat opérationnel</b>	<b>6,89</b>	<b>-2,59</b>	<b>23,08</b>	<b>28,51</b>	<b>31,01</b>	<b>34,02</b>
% évolution	16,4%	ns	ns	23,5%	8,8%	9,7%
% du CA	8,5%	ns	19,1%	17,6%	16,5%	16,1%
<b>Résultat financier</b>	<b>-0,13</b>	<b>-0,38</b>	<b>-0,27</b>	<b>-0,20</b>	<b>-0,20</b>	<b>0,00</b>
<b>Résultat courant avant impôts</b>	<b>6,76</b>	<b>-7,23</b>	<b>22,81</b>	<b>28,31</b>	<b>30,81</b>	<b>34,02</b>
<b>Impôts (après utilisation déficits reportables)</b>	<b>-2,20</b>	<b>-0,81</b>	<b>0,70</b>	<b>0,90</b>	<b>1,00</b>	<b>1,50</b>
<b>Résultat Net part du groupe</b>	<b>12,15</b>	<b>-6,41</b>	<b>29,78</b>	<b>27,41</b>	<b>29,81</b>	<b>32,32</b>
% évolution	-30,6%	ns	ns	-7,9%	8,7%	8,4%
% du CA	15,0%	ns	24,7%	16,9%	15,9%	15,3%
Intérêts minoritaires	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>Résultat Net part du groupe retraité</b>	<b>8,95</b>	<b>-2,46</b>	<b>22,12</b>	<b>27,41</b>	<b>29,81</b>	<b>32,32</b>
% du CA	11,0%	ns	18,3%	16,9%	15,9%	15,3%

Poursuite de la hausse d'activité, la demande restant très soutenue. Guillemot est à même de répondre à la demande, malgré les tensions observées (composants et logistique).

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

### 4.2 Bilan – principaux agrégats

Au 31/12 (en M€)	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Immobilisations incorporelles	11,12	11,40	15,43	15,43	15,43	15,43
Goodwill	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Immobilisations corporelles	2,61	4,60	4,50	5,25	5,45	5,80
Immobilisations financières	0,39	0,27	0,45	0,39	0,39	0,00
<b>BFR</b>	<b>20,21</b>	<b>15,19</b>	<b>3,58</b>	<b>14,08</b>	<b>13,56</b>	<b>10,50</b>
% du CA	24,9%	25,0%	3,0%	8,7%	7,2%	5,0%
Dettes financières	11,87	16,03	10,87	10,03	7,03	5,00
Trésorerie	4,01	5,85	29,02	49,35	83,50	122,47
<b>Endettement net (hors VMP)</b>	<b>7,86</b>	<b>10,18</b>	<b>-18,15</b>	<b>-39,32</b>	<b>-76,46</b>	<b>-117,47</b>

Des besoins en fonds de roulement en hausse, du fait de l'allongement des cycles de ventes (stockage de composants et de produits finis).

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

Au 31/12 (en M€)	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>CAF</b>	<b>14,05</b>	<b>2,10</b>	<b>25,10</b>	<b>35,37</b>	<b>38,31</b>	<b>40,97</b>
Investissements	3,09	3,02	4,58	4,54	4,69	5,06
% du CA	3,8%	5,0%	3,8%	2,8%	2,5%	2,4%
Variation du BFR	12,38	-5,02	-11,61	10,50	-0,52	-3,06
<b>Flux de trésorerie d'exploitation net</b>	<b>-1,41</b>	<b>4,11</b>	<b>32,12</b>	<b>20,33</b>	<b>34,14</b>	<b>38,98</b>

Très forte hausse de la génération de cash, du fait de la progression de la rentabilité, surtout à partir de 2022 post normalisation de l'effet BFR (stocks).

#### 4.4 Ratios financiers

Au 31/12 (en M€)	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>Bénéfice net par action (hors impact Ubisoft)</b>	<b>0,59</b>	<b>-0,16</b>	<b>1,45</b>	<b>1,79</b>	<b>1,95</b>	<b>2,11</b>
% évolution	153,8%	ns	ns	23,9%	8,7%	8,4%
<b>Capitalisation boursière</b>	<b>50,45</b>	<b>36,99</b>	<b>102,73</b>	<b>183,76</b>	<b>183,76</b>	<b>183,76</b>
Valeur d'entreprise	58,31	47,18	84,57	144,44	107,29	66,28
<b>P/E retraité</b>	<b>5,63</b>	<b>ns</b>	<b>4,64</b>	<b>6,70</b>	<b>6,16</b>	<b>5,68</b>
P/CF	3,59	17,62	4,09	5,20	4,80	4,48
Market to Book	0,87	0,73	1,29	1,72	1,34	1,09
<b>VE / CA</b>	<b>0,72</b>	<b>0,77</b>	<b>0,70</b>	<b>0,89</b>	<b>0,57</b>	<b>0,31</b>
<b>VE / EBE</b>	<b>5,03</b>	<b>ns</b>	<b>3,25</b>	<b>3,96</b>	<b>2,72</b>	<b>1,55</b>
<b>VE / ROP</b>	<b>8,46</b>	<b>ns</b>	<b>3,66</b>	<b>5,07</b>	<b>3,46</b>	<b>1,95</b>
<b>EBE / CA</b>	<b>14,3%</b>	<b>3,2%</b>	<b>21,6%</b>	<b>22,5%</b>	<b>21,1%</b>	<b>20,2%</b>
<b>ROC / CA</b>	<b>8,5%</b>	<b>ns</b>	<b>19,1%</b>	<b>17,6%</b>	<b>16,5%</b>	<b>16,1%</b>
<b>Résultat net / CA</b>	<b>15,0%</b>	<b>ns</b>	<b>24,7%</b>	<b>16,9%</b>	<b>15,9%</b>	<b>15,3%</b>
<b>Gearing</b>	<b>13,5%</b>	<b>20,2%</b>	<b>-22,8%</b>	<b>-36,7%</b>	<b>-55,8%</b>	<b>-69,4%</b>
<b>Capitaux engagés</b>	<b>34,33</b>	<b>31,46</b>	<b>23,95</b>	<b>35,15</b>	<b>34,83</b>	<b>32,12</b>
<b>RCE (après utilisation déficits reportables)</b>	<b>26,5%</b>	<b>ns</b>	<b>93,4%</b>	<b>78,6%</b>	<b>86,2%</b>	<b>101,3%</b>
<b>Rentabilité des Fonds Propres</b>	<b>20,9%</b>	<b>ns</b>	<b>37,4%</b>	<b>25,6%</b>	<b>21,8%</b>	<b>19,1%</b>



## 5 Avertissements importants

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

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

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

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

### 5.2 Détection de conflits d'intérêts potentiels

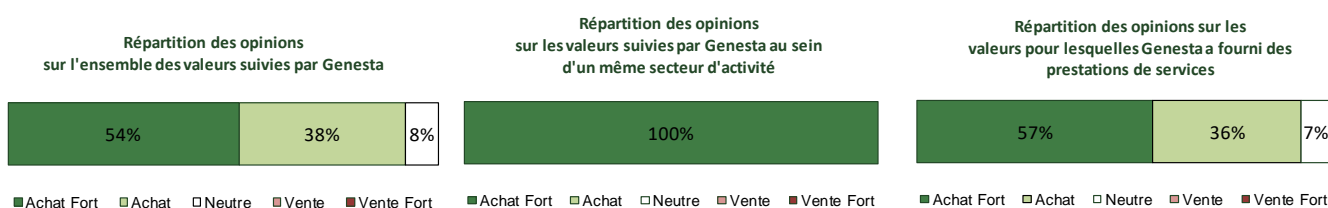
Participation de l'analyste, de Genesta et/ou de ses salariés au capital de l'émetteur	Participation de l'émetteur au capital de Genesta	Autres intérêts financiers importants entre l'émetteur et Genesta	Existence d'un contrat de teneur de marché ou d'apporteur de liquidité entre l'émetteur et Genesta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

En qualité d'Analyste Financier Indépendant au sens du Règlement Général de l'AMF, Genesta se réfère aux modalités administratives et organisationnelles définies par la profession, en particulier dans le respect des best practices et en matière de gestion des conflits d'intérêts. Des procédures spécifiques strictes définissent le fonctionnement interne des activités d'analyse financière au sein de Genesta. Des informations supplémentaires peuvent être obtenues sur simple demande écrite adressée à la société Genesta quant à ces règles de fonctionnement.

### 5.3 Historique des opinions et objectifs de cours relatifs à la valeur au cours des 12 derniers mois

Date	Opinion	Objectif de cours
27 septembre 2021	Etude Semestrielle <b>Achat Fort</b>	<b>23,55 €</b>
2 août 2021	Flash Valeur <b>Achat Fort</b>	<b>20,30 €</b>
3 mai 2021	Flash Valeur <b>Achat Fort</b>	<b>21,25 €</b>
29 mars 2021	Etude Annuelle <b>Achat Fort</b>	<b>18,80 €</b>
1 <sup>er</sup> février 2021	Flash Valeur <b>Achat</b>	<b>12,45 €</b>
2 novembre 2020	Flash Valeur <b>Neutre</b>	<b>8,80 €</b>

### 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.