

Date de première diffusion : 4 octobre 2022

## Guillemot

### Hausse du niveau de profitabilité opérationnelle

#### Commentaires sur les résultats S1 2022

Pour rappel, Guillemot a publié en juillet dernier un chiffre d'affaires S1 2022 de 98,1 M€, en hausse de +38 % YoY. Les deux pôles d'activité du groupe, Thrustmaster et Hercules, sont ressortis en forte hausse, respectivement +39 % et +51 %. Thrustmaster a profité de l'engouement du public pour la course automobile, et de ce fait pour les jeux automobiles. La sortie du jeu *F1@ 22* a ainsi dynamisé les ventes. Le segment « *Flying* » a lui profité de la sortie du film *Top Gun Maverick*, entraînant un nouveau DLC sur le jeu Microsoft Flight Simulator, dynamisant ainsi les ventes de joysticks aériens. La marque Hercules fut, elle, dynamisée par la profondeur et la pertinence de sa gamme.

La forte hausse du volume d'activité a été accompagnée d'une hausse du niveau de marge brute (58 % vs. 55 % au S1 2021), en lien avec une bonne capacité à répercuter les hausses de coûts sur les prix et ce en dépit d'une baisse relative de l'euro par rapport au dollar sur la période. Le résultat opérationnel courant atteint 25,0 M€ sur la période (25,5 % du CA vs. 18,9 % au S1 21), en hausse de +88 % YoY, niveau historiquement haut malgré les dépenses soutenues du groupe en marketing et en effectifs.

Cette maîtrise des coûts permet à Guillemot d'afficher un résultat net part du groupe de 18,1 M€ (vs. 3,7 M€ au S1 21), en forte croissance en dépit d'un léger impact lié aux pertes latentes de -0,5 M€ sur les titres Ubisoft. Le bénéfice net par action ressort ainsi à 1,18 €, contre 0,24 € au S1 21.

#### Un second semestre à l'heure des challenges

Comme depuis désormais plus d'un an, Guillemot a su nous démontrer toute sa capacité à faire face aux contraintes logistiques, aussi bien au niveau des composants qu'au niveau du transport, ce qui leur a permis d'afficher des niveaux de croissance records.

Bien que les drivers de croissance de la topline restent intacts (en lien avec un niveau de stock toujours important, une actualité produits qui devrait notamment permettre au groupe de mieux pénétrer le segment des volants d'entrée de gamme, un marché des accessoires de niche qui reste dynamique), quelques perturbations pourraient arriver sur la rentabilité, aussi bien opérationnelle que nette.

En effet, le groupe se verra notamment impacté par l'important renforcement du dollar par rapport à l'euro sur ce début de semestre, mais aussi par une variation du titre Ubisoft à la baisse importante sur les derniers mois.

#### Un opérationnel toujours solide : Achat Fort réitéré !

Même si des éléments opérationnels et financiers pourraient venir perturber le titre, nous restons confiants dans la capacité de Guillemot à croître, notamment en termes de volume avec des prises de parts de marché sur les volants en Europe et aux USA cet été, et grâce à des actualités représentant sur le semestre des relais importants pour la société (nouveaux produits, nouveaux jeux).

Bien que plus évasif, le management réitère ses ambitions de croissance, s'attendant à un ROC 2022 en hausse YoY, soit supérieur à 33 M€ (ROC FY 2021), un objectif plus ambitieux que sa dernière guidance à 30 M€.

Nous conservons notre optimisme quant à la valeur. Nous ajustons à la baisse notre TP, qui ressort désormais à 17,00 € / titre (vs. 19,70 € préc.), BPA 2022 de 2,20 € (vs. 2,24 € préc.) Opinion **Achat Fort** maintenue sur la valeur.

#### Guillaume ANOMAN

Analyste Financier

guillaume.anoman@inextenso-finance.fr

06 47 25 53 79

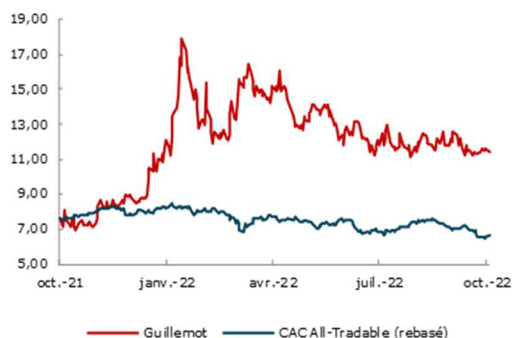
<b>Opinion</b>	<b>1. Achat Fort</b>
Cours (clôt. au 03 oct. 2022)	12,08 €
Objectif de cours	17,00 € (+40,8 %)

#### Données boursières

Code Reuters / Bloomberg	GTCN.PA / GUI:FP
Capitalisation boursière	184,7 M€
Valeur d'entreprise	179,7 M€
Flottant	55,83 M€ (30,2 %)
Nombre d'actions	15 287 480
Volume quotidien	390 534 €
Taux de rotation du capital (1 an)	31,09%
Plus Haut (52 sem.)	16,54 €
Plus Bas (52 sem.)	9,65 €

#### Performances

Absolute	1 mois	6 mois	12 mois
	-12,1%	-13,3%	3%



#### Actionnariat

Flottant : 30,2 % ; Famille Guillemot : 69,5 %  
Autocontrôle : 0,3 %

#### Agenda

CA T3 2022 attendu le 27 octobre 2022

#### Chiffres Clés

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
CA (M€)	120,6	176,8	212,0	233,5	252,7
Evolution (%)	98,1%	46,5%	20,0%	10,1%	8,2%
EBE (M€)	26,1	39,7	44,5	49,3	55,0
ROP (M€) **	23,1	33,0	36,7	37,4	42,2
Marge op. (%)	19,1%	18,7%	17,3%	16,0%	16,7%
Res. Net. Pg (M€) *	22,1	30,0	33,6	35,7	40,5
Marge nette (%) *	18,3%	17,0%	15,9%	15,3%	16,0%
BPA *	1,45	1,96	2,20	2,34	2,65

#### Ratios (Hors Valorisation des titres Ubisoft)

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
VE / CA	0,7	1,0	0,6	0,4	0,3
VE / EBE	3,2	4,5	2,9	2,0	1,2
VE / ROP	3,7	5,4	3,5	2,6	1,5
P / E *	4,6	6,2	5,5	5,2	4,6
Gearing (%)	-23%	-6%	-63%	-73%	-75%
Dette nette / EBE	-0,7	-0,1	-1,3	-1,8	-2,2
RCE (%)	93%	49%	70%	84%	99%

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

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

Voir avertissements importants en fin de document. Pour plus d'informations sur In Extenso Financement & Marché et ses procédures internes, se référer au site Internet <https://finance.inextenso.fr/debt-equity-advisory>.

## Présentation de la société

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

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

### Deux marques fortes aux cycles différents

Au sein de chaque segment de son portefeuille d'activités, Guillemot a su développer des gammes de produits attractives. Ainsi, Hercules propose une offre de produits de niche autour de la musique numérique et du Djing. Thrustmaster produit des accessoires de jeux vidéo pour la plupart des plateformes, à destination principalement des hardcore gamers mais également des casual gamers au travers de gammes plus accessibles. L'essentiel du chiffre d'affaires est aujourd'hui réalisé à près de 95 % au travers de Thrustmaster, d'où la nécessité pour Guillemot d'investir sur Hercules pour rééquilibrer ses activités.

### Une différenciation par la valeur ajoutée

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

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

## SWOT

### Forces

- Capitalisation sur deux marques fortes : Hercules et Thrustmaster
- Innovation technologique et savoir-faire de R&D importants
- Maîtrise des process marketing, de production, de stockage et d'acheminement, en particulier durant la pandémie
- Référencement gratifiant par la presse spécialisée

### Faiblesses

- Maillage géographique pouvant encore être amélioré
- En dehors de la valorisation de l'activité propre de Guillemot, une valorisation boursière pouvant être affectée par les évolutions du cours de bourse des titres Ubisoft détenus en portefeuille.

### Opportunités

- Meilleur déploiement des consoles de nouvelle génération (Xbox Series & PS5),
- 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
- Récession qui pourrait venir ternir le dynamisme du marché du divertissement

## Méthode de valorisation

### DCF

Suite à cette publication des résultats du S1 2022 nous revoyons nos scénarios de croissance pour la société, à court et moyen termes : CA 2022 de 212,0 M€ (+20,0 % YoY) et CA 2023 de 233,5 M€ (+10,1 % yoy), alliés à des niveaux de résultat opérationnel de 36,7 M€ en 2022 et de 37,4 M€ en 2023.

Après mise à jour du WACC, l'actualisation des flux de trésorerie d'exploitation disponibles, avec un coût moyen pondéré des ressources de 14,56 %, valorise le titre à 22,05 € 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 (via l'entité Nacon), d'accessoires de téléphonie et de produits audio/vidéo.
2. Innelec Multimedia : société française spécialiste de la distribution de produits numériques multimédias (jeux vidéo, audio, etc).
3. Bang & Olufsen : groupe danois qui possède un savoir-faire reconnu dans la conception d'appareils audiovisuels haut de gamme (casques, enceintes bluetooth, enceintes, ...)

La valorisation par les comparables boursiers fait ressortir une valeur de 11,96 € par titre.

Notre objectif de cours, obtenu par la moyenne des méthodes DCF et Comparables Boursiers, ressort à 17,00 € par action, impliquant un upside de +40,8 % sur la valeur en tenant compte du cours de Guillemot à 12,08 € au 03 octobre 2022.

### Opinion Achat Fort.

## Synthèse et Opinion

### Guillemot entend poursuivre sa croissance

Conscient de sa capacité à croître et souhaitant conquérir de nouvelles parts de marché, Guillemot a accru significativement ses investissements en R&D, qui représentent désormais 6,6 M€ au bilan (+1,1 M€), pour accélérer le développement de ses gammes de produits et services, pour le compte de sa marque Thrustmaster, mais également pour ses produits Djing sous la marque Hercules.

Les perspectives de croissance exprimées par le management ne sont désormais plus chiffrées, en particulier en raison des incertitudes pesant sur la consommation des ménages en raison du contexte inflationniste actuel. Toutefois, Guillemot s'attend toujours à une croissance à la fois de sa top-line, mais aussi de son ROC. Sa top-line devrait en effet bénéficier de nouveaux produits permettant à Guillemot de toucher de nouveaux segments de prix, mais aussi de poursuivre sa croissance sur ses marchés de niche.

Guillemot prévoit ainsi un chiffre d'affaires de plus de 176,8 M€ (CA 21) pour 2022 (212,0 M€ estimés), ainsi qu'un ROC supérieur à 33 M€ (36,7 M€ estimés), soit un objectif supérieur à la guidance précédemment exprimé de 30 M€.

### Opinion Achat Fort avec un objectif de cours à 17,00 €

Bien que le contexte macroéconomique ne soit pas en faveur du divertissement (inflation, récession qui ne favorise pas les secteurs du divertissement, tensions logistiques persistantes), nous pensons que le positionnement de niche de Guillemot, ainsi que la pertinence de son offre (et de celle à venir) conjuguée aux efforts commerciaux entrepris permettront à l'entreprise de résister à cet environnement challenging tout en réalisant ses objectifs.

Après mise à jour de notre modèle, la valorisation de Guillemot ressort à 17,00 € par titre, soit un potentiel de +40,8 %. Opinion Achat Fort réitérée.

## Sommaire

---

1	Présentation de la société et commentaires sur les derniers résultats.....	4
1.1	Un positionnement qualitatif de niche .....	5
1.2	Commentaires sur les résultats du semestre.....	7
1.3	Des challenges à venir.....	8
2	Prévisions FY 2022.....	9
3	Valorisation .....	10
3.1	DCF .....	10
3.2	Comparables.....	12
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 In Extenso Financement & Marché.....	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 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 DJ, ...).

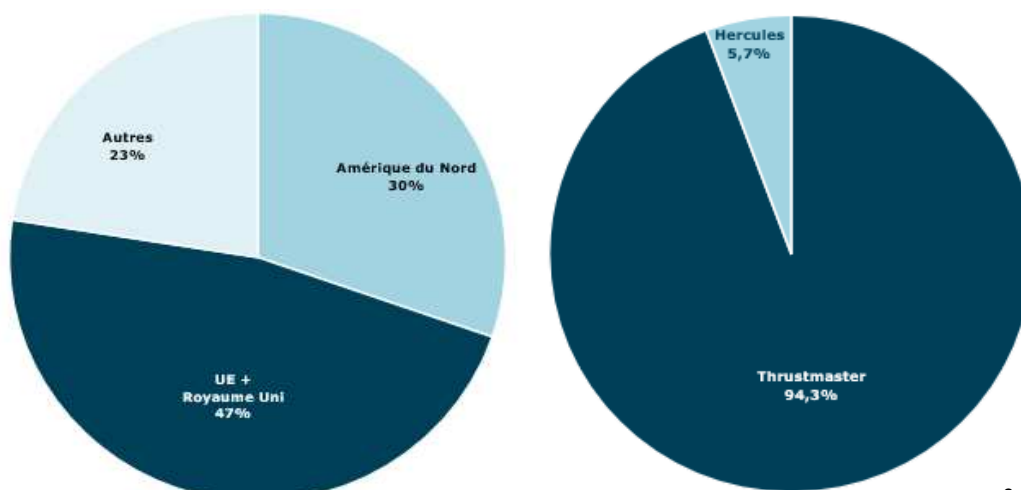
Au cours du premier semestre 2022, ce pôle a représenté environ 5,7 % du chiffre d'affaires consolidé, en dépit d'une progression tangible de l'activité de +51% sur la période. Pour mémoire, ce segment a fait l'objet, il y a quelques années, d'une forte évolution de son mix produit, caractérisé par l'abandon des ventes de hauts parleurs multimédias (au profit d'enceintes DJ) et de webcams. Aujourd'hui, les équipes de Recherche et Développement se concentrent à développer la gamme Djing du groupe afin de séduire les amateurs et professionnels de musique. Dans ce sens, le département présente une actualité encourageante, à l'image des partenariats signés en 2018 avec les tous premiers distributeurs américains de matériels de musique (Jam Industries / American Music and Sound et Sweetwater.com pour la vente en ligne), ou encore l'intégration à ses produits d'outils logiciels de type Djuced pour aider les utilisateurs dans leur apprentissage. En 2021, la société avait intégré à son logiciel le service *Streaming SoundCloud Go+* permettant aux utilisateurs de profiter de suggestions de morceaux présents sur l'ensemble du catalogue *SoundCloud Go+*.

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

Ce pôle, qui a représenté 94,3 % des revenus totaux du groupe au cours du premiers semestre 2022, a connu une croissance très importante de son activité (+ 38 %, pour atteindre 92,5 M€). Malgré un effet de base élevé et un contexte challengeant, la marque a en effet affiché une forte croissance grâce à une stratégie pertinente. Le groupe a su à la fois renouveler son offre, proposant son nouveau volant *Thrustmaster T248* sur PS4/PS5/PC mais aussi le *TCA Yoke Pack Boeing Edition*, offre vivement saluée par les fans et la critique. Les équipes opérationnelles de Guillemot ont, encore une fois et avec succès, mis en place une stratégie de stockage massif d'anticipation des livraisons qui ont permis au groupe d'enregistrer d'excellents chiffres ce semestre.

Par ailleurs, le très bon positionnement du groupe sur le segment du e-sport (partenaire des Le Mans Virtual Series 2022/23, de la Trackmania Cup, ...), dont le développement fulgurant ces dernières années, laisse présager un potentiel de croissance très intéressant. Cette nouvelle discipline devrait soutenir la vente de gammes de produits spécifiques add-on (volant haut de gamme, levier de vitesse, gamepad, manette), segment sur lequel Guillemot fait figure d'acteur incontournable, à l'image de sa position de quasi-leader sur le marché américain des volants de jeux vidéo.

Ventilation du chiffre d'affaires S1 2022 par zone géographique et par activité :



Source : Guillemot

Au cours de ce semestre, Guillemot a su accroître ses ventes, notamment en Asie-Pacifique et au Royaume-Uni, malgré une dynamique qui s'avère moins porteuse que lors des périodes précédentes. Dans le détail :

- Croissance du marché des volants en Europe de près de +13 % (69,6 M€ pour les 5 principaux pays – Source GfK, Guillemot), zone au sein de laquelle Thrustmaster présente une croissance de +33,8 % sur la période,
- Décroissance du marché des volants aux Etats-Unis de près de -15,6 % (44,8 M\$ – Source NPD Group Inc, Guillemot), région où Thrustmaster n'a décliné que de -5,6 %, ou encore
- Croissance de plus de 31 % du marché des joysticks aux Etats-Unis (14,5 M\$ – Source GfK, Guillemot), zone pour laquelle Guillemot est le numéro 1 avec sa marque Thrustmaster avec plus de 52 % de parts de marché.

On note à la fois la capacité de Guillemot à surperformer le marché des volants dans ses marchés adressés, mais également la nette contribution de Thrustmaster au chiffre d'affaires du S1 2022 (94,3 %) et par conséquent la nécessité aujourd'hui pour Guillemot d'investir sur les produits Hercules afin de rééquilibrer ses activités.

## 1.1 Un positionnement qualitatif de niche

### HERCULES : ERGONOMIE ET DESIGN

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

#### Produits Djing :



#### Musique numérique :



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

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

Hercules propose aussi son logiciel DJuced (Master) sur smartphone et tablette via la technologie Bluetooth, permettant à l'utilisateur de ne pas être obligé de rester derrière sa console pour mixer.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

- Grâce à son partenariat avec *Ferrari* pour le développement sous licences de volants pour jeu de course ;
- Au travers de son offre complète et haut de gamme de joysticks (*Hotas Warthog*) ;
- Mais surtout grâce au développement et à la commercialisation du volant haut de gamme *T-GT II* sous licences Sony et *GranTurismo*, appelé à devenir 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, PS4, PS5 et Xbox (regroupant les Xbox One et Series X/S).

Guillemot a ainsi acquis ces dernières années une forte expérience des accessoires de jeux pour gamers, acteurs qui constituent une cible de clientèle très exigeante, incitant la société à continuellement investir en R&D et ainsi maintenir un niveau de savoir-faire très élevé. Thrustmaster dispose ainsi, depuis plusieurs années, d'une gamme d'accessoires de jeu diversifiée et haut de gamme, véritablement à la pointe de l'innovation technologique (volants, manettes, joysticks, simulateurs de vol, casques audios gaming, etc.). De plus en plus, la société dispose d'écosystèmes produits complets adressant un univers, favorisant la valeur ajoutée apportée aux consommateurs, comme cela est le cas sur le Racing (volants + boîtes de vitesse + pédales + afficheurs) ou sur le Flying (joysticks + manettes + palonniers).

Thrustmaster est aujourd'hui le numéro 2 des volants pour consoles en Europe et en Amérique du Nord avec une gamme complète de volants sur les supports de jeu les plus répandus (PC, Xbox One, les Xbox Series S/X, PS4 et PS5) et ce, avec des catégories allant des produits d'entrée de gamme aux produits très haut de gamme.

### **L'offre de produits Thrustmaster :**



Grâce à sa position d'acteur incontournable (sur ses produits phares, les volants et les joysticks), le groupe dispose aux Etats-Unis d'une position de quasi-leader, étant respectivement numéro 2 et numéro 1 en valeur dans cette zone, 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 à technologie poussée (comme les volants à retour de force), 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, volants spécifiques), apportant un relai de croissance supplémentaire au segment.

## 1.2 Commentaires sur les résultats du semestre

### UNE ACTIVITE SEMESTRIELLE EXCEPTIONNELLE A 98,1 M€

Pour mémoire, au cours du premier semestre 2022, Guillemot avait annoncé avoir enregistré un CA de 98,1 M€, en hausse significative de + 39 % YoY, au-dessus de nos estimations (94,1 M€ estimés). Tout au long du semestre, et ce comme lors du dernier exercice fiscal, le groupe a su accroître son niveau de production et ses capacités logistiques pour garantir au consommateur un accès à ses produits, et ce malgré un environnement global exigeant, aussi bien au niveau de la production que de l'acheminement.

Dans le détail :

- **Thrustmaster**, contributeur majeur à l'activité du groupe, a enregistré sur la période un chiffre d'affaires de 92,5 M€ (+38 % YoY). Les activités ont été portées par les deux segments phares de la marque, à savoir le *Racing* et le *Flying* et les actualités les concernant. En effet, lors du premier trimestre 2022, la sortie du nouvel opus de la saga *Gran Turismo* a fortement dynamisé les ventes, en lien avec la sortie du volant *T-GT II* sous licence *Sony* et *Gran Turismo*. Au-delà de cette actualité, la marque a aussi vu paraître son volant phare *T248* sur les consoles *Microsoft Xbox Series S/X* et *Xbox One* sur le même trimestre. Au cours du second trimestre, la sortie du jeu *F1 22®* est aussi venu booster les ventes de volants et d'add-ons. En ce qui concerne le *Flying*, la sortie du film *Top Gun Maverick*, entraînant un nouveau DLC sur le jeu *Microsoft Flight Simulator*, dynamisant ainsi les ventes de joysticks aériens. Enfin, les produits gamepads (*eSwap Pro Controller* et son nouveau concept sous forme de modules) et la nouvelle *eSWAP Pro S Controller* continuent d'être largement salués par les critiques spécialisées mettant en avant la qualité et l'innovation apportée notamment via les nouveaux modules proposés.
- La marque **Hercules** a généré quant à elle un chiffre d'affaires de 5,6 M€, en hausse de +51 % YoY, mais sur la base d'une contribution qui reste plus limitée.

#### Ventilation du chiffre d'affaires semestriel 2022 par segment, en M€

En M€	S1 2021	S1 2022	Var. en %
Hercules	3,7	5,6	+51 %
Thrustmaster	66,8	92,5	+38 %
<b>Total</b>	<b>70,5</b>	<b>98,1</b>	<b>+39 %</b>

Source : Guillemot

### A ACTIVITE EXCEPTIONNELLE, RESULTATS EXCEPTIONNELS

Au titre de son premier semestre 2022, Guillemot a affiché un niveau de rentabilité opérationnelle exceptionnel, avec un ROC de 25,0 M€, en hausse de +88% YoY. L'effet volume d'activité a pleinement bénéficié aux résultats du groupe, la marge brute s'établissant à plus de 58 % du chiffre d'affaires, niveau supérieur au S1 2021 (54,8 %). Ce chiffre est d'autant plus impressionnant qu'au-delà des tensions logistiques et de l'inflation globale, le renforcement du dollar par rapport à l'euro ne fut pas favorable au groupe. Dans le même temps, les charges opérationnelles, bien qu'ayant augmenté du fait à la fois de la hausse des effectifs et des salaires (+20,9 % YoY), mais aussi du coût de production et d'acheminement des marchandises, sont restées sous contrôle et ont permis au groupe d'afficher une marge d'EBE de 28,9 % (contre 24,3 % au S1 21), représentant un EBE de 28,4 M€.

Au contraire du S1 21, le résultat financier du S1 2022 ressort à -0,9 M€, dont -0,5 M€ à la détention des titres Ubisoft, soit des pertes latentes bien inférieures à celles du S1 2021 (-8,8 M€ pour rappel). Toutefois, l'excellente tenue des activités opérationnelles du groupe permet à la société d'afficher un résultat net de 18,1 M€ (18,6 M€ hors impact Ubisoft).

Au niveau bilanciel, la société renforce de fait sa structure financière, au demeurant déjà très saine, avec des capitaux propres s'élevant au 30 juin 2022 à 105,7 M€. A cette même date, Guillemot affiche un endettement net négatif de -29,0 M€, et ce sans prendre en compte les VMP sur les titres Ubisoft (18,6 M€ au 30 juin 2022).

Sur la période, Guillemot a poursuivi sa stratégie d'anticipation des livraisons et de la demande, faisant ainsi encore un peu plus grossir son niveau de stocks, niveau élevé s'expliquant partiellement aussi par la sortie prochaine de plusieurs produits. Bien que les stocks augmentent, le niveau des créances clients est lui en baisse drastique par rapport au 31 décembre 2021 (-21,6 M€). La variation du besoin en fonds de roulement atteint ainsi -12,1 M€.

L'encaissement des créances clients amène un flux de trésorerie lié à l'opérationnel largement positif au S1 2022 à +33,6 M€, ce qui s'avère être supérieur aussi bien au ROC qu'au RNPG, démontrant une certaine solidité des résultats.

### Compte de résultat consolidé S1 2022, en M€

(en M€)	S1 2021	S1 2022
<b>Chiffre d'affaires</b>	<b>70,5</b>	<b>98,1</b>
% évolution	69,7%	39,3%
<b>Achats consommés</b>	<b>39,6</b>	<b>51,5</b>
% du CA	56,1%	52,5%
Variation des stocks et de matières premières	7,7	10,4
<b>Marge brute</b>	<b>38,6</b>	<b>57,0</b>
% du CA	54,8%	58,1%
<b>Charges de personnel</b>	<b>5,8</b>	<b>7,0</b>
% du CA	8,2%	7,1%
<b>Charges externes</b>	<b>11,5</b>	<b>14,7</b>
% du CA	16,3%	15,0%
Impôts et taxes	0,3	0,5
Autres produits et charges d'exploitation	-3,9	-6,5
<b>EBE</b>	<b>17,1</b>	<b>28,4</b>
% du CA	24,3%	28,9%
Dépréciation et amortissements	3,8	3,4
<b>Résultat opérationnel courant</b>	<b>13,3</b>	<b>25,0</b>
% du CA	18,9%	25,5%
Autres produits et charges opérationnelles	0,0	0,0
<b>Résultat opérationnel</b>	<b>13,3</b>	<b>25,0</b>
% du CA	18,9%	25,5%
Coût de l'endettement financier net	0,0	0,0
Autres produits et charges financiers	-9,2	-0,9
<b>Résultat financier</b>	<b>-9,3</b>	<b>-0,9</b>
<b>Résultat avant impôts des sociétés consolidées</b>	<b>4,0</b>	<b>24,1</b>
Impôts	0,3	6,0
<b>Résultat Net part du groupe</b>	<b>3,7</b>	<b>18,1</b>

Poursuite d'une croissance forte des deux pôles d'activités : Thrustmaster à +38 % Hercules à +51 %

Un niveau de Marge Brute qui progresse malgré un environnement de coûts challengeant

Hausse des charges externes en lien avec une hausse des dépenses en marketing (principalement liées au développement des ventes en e-commerce).

Effet volume jouant à plein sur la progression de la rentabilité, un ROC en hausse tangible

Un résultat financier impacté par les pertes latentes liées à la détention de titres Ubisoft (-0,5 M€).

Source : Guillemot

## 1.3 Des challenges à venir

### Un environnement macroéconomique défavorable à la consommation discrétionnaire

Ces derniers mois, du fait notamment de la politique ultra-accommodante des banques centrales durant la pandémie, mais aussi de la guerre en Ukraine, le monde était entré dans un cycle d'inflation qui semblait inarrêtable, forçant les différentes banques centrales à jouer les « pompiers ». Ces dernières ont ainsi mis en place des politiques dites « hawkish » (i.e. un resserrement monétaire), visant à combattre l'inflation « coûte que coûte » quitte à entraîner le monde dans un cycle de récession.



Aujourd'hui, les économistes s'accordent à dire que la récession sera un sujet d'actualité en 2023, et plus particulièrement en Europe. En effet, le vieux continent est extrêmement touché par la crise énergétique liée à la guerre en Ukraine, où la persistance de cette crise (de l'énergie) sera un driver d'un retournement plus ou moins rapide de cet environnement économique morose. Dans un cycle économique défavorable, le secteur de la consommation discrétionnaire (et donc celui des jeux vidéo) est souvent touché. Le bureau d'études *Ampere Games* a par exemple abaissé ses estimations de ventes de jeux pour 2022 à 188 milliards de dollars, entraînant une contraction du secteur de -1,2 %.

Toutefois, les sous-segments visés par Guillemot ont tendance à croître de manière forte, et Guillemot a plus particulièrement tendance à surperformer ses marchés même ceux à tendance baissière (comme aux USA sur les volants au S1 2022). Nous restons donc confiants dans la capacité de Guillemot à résister et à maintenir le cap dans ces eaux troubles.

## Des tensions logistiques persistantes

---

Comme évoqué dans nos précédentes notes, les tensions logistiques continuent à peser sur les producteurs de consoles et d'accessoires. Cela vient notamment amoindrir le potentiel du secteur, et pressurise les marges des acteurs. Toutefois, une certaine amélioration semble se dessiner pour ce qui concerne les frais d'acheminement, avec notamment une baisse relativement importante des coûts de transport des containers maritimes. Au milieu de ces turbulences, Guillemot a mobilisé toute son expertise et ses ressources pour parvenir à poursuivre à la fois les livraisons à ses clients, la sortie de nouveaux produits mais aussi sa feuille de route de croissance.

Le niveau des stocks de l'entreprise au 30 juin 2022 suggère que la société reste largement prête à être présente à la fois en rayon mais aussi en ligne (en lien avec les efforts soutenus du groupe pour asseoir sa présence sur les différentes marketplaces) lors des événements importants de cette fin d'année (Black Friday, Noël, sorties de jeux).

## 2 Prévisions FY 2022

---

Lors de la réunion de présentation des résultats semestriels 2022, le management, bien que ne donnant plus d'objectif précis de chiffre d'affaires et de résultat opérationnel courant, s'est montré toujours confiant quant à sa capacité à croître sur l'exercice, tant en termes de CA que de ROC. Pour rappel, l'objectif communiqué jusqu'alors était un CA supérieur à 200 M€ et un résultat opérationnel courant supérieur à 30 M€. Bien que la guidance devienne plus floue, sûrement en lien avec un marché des jeux vidéo en tension (lui-même en lien avec le climat de récession), nous restons confiants quant à la capacité de la société à croître de manière relativement importante.

En effet, au niveau de la topline, la société profitera de la sortie de nouveaux produits sur la fin de l'exercice, notamment certains d'entrée de gamme. Nous pensons que ces produits, du fait de leur prix attractif, permettront de limiter les effets de la récession et de l'inflation galopante sur la vente de produits Thrustmaster. Aussi, les efforts en termes de marketing et de présence commerciale notamment dans les magasins de grande consommation (Walmart, Best Buy par exemple) joueront en notre sens largement en faveur des produits d'entrée de gamme. Le line-up plus fourni sur la fin de l'exercice ainsi que les événements traditionnels de fin d'année viendront aussi, à notre sens, soutenir la croissance du volume d'affaires.

Nous prévoyons ainsi un CA FY 2022 de 212,0 M€, entraînant une croissance de +20 % YoY de la topline. La rentabilité opérationnelle du dernier semestre pourrait se voir quelque peu affectée par plusieurs éléments. Tout d'abord, le renforcement du dollar par rapport à l'euro devrait, comme pour beaucoup de sociétés comparables, impacter de manière négative la marge brute. Par ailleurs, du fait de la hausse des prix et des salaires, les charges opérationnelles, bien que dans une moindre mesure que le CA, vont aussi croître. Enfin, notons aussi qu'un mix produits plus en faveur de produits d'entrée de gamme est à prévoir sur le deuxième semestre, ce qui devrait impacter la rentabilité par produit vendu. Notre prévision de résultat opérationnel 2022 ressort à 36,7 M€, au-delà de la guidance exprimée par le management d'un ROC devant être en croissance, soit supérieur à 33 M€ (ROC FY 2021).

En marge 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

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

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

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

Par conséquent, sur la base d'un taux sans risque de 2,54 % (taux spot de l'OAT TEC 10 – source Agence France Trésor), d'une prime de marché 7,50 % (sources : Risk Premia et Fairness Finance, estimation Genesta), d'un beta de la société de 1,18 (source Damodaran), d'une prime de risque Small Caps de 3,20 % et d'un endettement financier net négatif au 31 décembre 2021 (absence de levier financier), le taux d'actualisation s'élève à 14,56 %.

Taux sans risque	Prime de risque	Beta	Prime Small Caps	Coût du capital	Coût de la dette	Levier financier	Taux d'impôts	WACC
2,54%	7,50%	1,18	3,20%	14,56%	1,8%	0,00%	26,0%	14,56%

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

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

<sup>3</sup> Part de la marge brute représentée par les 5 clients les plus importants.

## Calculs de FCF opérationnels

Avec un taux d'actualisation de 14,56 %, nous obtenons le tableau de flux de trésorerie disponible suivant (en M€) :

	2021	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E
Chiffre d'affaires	176,76	212,04	233,47	252,66	267,82	281,21	295,27	310,04	325,54	338,56	348,72
Excédent brut d'exploitation	39,68	44,53	49,26	54,99	57,19	58,91	60,67	62,49	64,37	65,66	66,97
Impôts (théorique)		10,69	11,91	13,36	13,81	14,12	14,47	14,88	15,33	15,63	15,97
Investissements	5,44	6,36	7,00	7,58	8,26	8,43	8,68	8,85	9,08	9,30	9,53
Variation de BFR		-13,66	-5,78	-2,00	-3,77	0,03	0,44	0,30	0,78	0,65	0,51
FCF opérationnels		41,14	36,12	36,05	38,88	36,33	37,08	38,46	39,19	40,07	40,95
FCF opérationnels actualisés		36,44	32,00	27,88	26,25	21,40	19,07	17,27	15,36	13,71	12,23

Source : estimations In Extenso Financement & Marché

Sur la période post prévisionnel, 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		221,59	69,4%
Période 11-20 ans	2,0%	63,94	20,0%
Taux de croissance à l'infini	1,5%	33,84	10,6%
<b>Total</b>		<b>319,37</b>	<b>100,0%</b>
dont valeur terminale		97,78	30,6%

Source : estimations In Extenso Financement & Marché

Ainsi, la valorisation d'entreprise de Guillemot ressort à 221,59 M€.

## Calcul de la valeur par action

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

FCF actualisés (2022-2031)	221,59
+ Valeur terminale actualisée	97,78
+ Titres financiers	12,76
+ Titres mis en équivalences	0,00
- Provisions	0,06
- Endettement financier net	-5
- Minoritaires	0,00
+ Reports déficitaires actualisés	0,00
= Valeur des Capitaux Propres pg	337,07
Nombre d'actions	15,29
<b>Valeur par action</b>	<b>22,05</b>

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 12,8 M€ (cours de bourse au 03 octobre 2022 de 28,75 €).

In fine, la méthode d'actualisation des flux de trésorerie disponibles (« Discounted Cash Flow ») fait ressortir une valeur par action de 22,05 € soit une potentielle appréciation de la valeur de +82,5 % par rapport au cours de clôture du 03 octobre 2022 de 12,08 €.

A titre informatif, le tableau de sensibilité de la valorisation en fonction du taux d'actualisation retenu et de la croissance à l'infini est le suivant (en €) :

		Taux de croissance à l'infini				
		0,5%	1,0%	1,5%	2,0%	2,5%
CMPC	8,8%	28,63	28,76	28,91	29,06	29,24
	9,3%	27,92	28,05	28,19	28,34	28,50
	14,6%	21,87	21,96	<b>22,05</b>	22,15	22,26
	10,3%	26,58	26,70	26,83	26,97	27,12
	10,8%	25,95	26,07	26,19	26,33	26,47

## 3.2 Comparables

### Choix des comparables

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

Ainsi, notre échantillon de comparables est composé de trois sociétés : Bigben Interactive, Innelec Multimedia et Bang & Olufsen.

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

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

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

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

	CA 22	CA 23	EBE 22	EBE 23	REX 22	REX 23	RN 22	RN 23
Bigben Interactive SA	400,0	425,3	90,7	102,3	55,9	64,8	32,0	37,0
Innelec Multimedia SA	141,5	150,1	4,2	4,5	2,5	2,7	1,4	2,0
Bang & Olufsen A/S	363,5	382,2	14,9	25,0	-7,4	2,0	-9,5	-0,6

Source : FactSet

	Capitalisation	Dette nette	Minoritaires	VE
Bigben Interactive SA	192,3	65,6	50,0	308,0
Innelec Multimedia SA	14,5	-9,6	0,0	4,9
Bang & Olufsen A/S	150,2	-14,1	0,0	136,1

Source : FactSet

## Valorisation

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

	VE/CA 22	VE/CA 23	VE/ EBE 22	VE/ EBE 23	VE/REX 22	VE/REX 23	PE 22	PE 23
<b>Bigben Interactive SA</b>	0,77	0,72	3,40	3,01	5,51	4,76	6,02	5,20
<b>Innelec Multimedia SA</b>	0,03	0,03	1,18	1,09	1,97	1,82	10,24	7,44
<b>Bang &amp; Olufsen A/S</b>	0,37	0,36	9,13	5,45	na	na	na	na
<b>Moyenne</b>	0,39	0,37	4,57	3,18	3,74	3,29	8,13	6,32
<b>Médiane</b>	0,37	0,36	3,40	3,01	3,74	3,29	8,13	6,32

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 22	CA 23	EBE 22	EBE 23	REX 22	REX 23	RN 22	RN 23
<b>Guillemot (MC)</b>	209,74	230,91	45,85	56,07	36,42	44,35	32,94	42,65
<b>Valorisation induite (MC)</b>	101,11	104,39	221,17	174,64	154,89	140,79	291,17	243,44
	97,17	100,92	168,98	166,02	154,89	140,79	291,17	243,44
<b>Valorisation moyenne (C/ action)</b>	6,60		11,95		9,67		17,49	

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 12,8 M€ au cours du 03 octobre 2022).

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 prime de taille de 4,7 % aux résultats évoqués précédemment.

Capitalisation moyenne des comparables	EUR	119,0	m
Capitalisation non corrigée de la société	EUR	174,7	m
Rapport des capitalisations		146,8%	
<b>Prime / Décote à appliquer</b>		<b>4,7%</b>	

Après application de la prime, nous obtenons les valorisations suivantes :

<b>Valorisation moyenne / action</b>	6,91	12,51	10,12	18,30
<b>Moyenne</b>	<b>11,96</b>			

La méthode des comparables bousiers fait ressortir une valeur par action comprise entre 6,91 € et 18,30 € par titre, avec une moyenne de 11,96 €, soit une potentielle dépréciation de la valeur de -1,0 % par rapport au cours de clôture du 03 octobre 2022 de 12,08 €.

## 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€)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>Chiffre d'affaires</b>	<b>120,62</b>	<b>176,76</b>	<b>212,04</b>	<b>233,47</b>	<b>252,66</b>
% évolution	98,1%	46,5%	20,0%	10,1%	8,2%
Marge Brute	62,81	96,15	116,25	123,74	133,91
% du CA	52,1%	54,4%	54,8%	53,0%	53,0%
Charges de personnel	11,00	12,83	15,97	18,00	18,00
% du CA	9,1%	7,3%	7,5%	7,7%	7,1%
<b>Charges externes</b>	<b>17,55</b>	<b>31,37</b>	<b>40,29</b>	<b>39,00</b>	<b>42,00</b>
% du CA	14,6%	17,7%	19,0%	16,7%	16,6%
<b>Excédent brut d'exploitation</b>	<b>26,07</b>	<b>39,68</b>	<b>44,53</b>	<b>49,26</b>	<b>54,99</b>
% évolution	ns	52,2%	12,2%	10,6%	11,6%
% du CA	21,6%	22,4%	21,0%	21,1%	21,8%
<b>Résultat opérationnel</b>	<b>23,08</b>	<b>33,00</b>	<b>36,68</b>	<b>37,41</b>	<b>42,17</b>
% évolution	ns	43,0%	11,1%	2,0%	12,7%
% du CA	19,1%	18,7%	17,3%	16,0%	16,7%
<b>Résultat financier</b>	<b>-0,27</b>	<b>-0,11</b>	<b>-0,05</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>
<b>Résultat courant avant impôts</b>	<b>22,81</b>	<b>32,89</b>	<b>36,63</b>	<b>37,41</b>	<b>42,17</b>
<b>Impôts (après utilisation déficits reportables)</b>	<b>0,70</b>	<b>2,89</b>	<b>3,00</b>	<b>1,50</b>	<b>1,50</b>
<b>Résultat Net part du groupe</b>	<b>29,78</b>	<b>13,71</b>	<b>30,63</b>	<b>35,71</b>	<b>40,47</b>
% évolution	ns	-54,0%	123,4%	16,6%	13,3%
% du CA	24,7%	7,8%	14,4%	15,3%	16,0%
Intérêts minoritaires	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>Résultat Net part du groupe retraité</b>	<b>22,12</b>	<b>30,00</b>	<b>33,63</b>	<b>35,71</b>	<b>40,47</b>
% du CA	18,3%	17,0%	15,9%	15,3%	16,0%

Poursuite de la hausse d'activité, la demande restant soutenue et la capacité de Guillemot à adresser ses marchés croît du fait notamment de ses efforts commerciaux.

Une marge opérationnelle pressurisée par un environnement inflationniste et incertain

Résultats nets profitant d'un résultat opérationnel maîtrisé et croissant

### 4.2 Bilan – principaux agrégats

Au 31/12 (en M€)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Immobilisations incorporelles	15,43	16,18	16,18	16,18	16,18
Goodwill	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Immobilisations corporelles	4,50	5,18	5,45	5,80	5,80
Immobilisations financières	0,45	0,47	0,47	0,47	0,47
<b>BFR</b>	<b>3,58</b>	<b>39,93</b>	<b>26,28</b>	<b>20,50</b>	<b>18,50</b>
% du CA	3,0%	22,6%	12,4%	8,8%	7,3%
Dettes financières	10,87	6,87	3,87	3,80	3,80
Trésorerie	29,02	12,03	60,80	92,13	124,84
<b>Endettement net (hors VMP)</b>	<b>-18,15</b>	<b>-5,16</b>	<b>-56,93</b>	<b>-88,33</b>	<b>-121,04</b>

Des besoins en fonds de roulement en diminution progressive du fait, au cours des prochaines années, de la baisse des tensions logistiques

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

Au 31/12 (en M€)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>CAF</b>	<b>25,11</b>	<b>36,68</b>	<b>41,48</b>	<b>47,56</b>	<b>53,29</b>
Investissements	3,55	5,44	6,36	7,00	7,58
% du CA	2,9%	3,1%	3,0%	3,0%	3,0%
Variation du BFR	-11,61	36,35	-13,66	-5,78	-2,00
<b>Flux de trésorerie d'exploitation net</b>	<b>33,18</b>	<b>-5,11</b>	<b>48,77</b>	<b>46,33</b>	<b>47,71</b>

Un flux de trésorerie net profitant de la profitabilité des investissements menés par le groupe

Données « Résultat Net part du groupe retraité » présentées hors prise en compte des plus ou moins-values sur les titres Ubisoft détenus.

#### 4.4 Ratios financiers

Au 31/12 (en M€)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>Bénéfice net par action (hors impact Ubisoft)</b>	<b>1,45</b>	<b>1,96</b>	<b>2,20</b>	<b>2,34</b>	<b>2,65</b>
% évolution	ns	35,6%	12,1%	6,2%	13,3%
<b>Capitalisation boursière</b>	<b>102,73</b>	<b>184,67</b>	<b>184,67</b>	<b>184,67</b>	<b>184,67</b>
Valeur d'entreprise	84,57	179,51	127,74	96,34	63,63
<b>P/E retraité</b>	<b>4,64</b>	<b>6,16</b>	<b>5,49</b>	<b>5,17</b>	<b>4,56</b>
P/CF	4,09	5,03	4,45	3,88	3,47
Market to Book	1,29	2,32	2,04	1,53	1,14
<b>VE / CA</b>	<b>0,70</b>	<b>1,02</b>	<b>0,60</b>	<b>0,41</b>	<b>0,25</b>
<b>VE / EBE</b>	<b>3,24</b>	<b>4,52</b>	<b>2,87</b>	<b>1,96</b>	<b>1,16</b>
<b>VE / ROP</b>	<b>3,66</b>	<b>5,44</b>	<b>3,48</b>	<b>2,58</b>	<b>1,51</b>
<b>EBE / CA</b>	<b>21,6%</b>	<b>22,4%</b>	<b>21,0%</b>	<b>21,1%</b>	<b>21,8%</b>
<b>ROC / CA</b>	<b>19,1%</b>	<b>18,7%</b>	<b>17,3%</b>	<b>16,0%</b>	<b>16,7%</b>
<b>Résultat net / CA</b>	<b>24,7%</b>	<b>7,8%</b>	<b>14,4%</b>	<b>15,3%</b>	<b>16,0%</b>
<b>Gearing</b>	<b>-22,8%</b>	<b>-6,5%</b>	<b>-63,0%</b>	<b>-73,0%</b>	<b>-74,9%</b>
<b>Capitaux engagés</b>	<b>23,95</b>	<b>61,76</b>	<b>48,37</b>	<b>42,95</b>	<b>40,95</b>
<b>RCE (après utilisation déficits reportables)</b>	<b>93,4%</b>	<b>48,8%</b>	<b>69,6%</b>	<b>83,6%</b>	<b>99,3%</b>
<b>Rentabilité des Fonds Propres</b>	<b>37,4%</b>	<b>17,2%</b>	<b>33,9%</b>	<b>29,5%</b>	<b>25,1%</b>



## 5 Avertissements importants

### 5.1 Définition des opinions et objectifs de cours de In Extenso Financement & Marché

Les opinions mentionnées par In Extenso Financement & Marché traduisent la performance absolue attendue, à un horizon compris entre 6 et 12 mois, pour chaque valeur considérée, et ce, en monnaie locale.

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

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

### 5.2 Détection de conflits d'intérêts potentiels

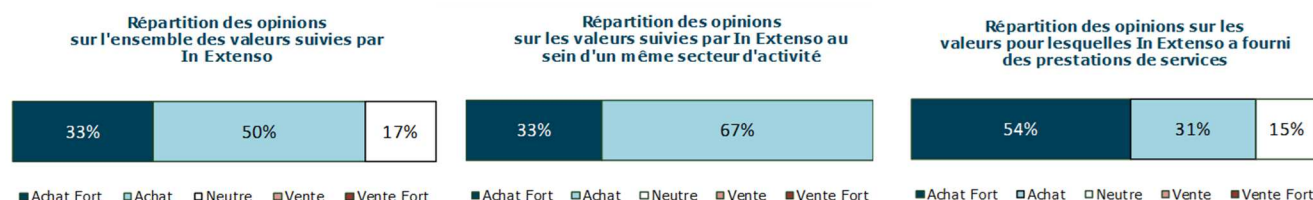
Participation de l'analyste, de In Extenso et/ou de ses salariés au capital de l'émetteur	Participation de l'émetteur au capital de In Extenso	Autres intérêts financiers importants entre l'émetteur et In Extenso	Existence d'un contrat de teneur de marché ou d'apporteur de liquidité entre l'émetteur et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

En qualité d'Analyste Financier Indépendant au sens du Règlement Général de l'AMF, In Extenso se réfère aux modalités administratives et organisationnelles définies par la profession, en particulier dans le respect des best practices et en matière de gestion des conflits d'intérêts. Des procédures spécifiques strictes définissent le fonctionnement interne des activités d'analyse financière au sein de In Extenso. Des informations supplémentaires peuvent être obtenues sur simple demande écrite adressée à la société In Extenso 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
4 octobre 2022	Etude Semestrielle <b>Achat Fort</b>	<b>17,00 €</b>
1 <sup>er</sup> août 2022	Flash Valeur <b>Achat Fort</b>	<b>19,70 €</b>
5 juillet 2022	Note sectorielle <b>Achat Fort</b>	<b>19,65 €</b>
2 mai 2022	Flash Valeur <b>Achat Fort</b>	<b>19,30 €</b>
30 mars 2022	Etude Annuelle <b>Achat Fort</b>	<b>19,60 €</b>
31 janvier 2022	Flash Valeur <b>Achat Fort</b>	<b>26,50 €</b>
2 novembre 2021	Flash Valeur <b>Achat Fort</b>	<b>24,50 €</b>

### 5.4 Répartition des opinions



## 5.5 Avertissement complémentaire

---

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

Cette publication a été rédigée par In Extenso 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 In Extenso Financement & Marché, 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, In Extenso Financement & Marché 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 In Extenso Financement & Marché 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 In Extenso Financement & Marché 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 In Extenso Financement & Marché de façon indépendante, conformément à la déontologie et aux règles de la profession.

Cette publication reste la propriété de In Extenso Financement & Marché et ne peut être reproduite ou diffusée sans autorisation préalable de In Extenso Financement & Marché.