

Date de première diffusion : 22 septembre 2017

Guillemot

Vers une année 2017 record

Commentaires sur les résultats S1 2017

Au titre du S1 2017, Guillemot a présenté un chiffre d'affaires en nette progression de +29 % à 26,5 M€, notamment du fait de la bonne dynamique de croissance des ventes de Thrustmaster. Le résultat opérationnel est quasiment à l'équilibre, à -0,2 M€ (vs. -3,2 M€ au S1 2016). Compte tenu du maintien des taux de marge brute, d'une hausse modérée des charges opérationnelles, et d'un résultat financier positif à 7,4 M€, la société affiche un résultat net part du groupe en forte croissance à 6,1 M€ (vs. -0,9 M€ au S1 2016).

Une fin d'année riche en nouveautés

Pour la deuxième partie de l'année, Guillemot confirme le lancement de 2 nouveaux volants hauts de gamme, d'un simulateur de vol officiel pour Xbox One, ainsi que d'une nouvelle version de son logiciel Djuced intégrant notamment un service de streaming en ligne. Au-delà du développement de ces nouveautés, nous saluons également les timings de ces lancements qui coïncident avec la sortie de jeux vidéo de tout premier rang, permettant à Guillemot de profiter pleinement du potentiel que représentent ces nouveaux produits.

e-sport, un moteur de croissance et de récurrence d'activité

Depuis quelques années, l'e-sport tend à devenir une activité à part entière du jeu vidéo et connaît un développement fulgurant. Selon une étude récente menée par SuperData pour Paypal, les recettes générées par l'e-sport en Europe devraient atteindre 345 M\$ en 2018. Après la Suède et la Russie, la France fait par ailleurs partie des principaux acteurs européens de l'e-sport, avec des recettes de 22,4 M\$ en 2016. De plus en plus d'éditeurs créent désormais des compétitions spécifiques richement dotées autour de leurs jeux. La forte croissance de l'e-sport ne bénéficie pas uniquement aux éditeurs mais profite également aux accessoiristes dont fait partie Thrustmaster avec ses volants et ses joysticks. Grâce à sa position d'acteur incontournable sur ces segments, la marque est aujourd'hui idéalement placée afin de profiter de la croissance de ce secteur demandeur d'accessoires de plus en plus performants et haut de gamme, et ce sur la base d'une activité de plus en plus récurrente.

Opinion Achat Fort

Pour l'exercice 2017, nous sommes confiants dans les perspectives de la société et revoyons nos estimations de CA à la hausse à 77,3 M€ (baisse du CA initialement estimé sur Hercules mais forte hausse du volume d'affaires de Thrustmaster). Pour les exercices suivants, nous prévoyons des niveaux d'activité stables par rapport à 2017. En effet, l'enjeu sera pour la société de maintenir une telle performance à l'avenir. Nous anticipons par ailleurs des marges opérationnelles de 6,8 % pour 2017 et 2018. Après mise à jour de notre modèle, la valorisation de Guillemot ressort à 4,15 € par titre (vs. 3,15 €). Nous conservons notre Opinion Achat Fort.

Raphaëlle POULAIN

Analyste Financier
rpoulain@genesta-finance.com
01.45.63.68.62

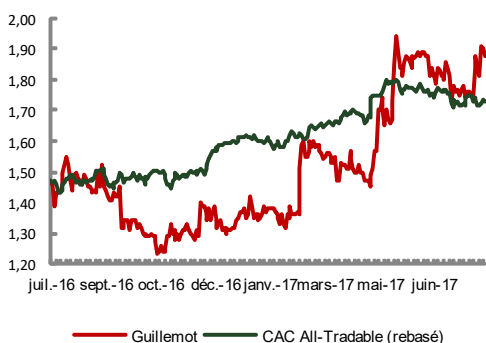
Opinion **1. Achat Fort**
Cours (clôture au 20 sept 2017) **3,25 €**
Objectif de cours **4,15 € (+27,8 %)**

Données boursières

Code Reuters / Bloomberg	GTCN.PA / GUI:FP
Capitalisation boursière	48,8 M€
Valeur d'entreprise	56,5 M€
Flottant	11,80 M€ (24,2 %)
Nombre d'actions	15 004 736
Volume quotidien	31 164 €
Taux de rotation du capital (1 an)	16,55%
Plus Haut (52 sem.)	1,94 €
Plus Bas (52 sem.)	1,23 €

Performances

Absolue	1 mois	6 mois	12 mois
	+3 %	+37,7 %	+29,3 %



Actionnariat

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

Agenda

CA T3 2017 publiés le 26 octobre 2017

Chiffres Clés

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
CA (M€)	65,8	64,2	77,3	78,9	80,3
Evolution (%)	63,2%	-2,4%	20,5%	2,1%	1,7%
EBE (M€)	6,5	4,6	9,3	9,5	9,5
ROP (M€)	2,9	0,7	5,2	5,3	5,4
Marge op. (%)	4,4%	1,1%	6,8%	6,8%	6,8%
Res. Net. Pg (M€)*	1,9	0,1	4,1	4,1	4,1
Marge nette (%)*	2,9%	0,1%	5,4%	5,2%	5,1%
BPA*	0,13	0,00	0,28	0,27	0,27

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

Ratios

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
VE / CA	0,5	0,5	0,7	0,6	0,5
VE / EBE	4,7	6,4	5,6	5,0	4,5
VE / ROP	NS	41,2	10,0	8,9	7,8
P / E*	NS	NS	11,8	11,9	11,8
Gearing (%)	24%	32%	10%	-4%	-13%
Dette nette / EBE	0,9	2,0	0,4	-0,2	-0,7
RCE (%)	15%	3%	21%	17%	13%

Genesta dispose du statut de Conseiller en Investissements Financiers et est membre de l'ACIFTE (Numéro ORIAS : 13000591).

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

Présentation de la société

Acteur incontournable du marché des loisirs interactifs, avec 2 marques fortes : 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).

Un portefeuille équilibré et des gammes de produits étoffées

Au sein de chaque segment de son portefeuille d'activités, Guillemot a su développer de larges gammes de produits. Ainsi, Hercules propose une offre sur 2 familles de produits spécifiques : enceintes audio outdoor et musique numérique/DJing. Thrustmaster produit des accessoires de jeux vidéo, pour la plupart des plateformes de nouvelle génération, à destination principalement des hardcore gamers mais également des casual gamers au travers de gammes plus accessibles.

Une différenciation par la valeur ajoutée

Au sein d'une industrie très concurrentielle, Guillemot parvient à se démarquer par un positionnement qualité/prix attractif, un screening actif des attentes des consommateurs et 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.

SWOT

Forces

- Capitalisation sur deux marques fortes : Hercules & Thrustmaster
- Innovation technologique et savoir-faire de R&D importants
- Maîtrise des process marketing et de sourcing
- Référencement gratifiant par la presse spécialisée

Faiblesses

- Maillage géographique pouvant encore être amélioré
- En dehors de la valorisation de l'activité propre de Guillemot, une capitalisation boursière trop dépendante de l'évolution du cours de bourse des titres Ubisoft détenus en portefeuille de VMP par Guillemot

Opportunités

- Base installée de consoles de dernière génération très importante
- Essor du e-sport, devant permettre une plus grande récurrence de l'activité d'accessoiriste de jeu vidéo
- Potentiel significatif sur les produits audio wireless
- Segment DJing en constante progression, tiré par la convergence numérique
- Potentiel de croissance à l'international, notamment dans les pays émergents

Menaces

- Cyclicité du marché des jeux vidéo
- Difficultés pour retrouver un niveau global d'activités significatif sur les produits de la marque Hercules

Méthode de valorisation

DCF

Suite à cette publication, nous relevons nos anticipations de croissance et de rentabilité pour 2017 et 2018. Ainsi, nous prévoyons désormais des chiffres d'affaires 2017 et 2018 de respectivement 77,3 M€ (+20,5 % yoy) et 78,9 M€ (+2,1 % yoy), alliés à une marge opérationnelle de 6,8 % pour les deux années. Nous sommes effectivement confiants dans les perspectives de croissance forte du groupe.

L'actualisation des flux de trésorerie d'exploitation disponibles, avec un coût moyen pondéré des ressources de 10,7 %, valorise le titre à 4,15 € par action.

Comparables

Guillemot n'ayant pas de comparable direct en Europe, nous avons constitué notre échantillon de :

- 1) Bigben Interactive : société française dont le cœur de métier est notamment la conception et la réalisation d'accessoires de jeu vidéo, afin d'apprécier l'activité de Thrustmaster.
- 2) Netgear : société également positionnée sur le segment des matériels et périphériques informatiques.
- 3) HF Company, société ayant de nombreuses similitudes avec Guillemot en termes de gestion des process opérationnels (conception de produits dont la fabrication est sous-traitée, implication croissante en R&D, etc.).

La valorisation par les comparables boursiers fait ressortir une valeur de 4,15 € par titre.

Notre objectif de cours, obtenu par la moyenne des méthodes DCF et Comparables Boursiers, ressort à 4,15 € par action, impliquant un upside de 27,8 % sur la valeur en tenant compte du cours de Guillemot à 3,25 € au 20 septembre.

Synthèse et Opinion

De belles perspectives de croissance tirées par Thrustmaster et une meilleure implantation internationale

Les résultats publiés par Guillemot au titre du S1 2017 confirment la bonne tendance pour les ventes Thrustmaster sur la deuxième partie de l'année. Cette bonne dynamique est notamment portée par le lancement de jeux phares au cours du prochain trimestre, à savoir : Gran Turismo 7, Forza MotorSport 7, Project Cars 2. En outre, la société est de mieux en mieux implantée et reconnue en Amérique du Nord avec une hausse de 40,8 % du CA semestriel sur cette zone. Guillemot devrait continuer de profiter de cette tendance, qui semble encore confortée par les dernières données du marché américain concernant les volants pour consoles, marché qui aurait progressé de 67,5 % en valeur entre les 30 juin 2016 et 2017.

e-sport, un autre moteur de croissance

Depuis quelques années, l'e-sport tend à devenir une activité à part entière du jeu vidéo et connaît un développement fulgurant. Selon une étude récente menée par SuperData pour Paypal, les recettes générées par l'e-sport en Europe devraient atteindre 345 M\$ en 2018. Après la Suède et la Russie, la France fait d'ailleurs partie des principaux acteurs européens de l'e-sport avec des recettes de 22,4 M\$ en 2016. Grâce à sa position d'acteur incontournable, 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.

Opinion Achat Fort

Pour l'exercice 2017, nous estimons que le groupe devrait afficher un chiffre d'affaires de 77,3 M€ (+20,5 % yoy) pour une marge opérationnelle de 6,8 %. Nous sommes confiants dans les perspectives de croissance du groupe, portée notamment par la sortie de Gran Turismo 7 et son nouveau volant haut de gamme sous licence GT.

Après mise à jour de notre modèle, la valorisation de Guillemot ressort désormais à 4,15 € par titre (vs. 3,15 €). Nous conservons notre Opinion Achat Fort.



Sommaire

1	Présentation de la société et commentaires sur les derniers résultats.....	4
1.1	Un positionnement qualitatif de niche.....	4
1.2	Commentaires sur les résultats S1 2017.....	6
1.3	Perspectives S2 2017 : une fin d'exercice attendue avec la sortie de Gran Turismo 7	7
2	Prévisions	8
3	Valorisation	9
3.1	DCF	9
3.1.1	Détermination du taux d'actualisation	9
3.1.2	Calcul de FCF opérationnels.....	10
3.1.3	Calcul de la valeur par action	10
3.2	Comparables	11
3.2.1	Choix des comparables	11
3.2.2	Valorisation	12
3.2.3	Méthodologie de la décote	13
4	Synthèse des comptes	14
4.1	Compte de résultats simplifié	14
4.2	Bilan – principaux agrégats	14
4.3	Tableau des flux de trésorerie – principaux agrégats	14
4.4	Ratios financiers	15
5	Avertissements importants.....	16
5.1	Définition des opinions et objectifs de cours de Genesta Equity Research.....	16
5.2	Détection de conflits d'intérêts potentiels	16
5.3	Historique des opinions et objectifs de cours relatifs à la valeur au cours des 12 derniers mois	16
5.4	Répartition des opinions	16
5.5	Avertissement complémentaire	17

1 Présentation de la société et commentaires sur les derniers résultats

Guillemot Corporation est spécialisé 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 :

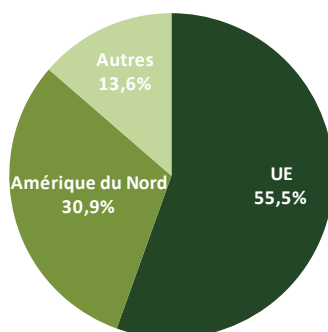
- **Hercules** : produits Djing et musique numérique (platines de mixage pour DJ amateurs et semi-professionnels sur PC et iPad / Android, casque DJ), enceintes sans fil pour smartphones et tablettes.

Au S1 2017, ce pôle a représenté seulement 6,4 % du chiffre d'affaires consolidé (vs. 20,0 % au S1 2016), en forte baisse principalement en raison de l'abandon des ventes de hauts parleurs multimédias et de webcams. Cette période transitoire permet au groupe de se concentrer sur le marché du streaming audio au travers de sa marque WAE. Par ailleurs, les équipes de Recherche et Développement travaillent sur de nouveaux produits Djing afin de séduire les producteurs de musique. Dans ce sens, Guillemot a annoncé la signature d'un partenariat significatif avec une société de streaming. Enfin, sur ce segment d'activité, des efforts sont également consentis sur le logiciel Djuced dans la mise en œuvre d'une stratégie Big Data de recueil de données afin d'avoir une connaissance approfondie des usages des utilisateurs DJ.

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

Ce pôle a représenté 93,6 % des revenus totaux du groupe au S1 2017 (vs. 80,0 % au S1 2016). Pour rappel, le segment avait connu un très fort rebond en 2016 compte tenu de la sortie des consoles de nouvelle génération de Sony et Microsoft et de l'internationalisation de ses ventes, notamment aux Etats-Unis. Malgré cette base de comparaison élevée, et alors que Gran Turismo Sport n'est toujours pas sorti (lancement prévu le 18 octobre 2017), Thrustmaster affiche d'excellentes perspectives avec +51,2 % de croissance au premier semestre.

Ventilation du chiffre d'affaires S1 2017 par zone géographique



Source : Guillemot

1.1 Un positionnement qualitatif de niche

HERCULES : ERGONOMIE ET DESIGN

La marque Hercules regroupe l'offre de produits multimédias développée par le groupe. Sur ce segment d'activité, Guillemot se positionne sur 2 familles de produits spécifiques : 1/ DJing et musique numérique ; 2/ Enceintes sans fil pour smartphones et tablettes, sur un positionnement de niche outdoor.

Sur ces secteurs très concurrentiels, il convient de rappeler que le mix produits 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. En outre, Guillemot a développé une brique logicielle dédiée équipant ses consoles Hercules DJ.

Ainsi, si les premiers produits développés par Guillemot couvrent 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 tendance à adopter, dans un second temps, une stratégie de remontée en gamme à mesure que sa courbe d'expérience augmente, afin de mieux cibler les attentes spécifiques des consommateurs et upgrader ainsi son offre.

La stratégie de Guillemot sur ses gammes Hercules suit 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.

C'est notamment 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 qui a 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.

Désormais, le groupe cherche à se positionner sur de nouveaux marchés porteurs, à savoir les produits audio wireless, notamment outdoor, ou à plus long terme sur des produits de type jeux de lumières.

Avec les produits WAE (Wireless Audio Experience), sa gamme d'enceintes sans fil pour smartphones et tablettes, Guillemot se positionne sur un marché très dynamique (ce marché en pleine croissance a connu en France une progression, entre 2014 et 2015, de +39 % en valeur et de +52 % en volume), la demande de mobilité concernant les produits audio étant très forte de la part des consommateurs. Face à un marché relativement atomisé, Hercules a pris le parti de concentrer ses efforts sur le développement d'enceintes outdoor, notamment dédiées à une utilisation sportive (BMX, roller, surf, SUP,...).

L'un des atouts de Guillemot sur une industrie éminemment concurrentielle réside dans sa capacité à proposer une offre 1/ diversifiée, avec des produits d'entrée, de milieu, puis plus haut de gamme, afin de couvrir une large part de chacun des segments adressés ; 2/ techniquement qualitative et compétitive en termes de prix ; 3/ disposant d'atouts en matière d'ergonomie et de design importants ; et 4/ dont les fonctionnalités sont en pleine adéquation avec les attentes des utilisateurs (mobilité, simplicité d'installation et d'usage).

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 différente. En effet, Thrustmaster s'est développé à la fin des années 1990 et au début des années 2000, principalement sur le segment 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, notamment 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) et grâce au développement et à la commercialisation du volant haut de gamme T500 RS sous licences Sony et GranTurismo, volant devenu la référence de sa catégorie. L'expertise et la qualité reconnue des produits Thrustmaster permet aujourd'hui à la marque de bénéficier d'une forte reconnaissance auprès des consociers, Thrustmaster ayant développé de nombreux volants sous licences PS3 et désormais PS4 et Xbox One.

Guillemot a ainsi acquis ces dernières années une forte expérience des accessoires de jeux pour gamers, acteurs qui constituent une cible de clientèle très exigeante, incitant la société à continuellement investir en R&D et ainsi maintenir un niveau de savoir-faire très élevé. Thrustmaster dispose ainsi, depuis plusieurs années, d'une gamme d'accessoires de jeu diversifiée et haut de gamme, véritablement à la pointe de l'innovation technologique (volants, manettes, joysticks, simulateurs de vol, etc.).

Thrustmaster est aujourd'hui le numéro 1 des volants pour consoles en Europe et en Amérique du Nord avec une gamme complète de plus de 10 volants sur les support de jeu les plus répandus (PC, Xbox One et PS4) et ce, avec des gammes allant des produits d'entrée de gamme aux produits très haut de gamme.

1.2 Commentaires sur les résultats S1 2017

UNE CROISSANCE LARGEMENT PORTEE PAR THRUSTMASTER

Au titre du S1 2017, Guillemot a publié un chiffre d'affaires de 26,5 M€, en hausse de +29,3 % yoy. Dans le détail :

- Thrustmaster a marqué une forte progression de +51,2 % yoy, à 24,8 M€. Cette excellente performance sur l'ensemble du semestre est la conséquence de retombées marketing aux Etats-Unis, notamment grâce au dernier salon E3 à Los Angeles ou a été présenté le tout dernier volant sous License Gran Turismo et qui a permis à la marque de se faire connaître un peu plus. La croissance du CA total semestriel aux Etats-Unis a ainsi été portée à +40,8 %, dont une très grande part est imputable à Thrustmaster.
- Sur ce premier semestre, Hercules a affiché un fort recul de -58,5 % yoy, et ce, notamment en raison de l'abandon des ventes de haut-parleurs multimédias et des webcams. Dans le même temps, les produits DJing ne permettent pas de compenser cette perte, et les nouvelles enceintes outdoor WAE nécessitent un certain temps avant d'entrevoir un début de succès. La contribution d'Hercules devient toutefois de moins en moins significative et représente un peu plus de 6 % des revenus sur le semestre. Les deux gammes de produits (DJing et Audio outdoor) faisant face chacune à un environnement concurrentiel exigeant.

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

En M€	S1 2016	S1 2017	var en %
Hercules	4,1	1,7	-58,5%
Thrustmaster	16,4	24,8	+51,2%
Total	20,5	26,5	+29,3%

Source : Guillemot

UN NIVEAU DE RENTABILITE QUI SE REDRESSE

Au titre du S1 2017, Guillemot a affiché des résultats supérieurs à nos attentes, avec un résultat opérationnel courant de -0,2 M€, et ce malgré la saisonnalité de l'activité avec un pic de volume d'affaires généralement à partir du mois de septembre et jusqu'au mois de décembre de l'exercice.

Sur la période, la marge brute est restée élevée à 50,6 % (vs 50,4 % au S1 2016). Le management a par ailleurs indiqué que le niveau de marge brute du S2 2017 devrait profiter, dans une certaine mesure, de l'évolution favorable de la parité EUR/USD.

Du point de vue des charges opérationnelles, les charges de personnel affichent une légère baisse (-6,1 %), baisse liée à la comptabilisation de charges de personnel R&D en immobilisations, conformément aux normes IFRS. Pour ce qui concerne les charges externes, elles sont également en baisse sur le semestre de -12,4 % : ceci s'explique en partie par un effet de base favorable compte tenu des importants efforts marketing et commerciaux consentis sur la première partie de l'exercice 2016.

Après un résultat financier positif de 7,4 M€ (lié à l'appréciation du portefeuille de VMP Ubisoft) et une charge d'impôts 1,1 M€, le résultat net part du groupe est positif sur le semestre et s'établit à +6,1 M€ (vs.-0,9 M€ au S1 2016).

Au niveau bilanciel, la société dispose toujours d'une situation financière saine, avec des capitaux propres s'établissant au 30 juin 2017 à 34,2 M€. A cette même date, Guillemot affiche un endettement net de 7,7 M€ (vs. 9,1 M€ au 31 décembre 2016), et ce sans prendre en compte les VMP sur les titres Ubisoft (22,1 M€ au 30 juin 2017). Ce niveau d'endettement correspond principalement à un BFR élevé, en ligne avec les stocks de produits finis dédiés à la préparation de la période de fin d'année et à un stock élevé de composants en vue de la production prochaine des nouveaux produits (notamment le nouveau volant haut de gamme sous licence Gran Turismo).

Compte de résultat consolidé S1 2017, en M€

(en M€)	S1 2016	S1 2017	
Chiffre d'affaires	20,5	26,5	Croissance très soutenue grâce à Thrustmaster (+51,2 % yoy)
% évolution	-4,6%	29,7%	
Achats consommés	9,8	18,1	Maintien d'une marge brute comptable supérieur à 50 %
% du CA	47,9%	68,2%	
Variation des stocks de produits finis	-0,4	5,0	
Marge brute	10,3	13,4	Des charges opérationnelles contenues
% du CA	50,4%	50,6%	
Charges de personnel	4,3	4,1	
% du CA	21,2%	15,4%	
Charges externes	6,6	5,8	Activité quasiment à l'équilibre sur le semestre
% du CA	32,3%	21,8%	
Impôts et taxes	0,2	0,2	
Autres produits et charges d'exploitation	-0,8	-1,6	
EBE	-1,7	1,8	Impact positif de l'appréciation des titres Ubisoft sur la période
% du CA	-8,3%	6,8%	
Dépréciation et amortissements	1,5	2,0	
Résultat opérationnel courant	-3,2	-0,2	
% du CA	-15,6%	-0,9%	
Autres produits et charges opérationnelles	0,0	0,0	
Résultat opérationnel	-3,2	-0,2	
% du CA	-15,6%	-0,9%	
Coût de l'endettement financier net	-0,1	-0,1	
Autres produits et charges financiers	2,9	7,5	
Résultat financier	2,8	7,4	
Résultat avant impôts des sociétés consolidées	-0,4	7,1	
Impôts	0,5	1,1	
Résultat Net part du groupe	-0,9	6,1	

Source : Guillemot

1.3 Perspectives S2 2017 : une fin d'exercice attendue avec la sortie de Gran Turismo 7

Sur le marché des consoles, le deuxième semestre 2017 devrait se révéler dynamique sur la vente d'accessoires en raison 1/ de la sortie de la Xbox Scorpio (attendue fin 2017) et 2/ d'un line-up de jeux de course significatif (nouveau Forza Motorsport, Project Cars 2 et Gran Turismo).

Thrustmaster devrait ainsi toujours bénéficier d'un marché porteur, aidé par un parc installé de consoles de dernière génération en augmentation régulière (parc combiné de plus de 92 millions de machines Xbox One et PS4). Avec ses deux produits phares (T-GT & T300-GT en exclusivité pour Gran Turismo et TS-XW Racer en collaboration avec Sparco), les ventes en volume, sur la base de prix unitaires relativement élevés, devraient être très importantes sur la deuxième partie de l'année.



Les joysticks ne sont pas en reste avec notamment une nouvelle gamme d'accessoires à destination de la Xbox One (manette de gaz et joysticks) dédiée à la simulation aérienne (T.Flight Hotas One), soit la première gamme de ce type adressée à cette console. L'univers PC adressé par le groupe bénéficie lui d'un nombre de joueurs très important, avec souvent des communautés de joueurs qui se comptent en millions (cf War Thunder, Star Citizen ou encore Eve On line). De fait, la gamme élargie de produits disponibles garantit au groupe des ventes régulières, soutenues par l'actualité éditoriale.

Sur ses gammes Hercules, le groupe avait récemment compléter son offre avec notamment 1/ en DJing le nouveau DJControl Instinct P8 Party Pack et le contrôleur P32 DJ (contrôleur ayant décroché le prix du meilleur produit à moins de 600 \$ par DJ Mag Tech Award) et 2/ sur les haut-parleurs sans fil avec un nouveau produit outdoor résistant à l'eau, notamment le WAE Outdoor 04 Plus FM équipé d'un tuner FM. Le groupe entend par ailleurs explorer de nouveaux horizons avec le lancement en fin d'année d'une nouvelle gamme de produits de bracelets LED, qui s'illuminent au rythme de la music...

2 Prévisions

Lors de la publication de ses résultats semestriels, la société a confirmé qu'elle prévoyait une croissance à deux chiffres de ses ventes et un résultat opérationnel positif sur l'exercice 2017.

Au regard de l'avance prise au cours du 1^{er} semestre 2017, nous tablons ainsi sur un chiffre d'affaires FY 2017 en hausse +20,5 % yoy à 77,3 M€. Nous estimons que le chiffre d'affaires devrait continuer d'être tiré par les volants chez Thrustmaster compte tenu du line-up important de jeux de course et surtout de la sortie de Gran Turismo Sport (prévue le 18 octobre 2017), jeu pour lequel la marque a développé un volant dédié.

A noter par ailleurs que le groupe réalise en principe 50 % de son activité annuelle entre les mois de septembre et de décembre, ce qui est de bon augure pour la fin de l'exercice.

Du point de vue de la rentabilité, nous maintenons une prévision de taux de marge brute légèrement supérieur à 50 % pour la deuxième partie de l'exercice, taux que nous faisons légèrement décroître pour les exercices 2018 et 2019. Compte tenu de la croissance attendue du volume d'affaires du groupe, la marge opérationnelle est attendue en hausse pour 2017, puis relativement stables pour les exercices suivants, considérant que la société sera à même de maîtriser ses niveaux de charges d'exploitation.

Au-delà du résultat opérationnel, le résultat financier de Guillemot est, il convient de le rappeler, fortement dépendant de l'évolution des cours de bourse de la valeur Ubisoft détenues en portefeuille de VMP. Ainsi, compte tenu du caractère incertain de l'évolution des cours de bourse de cette valeur dans le temps, nous ne prenons pas en compte dans notre modèle de prévisions les plus ou moins values latentes réalisées sur ce portefeuille de VMP. Toutefois, nous intégrons bien évidemment à la valorisation de Guillemot la valorisation du portefeuille de VMP (juste valeur des titres Ubisoft détenus en portefeuille à la date de notre publication), et ce lors du calcul de notre valeur par action.

3 Valorisation

3.1 DCF

3.1.1 Détermination du taux d'actualisation

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

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

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

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

Les critères sont appréciés de la façon suivante :

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

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

	++	+	=	-	--	Prime Small Caps
Gouvernance d'entreprise						1,00%
Liquidité						0,60%
Taille du CA						0,60%
Rentabilité opérationnelle						0,80%
Gearing						0,60%
Risque Client						1,00%
TOTAL						4,60%

Par conséquent, sur la base d'un taux sans risque de 0,75 % (moyenne à 3 mois de l'OAT TEC 10 – source Agence France Trésor), d'une prime de marché de 6,32 % (sources : Natixis Securities, estimation Genesta), d'un beta de la société de 0,85 (source Damodaran), d'une prime de risque Small Caps de 4,60 % et d'un endettement net nul en raison de la comptabilisation du portefeuille de VMP, le taux d'actualisation s'élève à 10,72 %.

Taux sans risque	Prime de marché	Beta	Prime Small Caps	Coût du capital	Coût de la dette	Levier financier	Taux d'impôts	WACC
0,75 %	6,32 %	0,85	4,60 %	10,75 %	NS	NS	33,30 %	10,72 %

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 10,72 %, nous obtenons le tableau de flux de trésorerie disponible suivant (en M€) :

	2016	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
Chiffre d'affaires	64,20	77,35	78,95	80,28	85,09	89,77	94,26	98,97	103,92	108,08	111,32
Excédent brut d'exploitation	4,60	9,34	9,46	9,48	9,48	9,48	9,48	9,48	9,48	9,48	9,48
Impôt	0,82	0,38	2,25	1,03	1,31	1,30	2,02	1,99	1,96	1,92	1,90
Investissements	2,20	2,94	3,00	3,05	3,16	3,27	3,37	3,47	3,57	3,68	3,79
Variation de BFR		-0,80	0,52	1,09	0,82	0,85	0,81	0,85	0,90	0,75	0,59
FCF opérationnels		6,83	3,69	4,32	4,19	4,07	3,28	3,17	3,06	3,14	3,21
FCF opérationnels actualisés		6,65	3,25	3,43	3,01	2,64	1,92	1,68	1,46	1,35	1,25

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		26,64	63,0%
Période 11-20 ans	3,0%	8,14	19,3%
Taux de croissance à l'infini	2,0%	7,49	17,7%
Total		42,26	100,0%
dont valeur terminale		15,62	37,0%

Source : estimations Genesta

Ainsi, la valorisation d'entreprise de Guillemot ressort à 36,27 M€.

3.1.3 Calcul de la valeur par action

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

FCF actualisés (2015-2024)	26,64
+ Valeur terminale actualisée	15,62
+ Titres financiers	26,77
- Provisions	0,78
- Endettement financier net	7,73
- Minoritaires	0,00
+ Reports déficitaires actualisés	1,81
= Valeur des Capitaux Propres pg	62,34
Nombre d'actions	15,00
Valeur par action	4,15

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 26,8 M€ (cours de bourse au 20 septembre 2017 de 60,32 €).

In fine, la méthode d'actualisation des flux de trésorerie disponibles (« Discounted Cash Flow ») fait ressortir une valeur par action de 4,15 € soit une potentielle appréciation de la valeur de +27,8 % par rapport au cours de clôture du 20 septembre 2017 de 3,25 €.

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				
		1,0%	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%
CMPC	9,78%	4,25	4,28	4,31	4,35	4,39
	10,28%	4,17	4,20	4,23	4,26	4,30
	10,78%	4,10	4,13	4,15	4,19	4,22
	11,28%	4,03	4,05	4,08	4,11	4,15
	11,78%	3,96	3,98	4,01	4,04	4,08

3.2 Comparables

3.2.1 Choix des comparables

Guillemot ayant retrouvé un cycle de croissance rentable, nous réintégrons désormais la valorisation par comparables.

Guillemot conçoit et développe une gamme de produits de loisirs interactifs très étoffée qui s'articule autour : 1/ des matériels et périphériques informatiques, au travers de sa marque Hercules, et 2/ des accessoires PC et consoles de jeux vidéo via la marque Thrustmaster, ce qui lui confère un positionnement assez unique par rapport à des concurrents souvent spécialisés sur une gamme de produits voire quelques segments complémentaires. Guillemot se situe ainsi à la croisée de plusieurs environnements concurrentiels, et, en ce sens, ne dispose pas de comparable direct, à la fois en termes de taille et de positionnement, que ce soit en Europe ou aux Etats-Unis.

Afin d'apprécier l'activité de conception d'accessoires de jeu vidéo à destination des PC et consoles (salon/portables), nous avons retenu la société Bigben Interactive, société qui apparaît comme comparable pertinent de par sa taille, son expertise de conception d'accessoires ainsi que son savoir-faire de sourcing en Asie et de gestion des process marketing.

En ce qui concerne Hercules, nous avons choisi d'intégrer à notre échantillon plusieurs sociétés, de tailles diverses, afin de couvrir l'ensemble des segments adressés par Guillemot. Dans cette perspective, nous avons retenu les sociétés suivantes : Netgear et HF Company.

Ainsi, notre échantillon de comparables est composé de trois sociétés : Bigben Interactive, Netgear et HF Company.

Bigben Interactive : Bigben Interactive, société française, figure parmi les leaders européens de la conception et de la distribution d'accessoires de jeux vidéo, et est un concurrent direct de Thrustmaster sur le marché européen. Les savoir-faire développés par les deux groupes sont les mêmes, à savoir : expertise dans la conception d'accessoires, savoir-faire de sourcing pour la fabrication des produits, maîtrise des process marketing, etc.

Netgear : Netgear est une société américaine qui conçoit, développe et commercialise des périphériques informatiques – routeurs, modems, cartes réseaux, clés Wifi, gamme CPL, etc. – à destination des particuliers et des PME. Ainsi, Netgear apparaît comme un concurrent direct de Guillemot sur plusieurs segments au sein de la gamme Hercules.

HF Company : HF Company est une société française spécialisée dans la conception et la commercialisation de produits recevant ou émettant des signaux haute fréquence, principalement à destination du grand public, mais aussi des professionnels. Le groupe adresse les marchés de la réception TV, du multimédia et du haut débit. L'offre comprend notamment des routeurs et modems Internet, des adaptateurs TNT, des boîtiers sans fil d'interconnexion entre appareils TV, des accessoires mobiles, des portiers vidéo, etc. Malgré un mix produits différent de la gamme développée sous la marque Hercules au sein de Guillemot, les deux sociétés s'avèrent assez comparables au niveau de leur gestion opérationnelle : elles interviennent toutes deux au niveau des étapes clés dans la chaîne de valeur – conception et développement des produits, marketing et commercialisation –, disposent du même savoir-faire de sourcing puisqu'elles sous-traitent la fabrication de leurs produits, investissent significativement en R&D, et commercialisent leurs produits auprès de la grande distribution comme auprès des grossistes et des magasins spécialisés.

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

	CA 16	CA 17	CA 18	EBE 16	EBE 17	EBE 18	REX 16	REX 17	REX 18	RN 16	RN 17	RN 18
Bigben Interactive	208,1	245,0	270,1	21,1	32,4	36,4	10,6	19,1	22,6	8,9	13,8	16,4
Netgear	1 263,2	1 168,0	1 228,9	138,5	123,4	133,0	108,0	110,7	121,7	72,1	75,4	82,0
HF Company	67,6	47,2	52,1	4,2	1,5	3,0	2,7	0,0	1,3	-6,7	-0,2	1,3

Source : Infanciales

	Capitalisation	Dettes nettes	Minoritaires	VE
Bigben Interactive	186,1	13,2	0,0	199,3
Netgear	1 241,0	-348,0	0,0	893,0
HF Company	30,8	-18,7	0,0	12,2

Source : Infanciales

3.2.2 Valorisation

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

	VE/CA 16	VE/CA 17	VE/ EBE 16	VE/ EBE 17	VE/REX 16	VE/REX 17	PE 16	PE 17
Bigben Interactive	0,81	0,74	6,15	5,47	10,43	8,82	13,48	11,33
Netgear	0,76	0,73	7,24	6,71	8,07	7,34	16,45	15,13
HF Company	0,26	0,23	7,86	4,01	NS	9,03	NS	NS
Moyenne	0,61	0,57	7,08	5,40	9,25	8,40	14,97	13,23
Médiane	0,76	0,73	7,24	5,47	9,25	8,82	14,97	13,23

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 16	CA 17	EBE 16	EBE 17	REX 16	REX 17	RN 16	RN 17
Guillemot	77,35	78,95	9,34	9,46	5,25	5,33	4,14	4,11
Valorisation induite	68,18	65,53	87,02	71,95	69,39	63,95	82,80	75,19
	79,99	78,22	88,46	72,65	69,39	63,95	82,80	75,19
Valorisation moyenne (€/ action)	4,86		5,33		4,44		5,26	

Il convient de souligner que la valorisation induite de Guillemot est calculée sur la base des multiples présentés précédemment et intègre la valorisation à la juste valeur du portefeuille de VMP (titres Ubisoft détenus par le groupe) pour 26,8 M€, ainsi que les reports déficitaires actualisés de la société pour 1,8 M€.

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 -16,6 % aux résultats évoqués précédemment.

Capitalisation moyenne des comparables	486,0	M€
Capitalisation non corrigée de la société	76,5	M€
Rapport des capitalisations	15,7%	
Décote à appliquer	-16,6%	

Après décote, nous obtenons les valorisations suivantes :

Valorisation moyenne / action	4,06	4,45	3,71	4,39
Moyenne	4,15			

La méthode des comparables boursiers fait ressortir une valeur par action comprise entre 3,71 € et 4,39 € par titre, avec une moyenne de 4,15 €, soit une potentielle appréciation de la valeur de +27,8 % par rapport au cours de clôture du 20 septembre 2017 de 3,25 €.

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€)	2014	2015	2016E	2017E	2018E	2019E
Chiffre d'affaires	40,31	65,78	64,20	77,35	78,95	80,28
%évolution	-7,8%	63,2%	-2,4%	20,5%	2,1%	1,7%
Marge Brute	20,29	33,66	30,79	39,14	39,40	39,90
%du CA	50,3%	51,2%	48,0%	50,6%	49,9%	49,7%
Charges de personnel	7,08	7,13	8,26	8,87	9,44	9,75
%du CA	17,6%	10,8%	12,9%	11,5%	12,0%	12,1%
Charges externes	9,80	14,54	14,49	15,96	15,97	16,27
%du CA	24,3%	22,1%	22,6%	20,6%	20,2%	20,3%
Excédent brut d'exploitation	0,95	6,53	4,60	9,34	9,46	9,48
%évolution	-36,2%	584,4%	-29,5%	103,0%	1,3%	0,3%
%du CA	2,4%	9,9%	7,2%	12,1%	12,0%	11,8%
Résultat opérationnel	-2,52	2,93	0,71	5,25	5,33	5,42
%évolution	7,0%	-216,3%	-75,6%	635,3%	1,7%	1,6%
%du CA	-6,2%	4,4%	1,1%	6,8%	6,8%	6,8%
Résultat financier	-0,20	-0,20	-0,26	-0,20	-0,20	-0,20
Résultat courant avant impôts	-2,72	2,73	0,45	5,05	5,13	5,22
Résultat Net part du groupe	-0,90	7,04	3,05	10,25	4,11	4,12
%évolution	9,1%	-886,2%	-56,7%	236,0%	-59,9%	0,4%
%du CA	-2,2%	10,7%	4,8%	13,3%	5,2%	5,1%
Intérêts minoritaires	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Résultat Net part du groupe retraité	-2,85	1,91	0,07	4,14	4,11	4,12
%du CA	-7,1%	2,9%	0,1%	5,4%	5,2%	5,1%

Retour à la croissance prévu en 2017 grâce notamment à la sortie du volant sous licence Gran Turismo

Amélioration de la rentabilité en 2017 grâce à la forte hausse d'activité attendue et la bonne maîtrise des charges d'exploitation

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

4.2 Bilan – principaux agrégats

Au 31/12 (en M€)	2014	2015	2016E	2017E	2018E	2019E
Immobilisations incorporelles	6,92	7,08	7,78	9,60	9,60	9,60
Goodwill	0,89	0,89	0,00	0,00	0,00	0,00
Immobilisations corporelles	2,80	2,68	2,68	2,49	2,49	2,49
Immobilisations financières	0,42	0,46	0,46	0,46	0,46	0,46
BFR	7,89	8,85	13,78	12,97	13,49	14,58
%du CA	19,6%	13,5%	21,5%	16,8%	17,1%	18,2%
Dettes financières	8,98	12,47	11,29	9,29	7,29	5,29
Trésorerie	1,79	6,37	2,16	5,48	8,82	11,55
Endettement net (hors VMP)	7,19	6,10	9,12	3,81	-1,53	-6,26

4.3 Tableau des flux de trésorerie – principaux agrégats

Au 31/12 (en M€)	2014	2015	2016E	2017E	2018E	2019E
CAF	2,00	6,54	7,55	7,45	8,86	8,86
Investissements	1,53	2,83	2,20	2,94	3,00	3,05
%du CA	3,8%	4,3%	3,4%	3,8%	3,8%	3,8%
Variation du BFR	-2,45	0,96	4,92	-0,80	0,52	1,09
Flux de trésorerie d'exploitation net	2,92	2,75	0,43	5,32	5,34	4,72

CAPEX stables



4.4 Ratios financiers

Au 31/12 (en M€)	2014	2015	2016E	2017E	2018E	2019E
Bénéfice net par action	-0,19	0,13	0,00	0,28	0,27	0,27
%évolution	5,4%	-166,9%	-96,1%	5450,6%	-0,8%	0,4%
Capitalisation boursière	14,25	24,76	20,26	48,77	48,77	48,77
Valeur d'entreprise	21,44	30,86	29,38	52,57	47,23	42,51
P/E retraité	-4,99	12,96	271,72	11,78	11,87	11,82
P/CF	0,07	0,23	0,26	0,26	0,31	0,31
Market to Book	0,78	0,98	0,71	1,26	1,14	1,04
VE / CA	0,53	0,47	0,46	0,68	0,60	0,53
VE / EBE	22,48	4,73	6,38	5,63	4,99	4,48
VE / ROP	-8,52	10,55	41,18	10,02	8,85	7,84
EBE / CA	2,4%	9,9%	7,2%	12,1%	12,0%	11,8%
ROC / CA	-6,2%	4,4%	1,1%	6,8%	6,8%	6,8%
ROP / CA	-6,2%	4,4%	1,1%	6,8%	6,8%	6,8%
Résultat net / CA	-2,2%	10,7%	4,8%	13,3%	5,2%	5,1%
Gearing	39,3%	24,2%	32,2%	9,9%	-3,6%	-13,4%
Capitaux engagés	18,92	19,96	24,70	25,52	26,04	27,13
RCE	-13,3%	14,7%	2,9%	20,6%	16,6%	12,6%
Rentabilité des Fonds Propres	-4,9%	27,9%	10,8%	26,5%	9,6%	8,8%

Baisse du gearing ✓

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

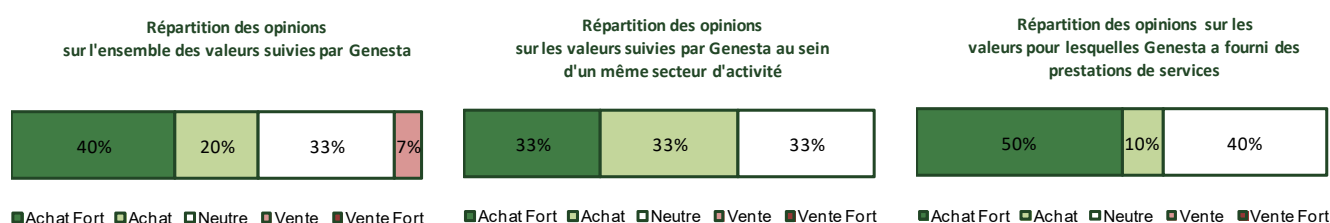
Participation de l'analyste, de Genesta et/ou de ses salariés au capital de l'émetteur	Participation de l'émetteur au capital de Genesta	Autres intérêts financiers importants entre l'émetteur et Genesta	Existence d'un contrat de teneur de marché ou d'apporteur de liquidité entre l'émetteur et Genesta	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 de Conseiller en Investissements Financiers, membre de l'ACIFTE, Association des Analystes Conseillers en Investissements Financiers, Genesta se réfère aux modalités administratives et organisationnelles définies par cette association pour son fonctionnement interne, en particulier dans le respect du Code de Bonne Conduite défini par l'ACIFTE et des Procédures prévues par l'ACIFTE en matière de gestion des conflits d'intérêts. Des procédures internes à Genesta définissent par ailleurs certains aspects complémentaires au fonctionnement des activités d'analyse financière. Des informations supplémentaires peuvent être obtenues sur simple demande écrite adressée à la société Genesta quant à ces règles de fonctionnement.

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

Date	Opinion	Objectif de cours
22 septembre 2017	Etude Semestrielle Achat Fort	4,15 €
31 juillet 2017	Flash Valeur Achat Fort	3,15 €
2 mai 2017	Flash Valeur Achat Fort	2,35 €
28 mars 2017	Etude Annuelle Achat Fort	2,20 €
30 janvier 2017	Flash Valeur Achat Fort	1,90 €
26 septembre 2016	Etude Semestrielle Achat Fort	1,90 €

5.4 Répartition des opinions



5.5 Avertissement complémentaire

Les informations présentées dans les pages précédentes restent partielles. Elles ne peuvent être considérées comme ayant une valeur contractuelle.

Cette publication a été rédigée par Genesta et est délivrée à titre informatif. Elle ne constitue en aucun cas un ordre d'achat ou de vente de la (les) valeur(s) mobilière(s) qui y est (sont) mentionnée(s). Elle est destinée aux investisseurs professionnels et ne constitue en aucun cas une décision d'investissement. De ce fait, ni Genesta, ni ses dirigeants, ni ses employés ne peuvent être tenus responsables d'une quelconque décision d'investissement.

Les informations, estimations et commentaires exprimés dans cette étude proviennent de sources jugées dignes de foi. Toutefois, Genesta n'en garantit ni l'exactitude, ni l'exhaustivité, ni la fiabilité. Ainsi, sa responsabilité, ni celle de ses dirigeants, ni de ses employés, ne pourrait être engagée d'aucune manière à ce titre. Les opinions, appréciations, estimations et prévisions contenues dans cette publication reflètent le jugement de Genesta à la date mentionnée en première page du document, et peuvent ultérieurement faire l'objet de modifications ou d'abandons sans préavis, ni notification.

Cette publication ne peut être diffusée auprès de personnes soumises à certaines restrictions. Ainsi, en particulier, au Royaume-Uni, seules les personnes considérées comme 'personnes autorisées ou exemptées' selon le 'Financial Services Act 1986' du Royaume-Uni, ou tout règlement passé en vertu de celui-ci ou les personnes telles que décrites dans la section 11 (3) du 'Financial Services Act 1986 (Investment Advertisement) (Exemption) order 1997' peuvent avoir accès à la publication ci-présente. Celle-ci ne saurait être distribuée ou communiquée, directement ou indirectement, à tout autre type de personne. Toute personne qui viendrait à être en possession de cette publication doit s'informer et respecter de telles restrictions. De même, cette publication ne peut être diffusée aux 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.