

Date de première diffusion : 27 septembre 2018

Guillemot

Niveaux de rentabilité record !

Commentaires sur les résultats S1 2018

Au titre du S1 2018, Guillemot a publié un CA de 32,2 M€, en progression de +21,5 % yoy, et ce, totalement en ligne avec nos prévisions (32,4 M€). Cette belle dynamique est portée une nouvelle fois par la forte contribution de Thrustmaster qui enregistre une hausse de +24,6 % à 30,9 M€. Le succès du déploiement à l'international, notamment en Asie-Pacifique (représentant plus de 15 % des ventes), permet au groupe de maintenir un rythme de croissance soutenu. La division Hercules affiche quant à elle un CA en repli de -23,5 % à 1,3 M€, même si celui-ci représente moins de 4 % du volume de ventes global. Cette belle évolution associée à la bonne maîtrise des charges d'exploitation permet au groupe d'enregistrer un résultat opérationnel de 2,7 M€ (vs. -0,2 M€ au S1 2017). L'appréciation à hauteur de 13,2 M€ des VMP, constituées de titres Ubisoft, fait ressortir le résultat financier à 13,3 M€, permettant à la société d'afficher un résultat net pdg en forte croissance à 14,2 M€ (vs. 6,1 M€ en 2016).

Des niveaux de rentabilité jamais vus au S1

Cette publication est l'occasion pour le management d'exposer son excellent niveau de rentabilité opérationnelle et ce, dans une période traditionnellement marquée par des niveaux d'investissements importants et des volumes d'activité plus faibles (en comparaison à la deuxième partie de l'année). Le groupe explique cette belle performance par l'optimisation de son cycle de vente, celui-ci ayant été avancé, en partie grâce à la croissance soutenue en région Asie-Pacifique, compensant de ce fait la saisonnalité de l'activité. Cet ajustement a ainsi permis de dégager un volume d'affaires substantiel qui, associé à une bonne maîtrise des charges opérationnelles, a permis au groupe de dégager un niveau de rentabilité record au S1 2018.

Tendance positive pour la fin de l'année : Opinion Achat Fort

Lors de la présentation de ses résultats semestriels, le groupe s'est dit confiant quant à la poursuite de cette dynamique au S2 2018 et ce, malgré un effet de base défavorable au regard des très bons chiffres de fin 2017. Le management a toutefois insisté sur la hausse des droits de douanes américaines concernant certains produits assemblés en Chine et sur les éventuelles conséquences de ces barrières tarifaires. La société, qui prévoit de répercuter ces augmentations sur ses prix de ventes, possède également d'autres mécanismes d'ajustement pour limiter les répercussions sur son activité.

Pour l'exercice 2018, nous sommes confiants dans les perspectives de la société et ajustons légèrement à la hausse nos hypothèses de rentabilité pour les exercices futurs, gardant toutefois une certaine prudence (quid de l'impact des barrières tarifaires aux Etats-Unis). Après avoir ajusté les niveaux de marges opérationnelles, nous anticipons un ROP de 8,9 % pour 2018 et 9,0 % en 2019. Après mise à jour de notre modèle, la valorisation de Guillemot ressort à 6,90 € par titre. Nous adoptons une opinion Achat Fort.

Gabrielle AGNUS

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

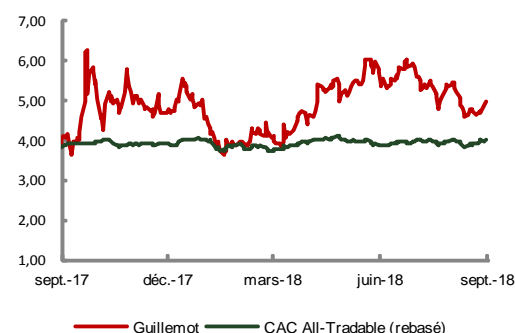
Opinion **1. Achat Fort**
Cours (clôture au 26/09/2018) **4,94 €**
Objectif de cours **6,90 € (+39,6 %)**

Données boursières

Code Reuters / Bloomberg	GTCN.PA / GUI:FP
Capitalisation boursière	75,5 M€
Valeur d'entreprise	77,1 M€
Flottant	18,28 M€ (24,2 %)
Nombre d'actions	15 287 480
Volume quotidien	116 688 €
Taux de rotation du capital (1 an)	22,71%
Plus Haut (52 sem.)	6,24 €
Plus Bas (52 sem.)	3,60 €

Performances

Absolue	1 mois	6 mois	12 mois
	-8 %	+27,2 %	+29,8 %



Actionnariat

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

Agenda

CAT3 publié le 25 octobre 2018

Chiffres Clés

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
CA (M€)	64,2	80,4	87,2	91,1	95,7
Evolution (%)	-2,4%	25,2%	8,5%	4,5%	5,0%
EBE (M€)	4,6	9,9	12,2	12,7	13,5
ROP (M€)	0,7	5,9	7,8	8,2	8,7
Marge op. (%)	1,1%	7,3%	8,9%	9,0%	9,1%
Res. Net. Pg (M€)*	0,1	3,6	6,1	6,3	6,8
Marge nette (%)*	0,1%	4,4%	6,9%	7,0%	7,1%
BPA*	0,00	0,23	0,40	0,41	0,44

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

Ratios

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
VE / CA	0,5	0,9	0,8	0,7	0,6
VE / EBE	6,4	7,1	5,9	5,2	4,4
VE / ROP	42,2	12,0	9,2	8,1	6,8
P / E*	NS	19,6	12,5	11,9	11,1
Gearing (%)	32%	3%	-7%	-16%	-25%
Dette nette / EBE	2,0	0,1	-0,3	-0,7	-1,2
RCE (%)	1%	17%	26%	25%	26%

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 : Hercules et Thrustmaster

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

Deux marques fortes aux cycles différents

Au sein de chaque segment de son portefeuille d'activités, Guillemot a su développer des gammes de produits attractives. Ainsi, Hercules propose une offre sur 2 familles de produits spécifiques: enceintes audio outdoor et musique numérique/DJing. Thrustmaster produit des accessoires de jeux vidéo, pour la plupart des plateformes de nouvelle génération, à destination principalement des hardcore gamers mais également des casual gamers au travers de gammes plus accessibles. L'essentiel du chiffre d'affaires est aujourd'hui réalisé à 94 % au travers de Thrustmaster, d'où la nécessité pour Guillemot d'investir sur Hercules pour rééquilibrer ses activités.

Une différenciation par la valeur ajoutée

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

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

Méthode de valorisation

DCF

Suite à cette publication, nous maintenons nos estimations de chiffre d'affaires à court et moyen termes, à savoir 87,2 M€ (+8,5 % yoy) pour 2018 et 91,1 M€ (+4,5 % yoy) pour 2019, alliés à des niveaux de marge opérationnelle de 8,9 % en 2018 et 9,0 % en 2019.

Après mise à jour du WACC, l'actualisation des flux de trésorerie d'exploitation disponibles, avec un coût moyen pondéré des ressources de 10,51%, valorise le titre à 7,00 € 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) Innelec Multimedia : société française spécialisée dans la distribution de matériels et logiciels multimédia et jeux vidéo.

La valorisation par les comparables boursiers fait ressortir une valeur de 6,79 € par titre.

Notre objectif de cours, obtenu par la moyenne des méthodes DCF et Comparables Boursiers, ressort à 6,90 € par action, impliquant un upside de +39,1 % sur la valeur en tenant compte du cours de Guillemot à 4,94 € au 26 septembre 2018.

Opinion Achat Fort.

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 (supérieure à 140 millions de PS4 et Xbox One)
- Essor du e-sport, devant permettre une plus grande récurrence de l'activité d'accessoiriste de jeu vidéo
- Segment DJing en constante progression, tiré par la convergence numérique
- Potentiel de croissance à l'international, notamment dans les pays émergents

Menaces

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

Synthèse et Opinion

Bonne tendance de croissance et de rentabilité

Les résultats publiés par Guillemot au titre du premier semestre 2018 confirment la bonne dynamique de Thrustmaster, initiée depuis le S1 2017. Cette bonne tendance va perdurer et ce, en dépit d'un effet de base défavorable dû à un excellent millésime 2017 en matière de sortie de jeux vidéo de voitures (Gran Turismo 7, Forza Motorsport 7, Project Cars 2). Guillemot entend maintenir sa stratégie de conquête de nouvelles parts de marché afin d'améliorer sa couverture géographique et accéder à de nouveaux relais de croissance. Cette internationalisation de la marque passera par le renforcement de ses partenariats existants mais également par le développement de technologies de pointe permettant la montée de gamme de ses produits. Enfin, les importants travaux d'optimisation et développement au sein de la marque Hercules devraient commencer à porter leurs fruits. Le département présente d'ailleurs une actualité encourageante, à l'image du partenariat signé avec le premier distributeur américain de matériels de musique, Jam Industries / American Music and Sound au cours de la période.

Opinion Achat Fort

Lors de la présentation de ses résultats semestriels, le management a indiqué maintenir sa prévision de croissance de son chiffre d'affaires et de son ROP sur l'exercice 2018 FY. La dynamique soutenue en région Asie – Pacifique ou encore le lancement de nombreux produits de la gamme Thrustmaster devraient inmanquablement permettre au groupe de maintenir un niveau d'activité soutenu.

Pour l'exercice 2018, nous estimons que le groupe devrait afficher CA de 87,2 M€ (+8,5 % yoy) pour une marge opérationnelle de 8,9 %, et sommes donc confiants dans la capacité du groupe à maintenir son niveau de ventes et de marges. Nous demeurons prudents quant à l'évolution du CA et des marges à plus long terme, notamment au regard du durcissement des barrières tarifaires aux USA. (Pour rappel, la contribution de la région Nord-américaine au CA S1 2018 était de près de 30 %).

Après mise à jour de notre modèle, la valorisation de Guillemot ressort désormais à 6,90 € par titre (vs. 6,70 €). 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 2018.....	7
1.3	Perspectives 2018 : croissance du marché dynamisée par l'internationalisation et l'e-sport.....	8
1.3.1	Le e-sport : catalyseur de croissance prometteur pour les années à venir.....	8
1.3.2	La conquête de nouvelles parts de marché à l'international.....	9
1.3.3	Et Hercules dans tout ça ?.....	9
2	Prévisions FY 2018.....	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, casque DJ), enceintes sans fil outdoor pour smartphones et tablettes.

Au titre du S1 2018, ce pôle a représenté seulement 4 % du chiffre d'affaires consolidé (vs. 7 % au S1 2017), 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 outdoor 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, le département présente une actualité encourageante, à l'image du récent partenariat signé avec le premier distributeur américain de matériel de musique, Jam Industries / American Music and Sound. Les nouveaux produits DJ (contrôleurs et haut-parleurs) devraient être commercialisés dès le T4 2018.

- **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 96 % des revenus totaux du groupe au S1 2018 (vs. 94 % au S1 2017) et ce, malgré un fort effet de base, compte tenu du très bon millésime en matière de sortie de jeux vidéo de voitures survenu en 2017. Cette belle dynamique s'explique ainsi grâce au succès du déploiement international notamment en Asie-Pacifique qui représente plus de 15 % des ventes sur la période. A noter également, le très bon positionnement du groupe sur le segment du e-sport, dont le développement fulgurant de ces dernières années, laisse présager un potentiel de croissance très intéressant. Cette nouvelle discipline devrait soutenir la ventes de gammes de produits spécifiques dit add-on (volant haut de gamme, levier de vitesse, gamepad, manettes), segment sur lequel Guillemot fait figure d'acteur incontournable, à l'image de sa position de leader sur le marché américain des volants de jeux vidéo.

Ventilation du chiffre d'affaires S1 2018 par zone géographique et par activité :



Source : Guillemot

On note ici la nette contribution de Thrustmaster au chiffre d'affaires S1 2018 (96 % du CA S1 2018) et par conséquent la nécessité aujourd'hui pour Guillemot d'investir sur l'entité Hercules afin de rééquilibrer ses activités.

1.1 Un positionnement qualitatif de niche

HERCULES : ERGONOMIE ET DESIGN

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



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.

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

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

- 1^{ère} étape : d'abord, au moment de pénétrer un nouveau segment de marché, l'adoption d'un positionnement d'entrée de gamme, avec des prix assez attractifs pour des produits de qualité, ayant pour objectif de développer rapidement et significativement les volumes de ventes et ainsi accroître sa notoriété auprès du grand public sur ses nouveaux produits ;
- 2^{ème} étape : ensuite, une fois cette reconnaissance acquise, l'élargissement des gammes du groupe via le développement de nouveaux produits plus aboutis et différenciés, dans une optique de diversification et de remontée progressive en gamme, et ce pour améliorer graduellement la rentabilité de chaque segment.

Ce fut 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 permis à Hercules d'améliorer sa courbe d'expérience sur cette famille de produits. La société a ainsi pu travailler au lancement de nouvelles consoles, positionnées plus haut de gamme, possédant davantage de fonctionnalités et offrant des innovations fortes. Afin d'accompagner la montée en gamme de ses consoles, Hercules a également développé des accessoires de DJing, tels que des casques et des enceintes dédiées au mixage.

Avec les produits outdoor WAE (Wireless Audio Experience), sa gamme d'enceintes sans fil pour smartphones et tablettes, Guillemot se positionne sur un marché très dynamique en progression de +72 % en 2016 en France selon le cabinet Future Source. La demande pour ce type de produits s'accroît en visant un public plus large séduit par de nouvelles fonctionnalités et une qualité audio exceptionnelle. L'engouement pour ces équipements audio sans fil prend de plus en plus d'ampleur, au regard des nouvelles tendances de consommation marquées par une utilisation de la musique se voulant récréative et sans contrainte.

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

Historiquement, le groupe travaillait étroitement avec le milieu de la grande distribution, qui imposait une largeur de gammes (nombre de produits et prix) souvent complexe à rentabiliser. Avec l'avènement du e-commerce et la multiplication des réseaux de distribution du groupe, la grande distribution n'est désormais plus aussi prépondérante dans son mix d'activité, permettant à Guillemot de revoir son mode de production pour se concentrer sur des gammes des produits plus restreintes en termes de nombre de références. L'adaptation du groupe aux modifications structurelles de son environnement apparaît aujourd'hui comme un élément clé de son succès pour les 2 à 3 ans à venir.

Par ailleurs, l'un des atouts de Guillemot dans une industrie éminemment concurrentielle réside dans sa capacité à proposer une offre 1/ techniquement qualitative et compétitive en termes de prix ; 2/ disposant d'atouts en matière d'ergonomie et de design importants ; et 3/ dont les fonctionnalités sont en pleine adéquation avec les attentes des utilisateurs (mobilité, simplicité d'installation et d'usage), grâce notamment à l'adoption du Design Thinking.

THRUSTMASTER : A LA POINTE DE L'EXPERIENCE DU JEU

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

- grâce à son partenariat avec Ferrari pour le développement sous licences de volants pour jeu de course ;
- au travers de son offre complète et haut de gamme de joysticks (Hotas Warthdog) ;
- mais surtout grâce au développement et à la commercialisation du volant haut de gamme T500 RS sous licences Sony et GranTurismo, volant devenu la référence de sa catégorie.

L'expertise et la qualité reconnue des produits Thrustmaster permet aujourd'hui à la marque de bénéficier d'une forte reconnaissance auprès des consociers, Thrustmaster ayant développé de nombreux volants sous licences PS3 et désormais PS4 et Xbox One.

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

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

Le positionnement de leader de Thrustmaster s'inscrit dans un environnement porteur et en pleine croissance. A titre d'illustration, le marché français du jeu vidéo a enregistré en 2017 une croissance record de +18 % totalisant un chiffre d'affaires historique de 4,3 Mds €. L'ensemble de l'écosystème lié aux jeux vidéo a contribué et a profité de cette progression historique. A ce titre, les accessoires pour consoles ont réalisé un chiffre d'affaires dans l'hexagone de 272 M€ en hausse de +23 % par rapport en 2016 d'après l'étude annuel du Syndicat des éditeurs de logiciels de loisirs (SELL).

Depuis quelques années, l'*e-sport* tend à devenir une activité à part entière du jeu vidéo et connaît un développement fulgurant. Selon une étude menée par Newzoo, les recettes générées par l'*e-sport* au niveau mondial en 2017 s'élèvent à près de 700 M\$ fédérant plus de 385 millions de spectateurs. Selon ce même rapport, le secteur pourrait atteindre 1,5 Md\$ en 2020 réunissant près de 600 millions de joueurs.

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. 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.



Frein à main Sparco Mod



Ts-XW racer Sparco P310 Competition Mod

1.2 Commentaires sur les résultats S1 2018

UNE CROISSANCE LARGEMENT PORTEE PAR THRUSTMASTER ET CONFORME AUX PREVISIONS

Au titre du S1 2018, Guillemot a publié un chiffre d'affaires de 32,2 M€, en hausse de +21,5 % yoy. Dans le détail :

- Thrustmaster a une nouvelle fois marqué une belle progression de +24,6 % yoy, à 30,9 M€. Cette bonne performance s'appuie 1/ sur les bonnes retombées marketing aux Etats-Unis, pays dans lequel Thrustmaster fait désormais figure de leader sur le marché des volants en détenant plus de 70 % des parts de marché en volume et 63 % en valeur (source NPD Group Inc, Guillemot) mais également, 2/ sur le succès du déploiement international, avec notamment la région Asie-Pacifique qui enregistre une croissance exceptionnelle de +130 % sur la période et représente désormais plus de 15 % du volume total des ventes du groupe.

A noter que cette belle progression intervient malgré le fort effet de base du S1 2017, compte tenu du millésime exceptionnel en matière de sortie de jeux vidéo de voitures (Gran Turismo, Forza Motorsport7, WRC 7, Gravel...) qui avait généré un positionnement significatif des grossistes sur les nouveautés accessoires.

- Hercules a affiché un fort repli à 1,3 M€ de -23,5 % 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, pour ne représenter guère plus de 4 % des revenus sur l'année. Les deux gammes de produits (DJing et Audio outdoor) faisant face chacune à un environnement concurrentiel exigeant.

Le département, qui fait actuellement l'objet d'un plan d'innovation et de renouvellement de gammes, présente toutefois une actualité encourageante, à l'image du récent partenariat signé avec le premier distributeur américain de matériel de musique, Jam Industries / American Music and Sound.

Ventilation du chiffre d'affaires S1 2018 par segment, en M€

En M€	S1 2017	S1 2018	var en %
Hercules	24,8	30,9	+24,6 %
Thrustmaster	1,7	1,3	-23,5 %
Total	26,5	32,2	+21,5 %

Source : Guillemot

UN NIVEAU DE RENTABILITE EN NETTE AMELIORATION

Au titre du premier semestre 2018, Guillemot a affiché des résultats supérieurs à nos attentes, avec un résultat opérationnel courant de 2,7 M€ (vs. -0,2 M€ au S1 2017). Sur la période, la marge brute comptable progresse fortement et s'établit à 56,8 % du CA (vs. 50,6 % au S1 2018).

D'un point de vue opérationnel, les charges de personnel et externes affichent également des taux plus faibles en comparaison aux niveaux du S1 2017, respectivement de 14,4 % et 19,0 % du CA S1 2018. Cette maîtrise des charges d'exploitation illustre la bonne maîtrise de la structure d'exploitation par le groupe, faisant suite notamment aux différents efforts marketing et commerciaux consentis lors des exercices précédents.

Après un résultat financier positif de 13,3 M€ (lié à l'appréciation du portefeuille de VMP Ubisoft pour 13,2 M€) et une charge d'impôts 1,9 M€, le résultat net part du groupe est positif sur le semestre et s'établit à 14,2 M€ (vs. 6,1 M€ en au S1 2017).

Au niveau bilanciel, la société dispose toujours d'une situation financière saine, avec des capitaux propres s'élevant au 30 juin 2018 à 60,5 M€. A cette même date, Guillemot affiche un endettement net de 1,6 M€ (vs. 1,2 M€ au 31 décembre 2017), et ce sans prendre en compte les VMP sur les titres Ubisoft (41,7 M€ au 30 juin 2018). La variation du BFR s'élève quant à elle à +1,9 M€.

Compte de résultat consolidé S1 2018, en M€

(en M€)	S1 2017	S1 2018	
Chiffre d'affaires	26,5	32,2	Croissance très soutenue grâce à Thrustmaster
% évolution	29,7%	21,3%	
Achats consommés	18,1	20,8	Progression importante de la marge brute comptable supérieure à 56 %
% du CA	68,2%	64,7%	
Variation des stocks de produits finis	5,0	6,9	
Marge brute	13,4	18,3	Des charges opérationnelles en diminution
% du CA	50,6%	56,8%	
Charges de personnel	4,1	4,6	Record de rentabilité opérationnelle pour un S1
% du CA	15,4%	14,4%	
Charges externes	5,8	6,1	Impact positif de l'appréciation des titres Ubisoft sur la période
% du CA	21,8%	19,0%	
Impôts et taxes	0,2	0,2	
Autres produits et charges d'exploitation	-1,6	-2,4	
EBE	1,8	4,9	
% du CA	6,8%	15,3%	
Dépréciation et amortissements	2,0	2,2	
Résultat opérationnel courant	-0,2	2,8	
% du CA	-0,9%	8,5%	
Autres produits et charges opérationnelles	0,0	0,0	
Résultat opérationnel	-0,2	2,8	
% du CA	-0,9%	8,5%	
Coût de l'endettement financier net	-0,1	0,0	
Autres produits et charges financiers	7,5	13,4	
Résultat financier	7,4	13,3	
Résultat avant impôts des sociétés consolidées	7,1	16,1	
Impôts	1,1	1,9	
Résultat Net part du groupe	6,1	14,2	

Source : Guillemot

1.3 Perspectives 2018 : croissance du marché dynamisée par l'internationalisation et l'e-sport

1.3.1 Le e-sport : catalyseur de croissance prometteur pour les années à venir

Le secteur des jeux vidéo a signé en 2017 l'une de ses plus belles années totalisant un chiffre d'affaires global en France de l'ordre de 4,3 Mds €. L'ensemble des acteurs de cet écosystème (consolidiers, éditeurs, accessoiristes) a profité de cette belle dynamique leur permettant à leur tour de dégager des volumes d'affaires importants. L'année 2017 ayant été un millésime exceptionnel en matière de sortie de jeux vidéo de voitures (Gran Turismo, Forza Motorshop 7, WRC 7, Gravel ...) et Guillemot a engendré un chiffre d'affaires record de plus de 75 M€ sur son segment Thrustmaster.

L'engouement grandissant pour le *e-sport* (manifestations, évènements, produits dérivés) devrait soutenir les ventes de gammes de produits spécifiques dites add-on (volant haut de gamme, levier de vitesse, gamepad, manettes spéciales). Par ailleurs, le groupe s'implante peu à peu sur le marché des casques audio en multipliant les projets et la signature de partenariats stratégiques. La pénétration de ce secteur pourrait s'avérer un fort relai de croissance à moyen terme au regard de la taille du marché adressable potentiel, de l'ordre de 288 M\$. A ce stade, Guillemot demeure bien en deçà des volumes d'activité de ses principaux concurrents, à l'image de Turtle Beach qui comptabilise à lui seul 30 % des parts de marché (source Guillemot). Toutefois, les leviers de croissance sont importants, compte tenu des synergies commerciales et industrielles mais également de la complémentarité de l'offre commercialisée par le groupe. Le positionnement stratégique de Guillemot sur d'autres segments voisins (volants et joysticks) devrait lui permettre, selon nous, d'accéder à un potentiel de croissance substantiel.

1.3.2 La conquête de nouvelles parts de marché à l'international

Les objectifs stratégiques s'orientent vers la conquête de nouvelles parts de marché, notamment via l'amélioration de la couverture géographique. La signature de nouveaux contrats de distribution et partenariats permettent déjà au groupe de se positionner dans des marchés à fort potentiel comme notamment aux Etats-Unis, où Guillemot détient plus de 70 % des parts de marché des volants en volume et 63 % en valeur (source NPD Group Inc, Guillemot) mais également dans la zone Asie-Pacifique, où le groupe étudie de nouvelles possibilités.

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

1.3.3 Et Hercules dans tout ça ?

Concernant l'activité Hercules, la deuxième partie de l'année 2018 devrait voir perdurer les efforts de consolidation et de reconstruction. Le management s'est dit très prudent quant à la croissance de ce segment en 2018 FY notamment suite à l'abandon de plusieurs gammes de produits ces dernières années (webcam, haut parleurs...). Si l'activité a été relativement faible au cours du premier semestre, les nouveaux lancements ainsi que la concrétisation prochaine de beaux projets devraient vraisemblablement stimuler la croissance de ce segment dans les prochains exercices.

A ce titre, de nombreux projets sont à l'étude sur le segment Djing notamment, où un important travail de fond « Design Thinking » a été effectué, laissant présager le retour d'une bonne dynamique. Par ailleurs, la signature avec un nouveau distributeur américain devrait soutenir les ventes Djing aux Etats-Unis dès cette année, générant un relai de croissance non négligeable pour l'activité.

Le segment WAE fait également l'objet d'un important travail de réflexion stratégique de différenciation compte tenu de l'arrivée de nouveaux poids lourds sur le marché. De nouveaux projets devraient voir le jour en 2018, en ciblant davantage les attentes et besoins des consommateurs en se basant une nouvelle fois sur le « Design Thining ».

2 Prévisions FY 2018

Le groupe signe au premier semestre 2018, un demi-exercice d'excellente facture en matière de croissance de l'activité mais également de rentabilité et ce, dans une période traditionnellement marquée par des niveaux d'investissements importants et des volumes d'activité plus faibles (en comparaison à la deuxième partie de l'année).

Le management s'est dit confiant quant à la poursuite de cette dynamique au cours du deuxième semestre 2018, tout en émettant une certaine prudence compte tenu d'un effet de base important et d'une actualité de marché vraisemblablement moins riche qu'en 2017. Toutefois, le renforcement des partenariats de licences (Ferrari par exemple), la conquête de nouvelles parts de marché à l'étranger et la bonne dynamique de la région Asie - Pacifique devraient permettre, selon nous, de dégager des volumes d'activité significatifs au S2 2018. Nous tablons ainsi sur un chiffre d'affaires 2018 en hausse +8,5 % yoy à 87,2 M€.

Du point de vue de la rentabilité, nous prévoyons un taux de marge brute de plus de 50 % pour l'ensemble de l'exercice 2018, taux que nous faisons très légèrement croître pour les exercices 2019 et 2020. Considérant que la société sera par ailleurs à même de maîtriser ses niveaux de charges d'exploitation, nous tablons sur un ROP 2018 et 2019 de l'ordre de 8,9 % et 9,0 %.

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

3 Valorisation

3.1 DCF

3.1.1 Détermination du taux d'actualisation

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

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

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

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

Les critères sont appréciés de la façon suivante :

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

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

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

Par conséquent, sur la base d'un taux sans risque de 0,85 % (moyenne à 3 mois de l'OAT TEC 10 – source Agence France Trésor), d'une prime de marché 6,87 % (sources : Risk Premia et Fairness Finance, estimation Genesta), d'un beta de la société de 0,85 (source Damodaran), d'une prime de risque Small Caps de 4,20 % et d'un endettement net nul en raison de la comptabilisation du portefeuille de VMP, le taux d'actualisation s'élève à 10,71 %.

Taux sans risque	Prime de marché	Beta	Prime Small Caps	Coût du capital	Coût de la dette	Levier financier	Taux d'impôts	WACC
0,67%	6,87%	0,85	4,20%	10,71%	3,0%	0,00%	33,3%	10,71%

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 10,71 %, nous obtenons le tableau de flux de trésorerie disponible suivant (en M€) :

	2017	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2026E
Chiffre d'affaires	80,40	87,22	91,13	95,71	97,63	99,58	101,07	102,08	103,10	104,13	105,18
Excédent brut d'exploitation	9,92	12,24	12,71	13,46	13,59	13,73	13,87	14,01	14,15	14,29	14,43
Impôt	0,38	2,23	1,52	1,62	1,75	1,99	3,23	3,24	3,25	3,25	3,28
Investissements	2,29	3,31	3,46	4,59	4,75	4,92	5,04	5,17	5,28	5,41	5,51
Variation de BFR		3,25	1,65	1,09	1,80	1,31	0,76	0,18	0,18	0,28	0,18
FCF opérationnels		3,45	6,07	6,15	5,29	5,51	4,83	5,42	5,43	5,35	5,45
FCF opérationnels actualisés		3,31	5,26	4,81	3,74	3,52	2,78	2,82	2,56	2,27	2,09

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		33,15	58,2%
Période 11-20 ans	2,0%	13,18	23,1%
Taux de croissance à l'infini	1,5%	10,67	18,7%
Total		57,00	100,0%
dont valeur terminale		23,85	41,8%

Source : estimations Genesta

Ainsi, la valorisation d'entreprise de Guillemot ressort à 57,00 M€.

3.1.3 Calcul de la valeur par action

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

FCF actualisés (2011-2020)	33,15
+ Valeur terminale actualisée	23,85
+ Titres financiers	42,15
+ Titres mis en équivalences	0,00
- Provisions	0,07
- Endettement financier net	1,60
- Minoritaires	0,00
+ Reports déficitaires actualisés	9,50
= Valeur des Capitaux Propres pg	106,99
Nombre d'actions (en millions)	15,29
Valeur par action	7,00

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 42,15 M€ (cours de bourse au 25 septembre 2018 de 94,96 €).

In fine, la méthode d'actualisation des flux de trésorerie disponibles (« Discounted Cash Flow ») fait ressortir une valeur par action de 7,00 € soit une potentielle appréciation de la valeur de +41,7 % par rapport au cours de clôture du 26 septembre 2018 de 4,94 €.

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	9,71%	7,16	7,20	7,24	7,29	7,35
	10,21%	7,04	7,08	7,12	7,16	7,22
	10,71%	6,92	6,96	7,00	7,04	7,09
	11,21%	6,81	6,84	6,88	6,92	6,97
	11,71%	6,70	6,73	6,77	6,81	6,86

3.2 Comparables

3.2.1 Choix des comparables

Guillemot ayant retrouvé un cycle de croissance rentable, nous intégrons 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 Innelec Multimedia.

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.

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 multimédias, lui permettant de toucher un large public.

A noter, la société HF Company ne fait désormais plus partie de notre échantillon d'entreprises comparables, compte tenu de l'exploitation de ratios financiers non significatifs dans le cadre de notre évaluation.

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

	CA 17	CA 18	CA 19	EBE 17	EBE 18	EBE 19	REX 17	REX 18	REX 19	RN 17	RN 18	RN 19
Bigben Interactive SA	245,4	274,0	305,2	28,6	40,8	49,3	14,9	22,8	28,7	8,9	15,3	19,1
Netgear	1 172,0	1 297,2	1 439,7	93,9	85,0	100,3	72,2	73,2	90,0	16,2	59,9	71,7
Innelec Multimedia	100,4	103,9	107,1	3,2	2,6	2,8	2,4	2,1	2,3	2,2	1,7	1,9

Source : Infront Analytics

	Capitalisation	Dette nette	Minoritaires	VE
Bigben Interactive	194,2	9,6	0,0	203,8
Netgear	1 711,5	-274,7	0,0	1 436,8
Innelec Multimedia	14,2	0,5	0,0	14,7

Source : Infront Analytics

3.2.2 Valorisation

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

	VE/CA 18	VE/CA 19	VE/ EBE 18	VE/ EBE 19	VE/REX 18	VE/REX 19	PE 18	PE 19
Bigben Interactive	0,74	0,67	5,00	4,14	8,94	7,10	12,69	10,17
Netgear	1,11	1,00	NS	NS	19,63	15,97	28,56	23,88
Innelec Multimedia	NS	0,14	5,75	5,32	6,99	6,39	8,19	7,39
Moyenne	0,93	0,60	5,37	4,73	11,85	9,82	16,48	13,81
Médiane	0,93	0,67	5,37	4,73	8,94	7,10	12,69	10,17

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

	CA 18	CA 19	EBE 18	EBE 19	REX 18	REX 19	RN 18	RN 19
Guillemot	87,22	91,13	12,24	12,71	7,79	8,16	6,06	6,34
Valorisation induite	130,81	104,83	115,86	110,20	142,37	130,24	149,96	137,64
	130,81	110,92	115,86	110,20	119,67	108,04	126,99	114,51
Valorisation moyenne (€/ action)	7,81		7,39		8,18		8,65	

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 42,15 M€ (au cours du 25/09/2018), ainsi que les reports déficitaires actualisés de la société pour 9,57 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 -15,1 % aux résultats évoqués précédemment.

Capitalisation moyenne des comparables	640,0	M€
Capitalisation non corrigée de la société	116,2	M€
Rapport des capitalisations	18,2%	
Décote à appliquer	-15,1%	

Après décote, nous obtenons les valorisations suivantes :

Valorisation moyenne / action	6,63	6,28	6,95	7,35
Moyenne	6,80			

La méthode des comparables boursiers fait ressortir une valeur par action comprise entre 6,28 € et 7,35 € par titre, avec une moyenne de 6,80 €, soit une potentielle appréciation de la valeur de +37,7 % par rapport au cours de clôture du 25 septembre 2018 de 4,94 €.

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€)	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
Chiffre d'affaires	65,78	64,20	80,40	87,22	91,13	95,71
%évolution	63,2%	-2,4%	25,2%	8,5%	4,5%	5,0%
Marge Brute	33,66	30,79	38,74	43,62	46,02	48,62
%du CA	51,2%	48,0%	48,2%	50,0%	50,5%	50,8%
Charges de personnel	7,14	8,28	8,25	8,78	8,99	9,13
%du CA	10,8%	12,9%	10,3%	10,1%	9,9%	9,5%
Charges externes	14,54	14,49	14,90	17,68	19,78	21,46
%du CA	22,1%	22,6%	18,5%	20,3%	21,7%	22,4%
Excédent brut d'exploitation	6,52	4,58	9,92	12,24	12,71	13,46
%évolution	583,8%	-29,7%	116,4%	23,4%	3,8%	5,9%
%du CA	9,9%	7,1%	12,3%	14,0%	13,9%	14,1%
Résultat opérationnel	2,92	0,70	5,90	7,79	8,16	8,73
%évolution	-216,1%	-76,2%	747,7%	32,0%	4,9%	6,9%
%du CA	4,4%	1,1%	7,3%	8,9%	9,0%	9,1%
Résultat financier	-0,20	-0,26	-0,16	-0,20	-0,20	-0,20
Résultat courant avant impôts	2,72	0,43	5,73	7,59	7,96	8,53
Résultat Net part du groupe	7,03	3,03	17,54	6,06	6,34	6,78
%évolution	-885,6%	-56,9%	478,4%	-65,4%	4,6%	7,0%
%du CA	10,7%	4,7%	21,8%	6,9%	7,0%	7,1%
Intérêts minoritaires	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Résultat Net part du groupe retraité	1,90	0,06	3,55	6,06	6,34	6,78
%du CA	2,9%	0,1%	4,4%	6,9%	7,0%	7,1%

Croissance tirée par l'essor du e-sport et l'activité soutenue à l'international

Appréciation des niveaux de rentabilité dans le temps considérant que la société sera à même de maîtriser ses niveaux de charges d'exploitation, avec toutefois une attention particulière quant à l'ajustement sur les prix des mesures douanières américaines

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

4.2 Bilan – principaux agrégats

Au 31/12 (en M€)	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
Immobilisations incorporelles	7,08	7,78	10,65	10,65	10,65	10,65
Goodwill	0,89	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Immobilisations corporelles	2,68	2,68	2,32	2,32	2,32	2,32
Immobilisations financières	0,46	0,46	0,42	0,42	0,42	0,42
BFR	8,85	13,78	7,84	11,08	12,73	13,82
%du CA	13,5%	21,5%	9,7%	12,7%	14,0%	14,4%
Dettes financières	12,47	11,29	10,56	8,56	6,56	4,56
Trésorerie	6,37	2,16	10,29	12,25	16,02	20,80
Endettement net (hors VMP)	6,10	9,12	1,27	-3,69	-9,46	-16,24

4.3 Tableau des flux de trésorerie – principaux agrégats

Au 31/12 (en M€)	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
CAF	6,53	7,53	10,07	10,52	10,88	11,51
Investissements	2,83	2,20	2,29	3,31	3,46	4,59
%du CA	4,3%	3,4%	2,8%	3,8%	3,8%	4,8%
Variation du BFR	0,96	4,92	-5,94	3,25	1,65	1,09
Flux de trésorerie d'exploitation net	2,74	0,41	13,72	3,96	5,77	5,82

Augmentation des CAPEX progressive

4.4 Ratios financiers

Au 31/12 (en M€)	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
Bénéfice net par action (hors impact Ubisoft)	0,12	0,00	0,23	0,40	0,41	0,44
%évolution	-166,7%	-97,0%	6167,2%	70,8%	4,6%	7,0%
Capitalisation boursière	24,76	20,26	69,49	75,52	75,52	75,52
Valeur d'entreprise	30,86	29,38	70,77	71,83	66,06	59,28
P/E retraité	13,00	357,59	19,58	12,46	11,91	11,14
P/CF	0,23	0,26	0,35	0,37	0,38	0,40
Market to Book	0,98	0,71	1,53	1,47	1,30	1,17
VE / CA	0,47	0,46	0,88	0,82	0,72	0,62
VE / EBE	4,73	6,41	7,13	5,87	5,20	4,40
VE / ROP	10,57	42,23	12,00	9,23	8,09	6,79
EBE / CA	9,9%	7,1%	12,3%	14,0%	13,9%	14,1%
ROC / CA	4,4%	1,1%	7,3%	8,9%	9,0%	9,1%
ROP / CA	4,4%	1,1%	7,3%	8,9%	9,0%	9,1%
Résultat net / CA	10,7%	4,7%	21,8%	6,9%	7,0%	7,1%
Gearing	24,2%	32,2%	2,8%	-7,2%	-16,3%	-25,1%
Capitaux engagés	19,96	24,70	21,22	24,47	26,11	27,21
RCE	10,5%	1,3%	17,3%	25,6%	25,0%	25,7%
Rentabilité des Fonds Propres	27,9%	10,7%	38,6%	11,8%	11,0%	10,5%

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

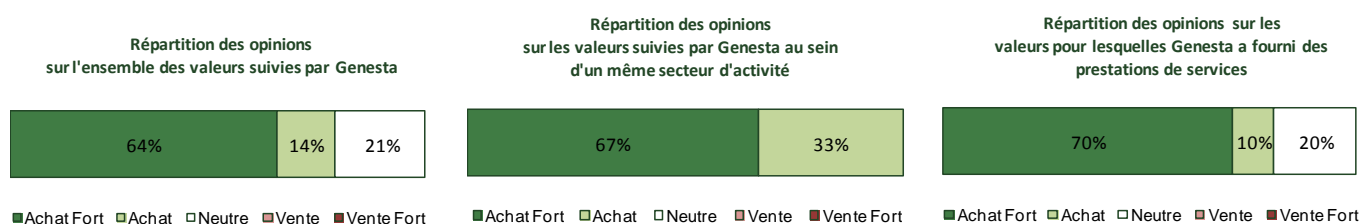
Participation de l'analyste, de Genesta et/ou de ses salariés au capital de l'émetteur	Participation de l'émetteur au capital de Genesta	Autres intérêts financiers importants entre l'émetteur et Genesta	Existence d'un contrat de teneur de marché ou d'apporteur de liquidité entre l'émetteur et Genesta	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 de 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
27 septembre 2018	Flash Valeur Achat Fort	6,90 €
30 juillet 2018	Flash Valeur Achat	6,70 €
30 avril 2018	Flash Valeur Achat Fort	6,50 €
22 mars 2018	Etude Annuelle Achat Fort	5,65 €
29 janvier 2018	Flash Valeur Achat	5,50 €
30 octobre 2017	Flash Valeur Neutre	5,20 €

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.