

Date de première diffusion : 30 mars 2022

## Guillemot

### Une année 2021 sur les chapeaux de roues !

#### 2021 : marché challenging mais toujours croissant

L'année 2021 marque, du fait d'une base de comparaison très élevée pour Guillemot (CA +98,1 % YoY vs. 2020), mais aussi en raison d'une actualité éditoriale relativement faible, une année charnière pour le groupe. Guillemot a en effet relevé les défis propres à son secteur d'activité pour afficher des résultats 2021 historiques : CA 2021 en hausse de +47 % à 176,8 M€. Tout au long de l'année, 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. Malgré une actualité éditoriale faible, notamment au niveau des jeux automobile, le groupe a su poursuivre sa trajectoire de croissance grâce à son mix produits pertinent et diversifié.

Le secteur du jeu vidéo en 2021 fut en effet challengé par les conséquences de la récente pandémie : calendrier des sorties de jeux plutôt faible du fait de la baisse de productivité des maisons d'édition (travail à distance, décalage de certains titres majeurs), tensions logistiques entraînant des difficultés d'approvisionnements en composants nécessaires aux acteurs positionnés sur le hardware.

#### Perspectives attractives pour 2022

L'année 2022, en lien avec une actualité éditoriale plus dense et des livraisons plus importantes, devrait selon nous afficher une croissance tangible du secteur du jeu vidéo. Cette croissance sera, selon nos estimations, portée par le digital ainsi que le développement rapide du cloud gaming.

Guillemot a réitéré sa guidance d'un CA > 200 M€ et prévoit un résultat opérationnel > 30 M€. Par comparaison, nous attendons un CA 2022 à 209,7 M€ et un ROC de 36,4 M€.

#### Niveau de rentabilité exceptionnel en 2021

Guillemot a affiché un niveau de rentabilité opérationnelle exceptionnel, avec un ROC de 33,0 M€, en hausse de +74 % YoY. L'effet volume d'activité a pleinement bénéficié aux résultats du groupe, la marge brute s'établissant à plus de 54 % du chiffre d'affaires, niveau supérieur à 2020 (52,1 %). Dans le même temps, les charges opérationnelles, bien qu'ayant augmenté du fait à la fois de la hausse des effectifs (+18 %) et donc des salaires, 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 22,4 % (contre 21,6 % en 2020), représentant un EBE de 39,7 M€.

Malgré le résultat financier négatif (-16,4 M€ dû à une perte latente de 15,9 M€ sur les titres Ubisoft en portefeuille), le résultat net affiche un niveau de 13,7 M€, et un dividende de 0,25 € / action devrait être voté prochainement.

#### Driver de croissance intact : Achat Fort réitéré !

Suite à cette publication, nous revoyons nos scénarios de croissance pour les exercices à venir (BPA 2022<sup>e</sup> à 2,15 € vs. 2,53 €), tenant compte du volontarisme exprimé par le management et des perspectives très favorables du marché du Gaming qui reste le driver de la valeur.

Nous conservons notre optimisme quant à la valeur. Nous ajustons à la baisse notre TP, qui ressort désormais à 19,60 € / titre (vs. 26,50 €) après ajustement du taux sans risque (hausse de l'OAT 10 ans) et de la prime de risque. Opinion Achat Fort maintenue sur la valeur.

#### Guillaume ANOMAN

Analyste Financier

guillaume.anoman@inextenso-finance.fr

06 47 25 53 79

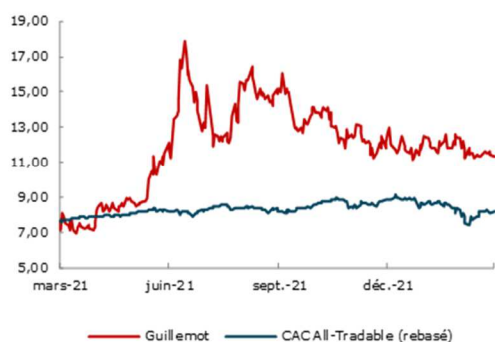
<b>Opinion</b>	<b>1. Achat Fort</b>
Cours (clôt. au 28 mars 2022)	14,24 €
Objectif de cours	19,60 € (+37,6 %)

#### Données boursières

Code Reuters / Bloomberg	GTCN.PA / GUI:FP
Capitalisation boursière	217,7 M€
Valeur d'entreprise	212,5 M€
Flottant	65,81 M€ (30,2 %)
Nombre d'actions	15 287 480
Volume quotidien	483 313 €
Taux de rotation du capital (1 an)	32,64%
Plus Haut (52 sem.)	16,54 €
Plus Bas (52 sem.)	11,18 €

#### Performances

Absolute	1 mois	6 mois	12 mois
	10,2%	16,0%	-9%



#### Actionnariat

Flottant : 30,2 % ; Guillemot Brothers & Co : 69,5 % ; Autocontrôle : 0,28 %

#### Agenda

CA T1 2021 publié le 28 avril 2022

#### Chiffres Clés

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
CA (M€)	120,6	176,8	209,7	230,9	249,8
Evolution (%)	98,1%	46,5%	18,7%	10,1%	8,2%
EBE (M€)	26,1	39,7	45,9	56,1	62,3
ROP (M€) **	23,1	33,0	25,53/	44,4	49,7
Marge op. (%)	19,1%	18,7%	17,4%	19,2%	19,9%
Res. Net. Pg (M€) *	22,1	30,0	32,9	42,7	48,0
Marge nette (%) *	18,3%	17,0%	15,7%	18,5%	19,2%
BPA *	1,45	1,96	2,15	2,79	3,14

\* 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

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

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
VE / CA	0,7	1,2	0,8	0,5	0,3
VE / EBE	3,2	5,4	3,5	2,2	1,3
VE / ROP	3,7	6,4	4,4	2,7	1,6
P / E *	4,6	7,3	6,6	5,1	4,5
Gearing (%)	-23%	-6%	-64%	-80%	-81%
Dette nette / EBI	-0,7	-0,1	-1,3	-1,7	-2,2
RCE (%)	93%	49%	68%	100%	118%

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 [www.genesta-finance.com](http://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 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 (baisse de 16 % au cours du dernier mois).

### Opportunités

- Fort déploiement des consoles de nouvelle génération (Xbox Series & PS5) conjugué à la sortie de *Gran Turismo 7*
- 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'activité significatif sur les produits de la marque Hercules

## Méthode de valorisation

### DCF

Suite à cette publication des résultats 2021 et au regard de la confiance exprimée par le management, nous revoyons nos scénarios de croissance pour la société, à court et moyen termes : CA 2022 de 209,7 M€ (+18,7 % YoY) et CA 2023 de 230,9 M€ (+10,1 % yoy), alliés à des niveaux de résultat opérationnel de 36,4 M€ en 2022 et de 44,4 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 13,00 %, valorise le titre à 25,53 € 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) et de produits audio.
- 2) Innelec Multimedia : société française spécialiste de la distribution de produits numériques multimédias (jeux vidéo, audio, etc).
- 3) Bang & Olufsen : groupe danois qui possède un savoir-faire reconnu dans la conception d'appareils audiovisuels haut de gamme (casques, enceintes bluetooth, enceintes, ...)

La valorisation par les comparables boursiers fait ressortir une valeur de 13,67 € par titre.

Notre objectif de cours, obtenu par la moyenne des méthodes DCF et Comparables Boursiers, ressort à 19,60 € par action, impliquant un upside de +37,6 % sur la valeur en tenant compte du cours de Guillemot à 14,24 € au 28 mars 2022.

### Opinion Achat Fort.

## Synthèse et Opinion

### Guillemot entend accompagner ses marchés adressés

Tenant compte des accélérations majeures en cours pour l'industrie du jeu vidéo, Guillemot va accroître significativement ses investissements (6,5 M€ investis en R&D en 2021) 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 mises au jour au travers de la performance enregistrée au cours de l'exercice 2021 rendent le management de Guillemot conscient du potentiel de croissance à moyen terme pour ses deux pôles d'activités.

Guillemot met ainsi en avant une guidance de chiffre d'affaires de plus de 200 M€ pour 2022, soit d'ores et déjà une croissance envisagée substantielle de près de +13 %, considérant les efforts consentis en 2021 sur ses capacités de production, la multiplication des réseaux de distribution adressés, mais aussi un meilleur calendrier éditorial.

### Un nouveau profil de rentabilité opérationnelle

Lors de la présentation de ses résultats 2021, Guillemot a démontré le levier opérationnel possible sur ses activités, avec un niveau de ROC 2021 correspondant à plus de 18,5 % de son chiffre d'affaires.

Le groupe ayant largement travaillé sur ses capacités d'approvisionnement et de production tout en ayant clairement défini sa stratégie de distribution (choix pertinent des canaux), nous considérons que Guillemot sera à l'avenir à même d'afficher des taux de marge opérationnelle s'approchant des 20 %.

### Opinion Achat Fort avec un objectif de cours à 19,60 €

Après mise à jour de notre modèle, la valorisation de Guillemot ressort à 19,60 € par titre, soit un potentiel de +37,6 %. 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 annuels 2021 .....	7
1.3	Un environnement de marché challengeant mais toujours en croissance.....	8
2	Prévisions 2022 .....	10
3	Valorisation .....	11
3.1	DCF.....	11
3.2	Comparables.....	13
4	Synthèse des comptes .....	16
4.1	Compte de résultats simplifié.....	16
4.2	Bilan – principaux agrégats .....	16
4.3	Tableau des flux de trésorerie – principaux agrégats.....	16
4.4	Ratios financiers .....	17
5	Avertissements importants.....	18
5.1	Définition des opinions et objectifs de cours de In Extenso Financement & Marché .....	18
5.2	Détection de conflits d'intérêts potentiels .....	18
5.3	Historique des opinions et objectifs de cours relatifs à la valeur au cours des 12 derniers mois.....	18
5.4	Répartition des opinions.....	18
5.5	Avertissement complémentaire .....	19

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

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

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

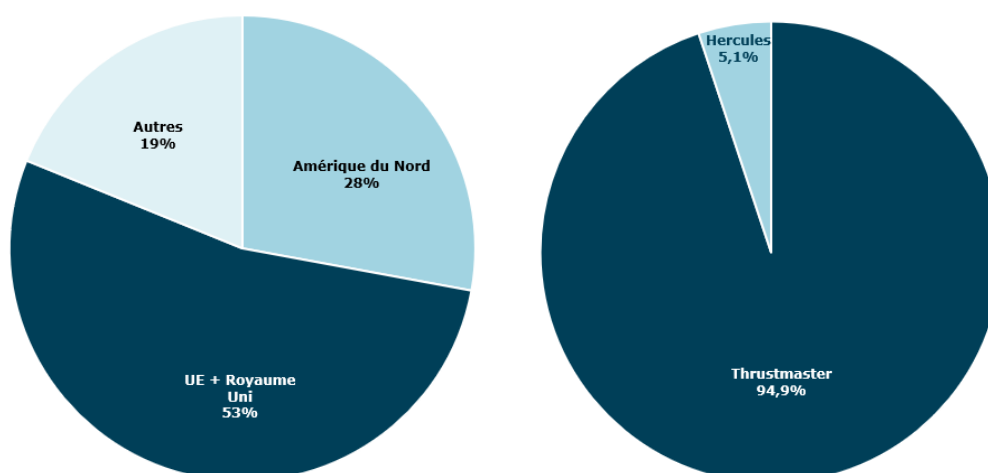
Au cours de l'exercice 2021, ce pôle a représenté environ 5,1 % du chiffre d'affaires consolidé, en dépit d'une progression tangible de l'activité de +13 % sur la période. Pour mémoire, ce segment a fait l'objet, il y a quelques années, d'une forte évolution de son mix produit, caractérisé par l'abandon des ventes de hauts parleurs multimédias et de webcams. 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 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.

- **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 94,9 % des revenus totaux du groupe au cours de l'année 2021, a connu une croissance très importante de son activité (+ 49 %, pour atteindre 167,8 M€ en 2021). Malgré un effet de base élevé, 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, avec succès, mis en place une stratégie de stockage massif et de préacheminement des marchandises qui ont permis au groupe d'enregistrer d'excellents chiffres au dernier trimestre 2021.

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

Ventilation du chiffre d'affaires 2021 par zone géographique et par activité :



Source : Guillemot

Au cours de l'année 2021, Guillemot a pu bénéficier de marchés très porteurs sur ses produits phares :

- Croissance du marché des volants en Europe de près de 33 % (158 M€ pour les 5 principaux pays – Source GfK, Guillemot), zone au sein de laquelle le groupe présente des parts de marchés de près de 28 %,

- Croissance du marché des volants aux Etats-Unis de près de 78 % (123 M\$ – Source NPD Group Inc, Guillemot), région où Thrustmaster approche les 30 % de parts de marché, ou encore
- Croissance de plus de 31 % du marché des joysticks en Europe (28 M€ pour 5 principaux pays – Source GfK, Guillemot), zone pour laquelle Guillemot est le numéro 1 avec sa marque Thrustmaster avec plus de 60 % de parts de marché.

On note également la nette contribution de Thrustmaster au chiffre d'affaires 2021 (94,9 %) et par conséquent la nécessité aujourd'hui pour Guillemot d'investir sur les produits Hercules afin de rééquilibrer ses activités.

## 1.1 Un positionnement qualitatif de niche

### HERCULES : ERGONOMIE ET DESIGN

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

#### Produits Djing :



#### Musique numérique :



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

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

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

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

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

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

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



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

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

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

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

- Grâce à son partenariat avec *Ferrari* pour le développement sous licences de volants pour jeu de course ;
- Au travers de son offre complète et haut de gamme de joysticks (*Hotas Warthog*) ;
- Mais surtout grâce au développement et à la commercialisation du volant haut de gamme *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 consolistes, 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 1 des volants pour consoles en Europe et en Amérique du Nord avec une gamme complète de volants sur les supports de jeu les plus répandus (PC, Xbox One et prochainement 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 leader incontesté, avec des parts de marché en valeur de l'ordre de 30 % et à 70 % respectivement), Thrustmaster est idéalement placé afin de profiter de la croissance de ce secteur demandeur d'accessoires de plus en plus performants et hauts de gamme, et ce sur la base d'une activité de plus en plus récurrente.

Les gamers passionnés de *e-sport* privilégient des accessoires haut de gamme 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 annuels 2021

### UNE ACTIVITE ANNUELLE 2021 EXCEPTIONNELLE A 176,8 M€

Pour mémoire, au cours de l'année 2021, Guillemot avait annoncé avoir enregistré un CA de 176,8 M€, en hausse significative de + 47 % YoY et bien au-dessus de nos estimations (162,2 M€ estimés). Tout au long de l'année, 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. Malgré une actualité éditoriale faible au niveau des jeux de simulation automobile, le groupe a su poursuivre sa trajectoire de croissance grâce à son mix produits pertinent et diversifié.

Dans le détail :

- **Thrustmaster**, contributeur majeur à l'activité du groupe, a enregistré sur l'exercice un chiffre d'affaires de 167,8 M€ (+49 % yoy), avec en particulier une croissance de +69 % YoY au dernier trimestre 2021 avec 62,4 M€ de chiffre d'affaires. Les activités ont été portées par les deux segments phares de la marque, à savoir le *Racing* et le *Flying*. Les efforts de la marque dans le développement de nouveaux produits ont effectivement été récompensés. Les gammes précédentes ont poursuivi sur leurs trajectoires de ventes, et les nouveaux produits de la marque ont connu un lancement réussi, notamment le volant T248 sur PS5 ainsi que le nouveau yoke signé sous licence *Boeing*<sup>®</sup>. Enfin, les produits gamepads (*Eswap Pro Controller* et son nouveau concept sous forme de modules) continuent d'être largement salués par les critiques spécialisées mettant en avant la qualité et l'innovation apportée.
- La marque **Hercules** a généré quant à elle un chiffre d'affaires de 9,0 M€, en hausse de +13 %, mais sur la base d'une contribution qui reste plus limitée.

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

En M€	2020	2021	Var. en %
Hercules	8,0	9,0	+13 %
Thrustmaster	112,6	167,8	+49 %
<b>Total</b>	<b>120,6</b>	<b>176,8</b>	<b>+47 %</b>

Source : Guillemot

### A ACTIVITE EXCEPTIONNELLE, RESULTATS EXCEPTIONNELS

Au titre de son exercice 2021, Guillemot a affiché un niveau de rentabilité opérationnelle exceptionnel, avec un ROC de 33,0 M€, en hausse de +74 % YoY. L'effet volume d'activité a pleinement bénéficié aux résultats du groupe, la marge brute s'établissant à plus de 54 % du chiffre d'affaires, niveau supérieur à 2020 (52,1 %). Dans le même temps, les charges opérationnelles, bien qu'ayant augmenté du fait à la fois de la hausse des effectifs (+18 %), et donc des salaires, 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 22,4 % (contre 21,6 % en 2020), représentant un EBE de 39,7 M€.

Au contraire de 2020, le résultat financier de l'année 2021 ressort à -16.4 M€, entaché par les pertes latentes liées à la détention des titres Ubisoft. Mais l'excellente tenue des activités opérationnelles du groupe permet à la société d'afficher un résultat net de 13,7 M€ (30,0 M€ hors impact Ubisoft, contre 32,5 M€ estimés).

Sur la base de ces excellents résultats, il sera proposé à la prochaine assemblée générale la distribution d'un dividende de 0,25 € par action.

Au niveau bilanciel, la société renforce de fait sa structure financière, au demeurant déjà très saine, avec des capitaux propres s'élevant au 31 décembre 2021 à 90,4 M€. A cette même date, Guillemot affiche un endettement net négatif de -5,2 M€, et ce sans prendre en compte les VMP sur les titres Ubisoft (19,1 M€ au 31 décembre 2021).

Sur l'exercice, le groupe anticipant de nouvelles tensions logistiques a accru de manière significative ses stocks. Ainsi, la variation du besoin en fonds de roulement atteint +36,7 M€ (où les stocks varient de +20,3 M€). Pour autant, les stocks, bien qu'ayant fortement augmenté, représentent au 31 décembre 2021 un niveau de 84,5 jours de CA, soit un indicatif relativement faible comparé à 2019 (128,3 jours). Du fait de cette variation importante, le flux de trésorerie lié à l'opérationnel apparaît négatif en 2021 à -4,0 M€.

**Compte de résultat consolidé FY 2021, en M€**

(en M€)	2020	2021
<b>Chiffre d'affaires</b>	<b>120,6</b>	<b>176,8</b>
% évolution	98,1%	46,5%
<b>Achats consommés</b>	<b>59,7</b>	<b>102,4</b>
% du CA	49,5%	57,9%
Variation des stocks et de matières premières	1,8	21,8
<b>Marge brute</b>	<b>62,8</b>	<b>96,1</b>
% du CA	52,1%	54,4%
<b>Charges de personnel</b>	<b>11,0</b>	<b>12,8</b>
% du CA	9,1%	7,3%
<b>Charges externes</b>	<b>17,6</b>	<b>31,4</b>
% du CA	14,6%	17,7%
Impôts et taxes	0,8	0,7
Autres produits et charges d'exploitation	-7,4	-11,6
<b>EBE</b>	<b>26,1</b>	<b>39,7</b>
% du CA	21,6%	22,4%
Dépréciation et amortissements	7,1	6,7
<b>Résultat opérationnel courant</b>	<b>19,0</b>	<b>33,0</b>
% du CA	15,7%	18,7%
Autres produits et charges opérationnelles	4,1	0,0
<b>Résultat opérationnel</b>	<b>23,1</b>	<b>33,0</b>
% du CA	19,1%	18,7%
Coût de l'endettement financier net	-0,1	-0,1
Autres produits et charges financiers	7,7	-16,3
<b>Résultat financier</b>	<b>7,5</b>	<b>-16,4</b>
<b>Résultat avant impôts des sociétés consolidées</b>	<b>30,6</b>	<b>16,6</b>
Impôts	0,7	2,9
<b>Résultat Net part du groupe</b>	<b>29,9</b>	<b>13,7</b>

Poursuite d'une croissance forte des deux pôles d'activités : Thrustmaster à +49 % Hercules à +13 %

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 et en R&D non immobilisées notamment

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 (-15,9 M€ en 2021)

Source : Guillemot

### 1.3 Un environnement de marché challengeant mais toujours en croissance

#### Une croissance du Gaming freinée par les conséquences de la pandémie

Après une année 2020 extrêmement dynamique, poussée par les consommateurs contraints par les confinements successifs, l'année 2021 a su confirmer la tendance à la hausse du marché du jeu vidéo, bien qu'ayant logiquement crû dans une moindre mesure qu'en 2020.

Le marché fut en effet challengé cette année par les conséquences, après en avoir l'an dernier reçu les fruits, de la récente pandémie. L'actualité éditoriale fut en effet limitée du fait des mesures de travail à distance des équipes de développement qui ont diminué leur productivité.

Outre ce calendrier de sorties relativement limité, le secteur fut aussi placé sous contraintes en raison des tensions sur la chaîne logistique. Les nouvelles consoles Playstation 5 et Xbox Series X/S, bien que vendues à hauteur d'environ 12,5 et 8 millions d'exemplaires estimés respectivement en 2021, n'ont pas pu être produites à hauteur de la demande que le marché mettait en avant, en témoignent les ruptures de stocks à chaque réapprovisionnement. Bien que ces tensions devraient perdurer jusqu'en 2023, l'année 2022 devrait marquer le début d'une accélération des livraisons de ces nouvelles consoles, entraînant un renouvellement des équipements disponibles entre les mains des consommateurs et donc des produits accessoires correspondants.

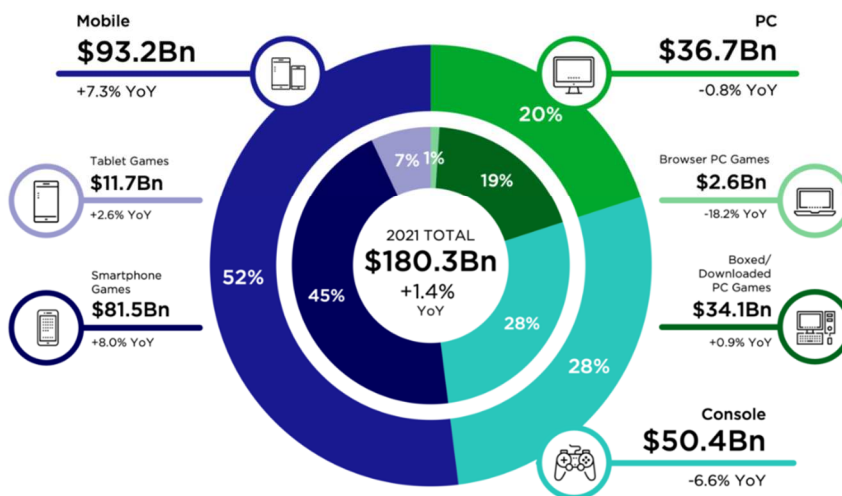
Malgré ces vents contraires, le marché mondial du jeu vidéo a su, au niveau mondial, croître pour afficher sur l'année, et ce malgré une base de comparaison élevée, une croissance estimée de +1,4 % YoY à 180,3 Mds USD.





## 2021 Global Games Market

Per Device & Segment With Year-on-Year Growth Rates



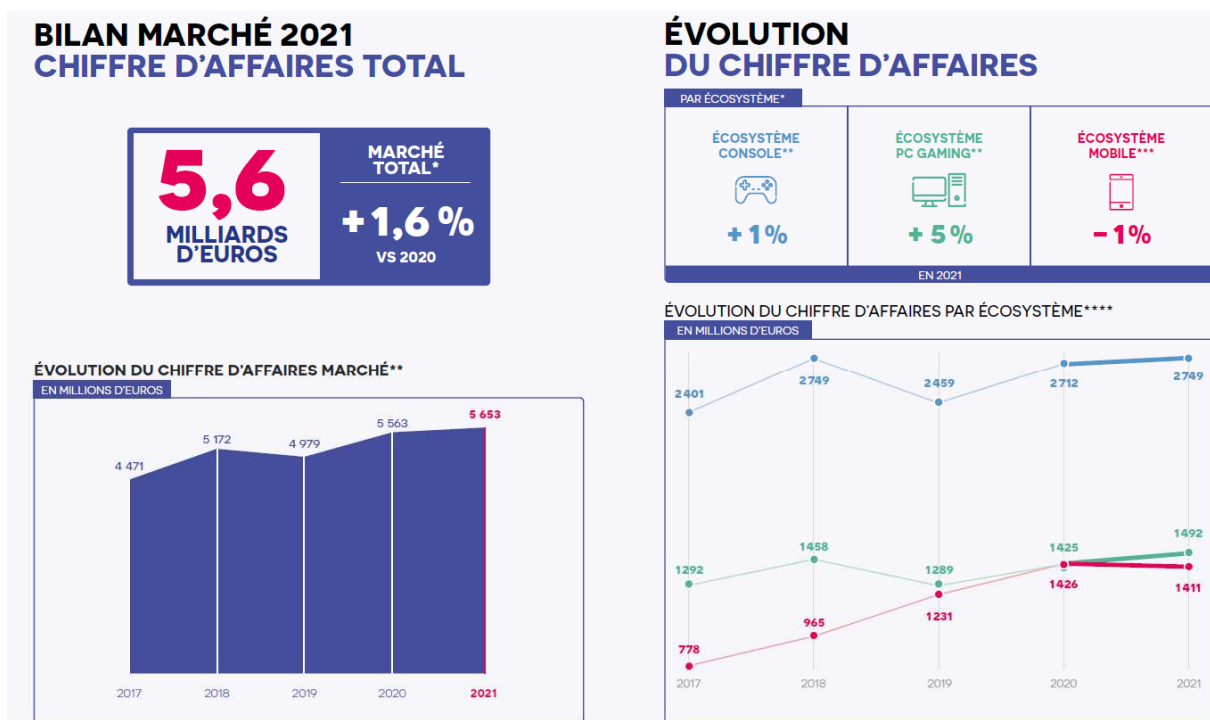
Source : Newzoo

Malgré ces ventes de jeux en évolution relativement faible voir négative sur les supports visés par Guillemot (PC et Console), l'entreprise a donc su croître, notamment grâce à la parution de nouveaux volants sur nouvelles générations et grâce à ses partenariats prestigieux en matière de licences.

A plus long terme, la tendance reste particulièrement positive, Global Data estimant ainsi par exemple que ce marché vaudra 272 milliards de dollars en 2030, soit un taux de croissance annuel moyen aux alentours de 11%.

### Données de marché : France

Au niveau de la France, le bilan annuel 2021 mis en avant par le SELL présente des données d'activité en croissance de +1,6 % en 2021, avec un chiffre d'affaires global de 5,6 Md€, l'écosystème des consoles de jeux restant majoritaire en termes de contribution sur l'année écoulée, bien que la croissance fût majoritairement tirée par l'écosystème PC Gaming :



Source : SELL

## Accélération des investissements à l'initiative de Guillemot : R&D et International

---

Tenant compte des accélérations majeures en cours pour l'industrie du jeu vidéo (cloud gaming, esports, etc), Guillemot entend accroître significativement ses investissements (6,5 M€ investis en R&D en 2021 vs. 5,4 M€ en 2020), pour accélérer le développement de ses gammes de produits et services, pour le compte de sa marque Thrustmaster, mais également pour ses produits sous la marque Hercules.

Les perspectives de croissance mises au jour au travers de la performance enregistrée au cours de l'exercice 2021 rendent le management de Guillemot conscient du potentiel de croissance à moyen terme pour ses deux pôles d'activités.

Au-delà de l'aspect Développement Produits, comme déjà indiqué au cours de nos précédentes publications, la stratégie du groupe Guillemot s'oriente également vers la conquête de nouvelles parts de marché, notamment via l'amélioration de la couverture géographique. La signature régulière de nouveaux contrats de distribution et partenariats permettent au groupe de se positionner dans des marchés à fort potentiel comme notamment aux Etats-Unis, où Guillemot détient près de 30 % des parts de marché des volants en valeur (source NPD Group Inc, Guillemot).

Par ailleurs, les efforts menés en 2021 par le groupe pour multiplier ses partenariats avec les *etailers* (Amazon, Cdiscount, Box UK, etc) afin de ne pas subir les effets de la pandémie sur les réseaux physiques de vente semblent avoir payé. En effet, la réouverture des commerces ne fut que progressive au premier semestre 2021, au cours duquel le groupe a poursuivi sa trajectoire impressionnante de croissance grâce aux ventes en ligne.

Enfin, 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.

## 2 Prévisions 2022

---

Lors de la présentation des résultats annuels 2021, le management a fait preuve de beaucoup de confiance pour l'exercice en cours, avec en particulier la mise en avant d'une guidance 2022 correspondant à un chiffre d'affaires de plus de 200 M€, accompagné d'un résultat opérationnel courant supérieur à 30 M€.

Alors que les marchés du « Racing » et du « Flying » restent très dynamiques, Guillemot entend accompagner cette croissance en bénéficiant des efforts consentis au cours de l'année 2021, notamment en termes de capacités de production et de sécurisation de ses approvisionnements en composants électroniques critiques, points sur lesquels Claude Guillemot s'est montré rassurant.

Ainsi, le groupe devrait voir ses résultats 2022 une nouvelle fois progresser, même si le taux de rentabilité pourrait se voir placer sous pression par la hausse des coûts liés aux tensions logistiques (coûts des composants et coûts de transport).

Outre les investissements en R&D menés dans le cadre du développement produits, le groupe compte aussi, au fur et à mesure des années, développer son propre e-shop qui ne représente aujourd'hui qu'une infime partie des revenus du groupe et ne sera proposé que prochainement à la clientèle américaine. Par ailleurs, afin de poursuivre sa croissance aux Etats-Unis, le groupe compte sur ses partenariats forts avec d'importants *etailers* (Amazon notamment), mais aussi sur les magasins physiques (Walmart, Best Buy, ...) pour écouler ses produits d'entrée de gamme.

A l'écoute du discours volontariste et confiant du management de la société, sur la base de marchés toujours en forte croissance, nous anticipons une activité annuelle de 209,7 M€ en 2022, la première partie de l'année devant être particulièrement dynamique notamment en lien avec la sortie du nouveau *Gran Turismo*. Du point de vue de la rentabilité, nous prévoyons un taux de marge brute de l'ordre de 51,4 % pour l'ensemble de l'exercice 2022, en léger retrait par rapport au niveau exceptionnel enregistré en 2021.

Notre prévision de résultat opérationnel 2022 ressort au-delà de la guidance de 30 M€ à 36,4 M€ (vs 33,0 M€ en 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 :

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

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

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

Les critères sont appréciés de la façon suivante :

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

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

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

Par conséquent, sur la base d'un taux sans risque de 0,98 % (taux spot de l'OAT TEC 10 – source Agence France Trésor), d'une prime de marché 7,49 % (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 13,00 %.

Taux sans risque	Prime de risque	Beta	Prime Small Caps	Coût du capital	Coût de la dette	Levier financier	Taux d'impôts	WACC
0,98%	7,49%	1,18	3,20%	11,83%	1,3%	0,00%	28,0%	<b>13,00%</b>

<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 13,00 %, 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	209,74	230,91	249,82	264,81	278,05	291,95	306,55	321,88	334,75	344,80
Excédent brut d'exploitation	39,68	45,85	56,07	62,33	64,82	66,77	68,77	70,83	72,96	74,42	75,90
Impôts (théorique)		11,08	13,84	15,44	15,98	16,35	16,77	17,24	17,76	18,12	18,51
Investissements	5,44	6,29	6,93	7,49	8,17	8,33	8,58	8,75	8,97	9,20	9,43
Variation de BFR		-13,66	-5,78	-2,00	-3,94	0,03	0,44	0,29	0,77	0,64	0,50
FCF opérationnels		42,14	41,08	41,39	44,61	42,05	42,98	44,54	45,46	46,46	47,47
FCF opérationnels actualisés		33,93	33,07	29,49	28,13	23,47	21,22	19,46	17,58	15,90	14,38

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		236,63	64,4%
Période 11-20 ans	2,0%	84,34	22,9%
Taux de croissance à l'infini	1,5%	46,66	12,7%
<b>Total</b>		<b>367,63</b>	<b>100,0%</b>
<b>dont valeur terminale</b>		<b>131,01</b>	<b>35,6%</b>

Source : estimations In Extenso Financement & Marché

Ainsi, la valorisation d'entreprise de Guillemot ressort à 236,63 M€.

## Calcul de la valeur par action

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

FCF actualisés (2022-2031)	236,63
+ Valeur terminale actualisée	131,01
+ Titres financiers	17,53
+ Titres mis en équivalences	0,00
- Provisions	0,06
- Endettement financier net	-5,16
- Minoritaires	0,00
+ Reports déficitaires actualisés	0,00
= Valeur des Capitaux Propres pg	390,27
Nombre d'actions	15,29
<b>Valeur par action</b>	<b>25,53</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 17,5 M€ (cours de bourse au 28 mars 2022 de 39,50 €).

In fine, la méthode d'actualisation des flux de trésorerie disponibles (« Discounted Cash Flow ») fait ressortir une valeur par action de 25,53 € soit une potentielle appréciation de la valeur de +79,3 % par rapport au cours de clôture du 28 mars 2022 de 14,24 €.

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%	32,07	32,26	32,46	32,69	32,93
	9,3%	31,13	31,31	31,51	31,72	31,96
	13,0%	25,26	25,39	<b>25,53</b>	25,68	25,85
	10,3%	29,37	29,54	29,72	29,92	30,13
	10,8%	28,55	28,71	28,88	29,07	29,27

## 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
<b>Bigben Interactive SA</b>	411,0	424,7	104,6	110,4	60,0	62,0	35,8	40,1
<b>Innelec Multimedia SA</b>	145,3	153,3	5,8	6,7	4,3	5,1	na	na
<b>Bang &amp; Olufsen A/S</b>	462,0	513,7	52,1	73,5	25,5	44,2	23,0	32,9

Source : Infront Analytics

	Capitalisation	Dettes nettes	Minoritaires	VE
<b>Bigben Interactive SA</b>	287,2	-30,4	50,0	306,8
<b>Innelec Multimedia SA</b>	15,2	-4,3	0,0	10,9
<b>Bang &amp; Olufsen A/S</b>	311,4	-52,0	0,0	259,4

Source : Infront Analytics



## 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>	0,75	0,72	2,93	2,78	5,11	4,95	8,03	7,17
<b>Innelec Multimedia SA</b>	0,08	0,07	1,89	1,64	2,52	2,14	na	na
<b>Bang &amp; Olufsen A/S</b>	0,56	0,51	4,97	3,53	10,19	5,87	na	na
<b>Moyenne</b>	0,46	0,43	3,26	2,65	5,94	4,32	8,03	7,17
<b>Médiane</b>	0,56	0,51	2,93	2,78	5,11	4,95	8,03	7,17

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 22	CA 23	EBE 22	EBE 23	REX 22	REX 23	RN 22	RN 23
<b>Guillemot (M€)</b>	209,74	230,91	45,85	56,07	36,42	44,35	32,94	42,65
<b>Valorisation induite (M€)</b>	119,40	122,65	172,37	171,31	238,94	214,17	287,32	328,55
	140,47	139,31	157,17	178,49	208,88	242,14	287,32	328,55
<b>Valorisation moyenne (C/ action)</b>	8,53		11,11		14,79		20,14	

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 17,5 M€ au cours du 28 mars 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 0,2 % aux résultats évoqués précédemment.

Capitalisation moyenne des comparables	EUR	204,6	m
Capitalisation non corrigée de la société	EUR	208,6	m
Rapport des capitalisations		101,9%	
<b>Prime / Décote à appliquer</b>		<b>0,2%</b>	

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

<b>Valorisation moyenne / action</b>	8,55	11,13	14,81	20,18
<b>Moyenne</b>	<b>13,67</b>			

La méthode des comparables bousiers fait ressortir une valeur par action comprise entre 8,55 € et 20,18 € par titre, avec une moyenne de 13,67 €, soit une potentielle dépréciation de la valeur de -4,18 % par rapport au cours de clôture du 28 mars 2022 de 14,24 €.

## 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>209,74</b>	<b>230,91</b>	<b>249,82</b>
% évolution	98,1%	46,5%	18,7%	10,1%	8,2%
Marge Brute	62,81	96,15	104,97	120,07	129,91
% du CA	52,1%	54,4%	50,0%	52,0%	52,0%
Charges de personnel	11,00	12,83	15,73	18,00	18,00
% du CA	9,1%	7,3%	7,5%	7,8%	7,2%
<b>Charges externes</b>	<b>17,55</b>	<b>31,37</b>	<b>37,54</b>	<b>39,00</b>	<b>42,00</b>
% du CA	14,6%	17,7%	17,9%	16,9%	16,8%
<b>Excédent brut d'exploitation</b>	<b>26,07</b>	<b>39,68</b>	<b>45,85</b>	<b>56,07</b>	<b>62,33</b>
% évolution	ns	52,2%	15,6%	22,3%	11,2%
% du CA	21,6%	22,4%	21,9%	24,3%	24,9%
<b>Résultat opérationnel</b>	<b>23,08</b>	<b>33,00</b>	<b>36,42</b>	<b>44,35</b>	<b>49,65</b>
% évolution	ns	43,0%	10,4%	21,8%	11,9%
% du CA	19,1%	18,7%	17,4%	19,2%	19,9%
<b>Résultat financier</b>	<b>-0,27</b>	<b>-0,11</b>	<b>-0,15</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>
<b>Résultat courant avant impôts</b>	<b>22,81</b>	<b>32,89</b>	<b>36,27</b>	<b>44,35</b>	<b>49,65</b>
<b>Impôts (après utilisation déficits reportables)</b>	<b>0,70</b>	<b>2,89</b>	<b>3,33</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>29,94</b>	<b>42,65</b>	<b>47,95</b>
% évolution	ns	-54,0%	118,4%	42,5%	12,4%
% du CA	24,7%	7,8%	14,3%	18,5%	19,2%
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>32,94</b>	<b>42,65</b>	<b>47,95</b>
% du CA	18,3%	17,0%	15,7%	18,5%	19,2%

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

Une marge opérationnelle en hausse, bien que pressurisée par un environnement inflationniste

Résultats nets profitant d'une rentabilité opérationnelle maîtrisée et croissante

### 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%	12,5%	8,9%	7,4%
Dettes financières	10,87	6,87	3,87	3,80	3,80
Trésorerie	29,02	12,03	61,77	99,99	140,12
<b>Endettement net (hors VMP)</b>	<b>-18,15</b>	<b>-5,16</b>	<b>-57,90</b>	<b>-96,19</b>	<b>-136,32</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>42,38</b>	<b>54,37</b>	<b>60,63</b>
Investissements	3,55	5,44	6,29	6,93	7,49
% 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>49,74</b>	<b>53,22</b>	<b>55,13</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>2,15</b>	<b>2,79</b>	<b>3,14</b>
% évolution	ns	35,6%	9,8%	29,5%	12,4%
<b>Capitalisation boursière</b>	<b>102,73</b>	<b>217,69</b>	<b>217,69</b>	<b>217,69</b>	<b>217,69</b>
Valeur d'entreprise	84,57	212,53	159,79	121,51	81,38
<b>P/E retraité</b>	<b>4,64</b>	<b>7,26</b>	<b>6,61</b>	<b>5,10</b>	<b>4,54</b>
P/CF	4,09	5,94	5,14	4,00	3,59
Market to Book	1,29	2,73	2,41	1,81	1,29
<b>VE / CA</b>	<b>0,70</b>	<b>1,20</b>	<b>0,76</b>	<b>0,53</b>	<b>0,33</b>
<b>VE / EBE</b>	<b>3,24</b>	<b>5,36</b>	<b>3,48</b>	<b>2,17</b>	<b>1,31</b>
<b>VE / ROP</b>	<b>3,66</b>	<b>6,44</b>	<b>4,39</b>	<b>2,74</b>	<b>1,64</b>
<b>EBE / CA</b>	<b>21,6%</b>	<b>22,4%</b>	<b>21,9%</b>	<b>24,3%</b>	<b>24,9%</b>
<b>ROC / CA</b>	<b>19,1%</b>	<b>18,7%</b>	<b>17,4%</b>	<b>19,2%</b>	<b>19,9%</b>
<b>Résultat net / CA</b>	<b>24,7%</b>	<b>7,8%</b>	<b>14,3%</b>	<b>18,5%</b>	<b>19,2%</b>
<b>Gearing</b>	<b>-22,8%</b>	<b>-6,5%</b>	<b>-64,0%</b>	<b>-79,9%</b>	<b>-81,0%</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>68,4%</b>	<b>99,8%</b>	<b>117,6%</b>
<b>Rentabilité des Fonds Propres</b>	<b>37,4%</b>	<b>17,2%</b>	<b>33,1%</b>	<b>35,4%</b>	<b>28,5%</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
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>
27 septembre 2021	Etude Semestrielle <b>Achat Fort</b>	<b>23,55 €</b>
2 août 2021	Flash Valeur <b>Achat Fort</b>	<b>20,30 €</b>
3 mai 2021	Flash Valeur <b>Achat Fort</b>	<b>21,25 €</b>

### 5.4 Répartition des opinions

Répartition des opinions sur l'ensemble des valeurs suivies par In Extenso



■ Achat Fort ■ Achat ■ Neutre

Répartition des opinions sur les valeurs suivies par In Extenso au sein d'un même secteur d'activité



■ Achat Fort ■ Achat ■ Neutre

Répartition des opinions sur les valeurs pour lesquelles In Extenso a fourni des prestations de services



■ Achat Fort ■ Achat ■ Neutre



## 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.