

Date de première diffusion : 24 mars 2023

Guillemot

Normalisation de l'activité au S2 2023 - Neutre

Des marges naturellement en baisse au S2 2022

Le groupe a publié un résultat opérationnel courant (ROC) de 34,2 M€ en 2022, impliquant un ROC de 9,2 M€ au S2, en baisse de 53% YoY, soit une marge opérationnelle de 10,3%.

La marge a été logiquement impactée par la baisse du niveau d'activité au S2, l'augmentation des charges de personnel (même si celle-ci a été contenue) et enfin, la moindre amplitude de baisse des charges externes comparée à celle du CA.

Le résultat net s'est établi à 20,4 M€ et intègre une perte de réévaluation de 7,4 M€ sur les titres Ubisoft. Le résultat net hors impact Ubisoft ressort à 27,8 M€.

La situation de trésorerie est très saine avec un endettement net négatif de -21,3 M€. Le flux net de trésorerie lié aux activités opérationnelles (FCF) est ressorti à +32,8 M€. Le groupe a annoncé un dividende de 0,25 € par action, identique à celui des deux exercices précédents.

2023 sera contrasté : S1 en fort retrait / stabilisation au S2

L'exercice 2023 se déroulera en deux temps. Le premier semestre devrait s'inscrire en fort retrait (nous attendons -46% YoY), impacté par une base de comparaison élevée (S1 2022 +39% YoY après deux années d'un niveau d'activité exceptionnel) et la volonté de réduction des stocks dans le réseau de distribution, qui décale significativement les approvisionnements. Néanmoins, nous soulignons que la baisse attendue au S1 sera à relativiser, car en moyenne, le premier semestre constitue 38% du CA annuel du groupe vs 62% pour le S2.

Le CA du S2 devrait se stabiliser (nous estimons -4% YoY), sur une base de comparaison relativement plus facile (le S2 2022 était en baisse de 15% YoY) et une actualité de sorties de jeux de courses de voiture, qui devrait relancer la vente d'accessoires associés.

Ainsi, le management a réduit son objectif de CA FY2023 à c. 140 M€ (vs 150 M€ précédemment) et vise un ROC positif. Nos attentes actualisées sont en ligne avec la guidance (CA 140 M€ et ROC 4,8M€).

Perspectives à moyen terme : drivers de croissance intacts

Les drivers d'une croissance pérenne sont toujours présents : essor du e-sport, nouvelles consoles et jeux associés, le potentiel des nouvelles gammes du Groupe, ces facteurs étant soutenus par les dépenses de R&D, une base de comparaison assainie en 2023 et la remise à niveau des stocks de la distribution.

Les investissements en R&D permettent au groupe de rester à la pointe de la technologie et d'ouvrir de nouveaux segments de marché. Guillemot travaille sur l'élargissement du périmètre de ses gammes Hercules et Thrustmaster, et poursuit sa stratégie de montée en gamme de ses produits.

Nous attendons une reprise de la croissance des ventes annuelles à partir de 2024.

Nouvel objectif de cours à 8,23 € ; Neutre

Après mise à jour de notre modèle, nous réduisons nos attentes de BPA (à 0,27€ en 2023 et rebond à 0,71 € en 2024) et nous réduisons notre objectif de cours à 8,23€ (vs 15,75 € précédemment), basé sur une moyenne des modèles DCF et comparables boursiers. Notre recommandation s'établit à Neutre (vs Achat précédemment).

Maud Servagnat

Analyste Financier

Maud.servagnat@inextenso-finance.fr

Opinion

3. Neutre

Cours (clôt. au 23 mars 2023)

8,44 €

Objectif de cours

8,23 € (-2,5 %)

Données boursières

Code Reuters / Bloomberg	GTCN.PA / GUI:FP
Capitalisation boursière	127,3 M€
Valeur d'entreprise	106,1 M€
Flottant	38,49 M€ (30,2 %)
Nombre d'actions	15 087 480
Volume quotidien	133 616 €
Taux de rotation du capital (1 an)	13,54%
Plus Haut (52 sem.)	15,00 €
Plus Bas (52 sem.)	8,28 €

Performances

Absolue	1 mois	6 mois	12 mois
	-13,7%	-23,1%	-42%



Actionnariat

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

Agenda

CA T1 2023 attendu le 27 avril 2023

Chiffres Clés

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
CA (M€)	176,8	188,0	140,0	147,7	158,0
Evolution (%)		6,4%	-25,5%	5,5%	7,0%
EBE (M€)	39,7	41,9	11,8	20,3	25,3
ROP (M€)	33,0	34,2	4,8	12,9	17,4
Marge op. (%)	18,7%	18,2%	3,4%	8,7%	11,0%
Res. Net. Pg (M€) *	30,0	27,7	4,0	10,7	14,5
Marge nette (%) *	17,0%	14,8%	2,9%	7,3%	9,2%
BPA *	1,96	1,84	0,27	0,71	0,96

Ratios (Hors Valorisation des titres Ubisoft)

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
VE / CA	1,1	0,9	0,7	0,6	0,5
VE / EBE	5,0	4,2	8,3	4,4	3,1
VE / ROP	6,0	5,1	20,5	7,0	4,5
P / E *	6,7	7,1	31,8	11,9	8,8
Gearing (%)	-6%	-20%	-28%	-33%	-38%
Dette nette / EBE	-0,1	-0,5	-2,5	-1,8	-1,9
ROCE (%)	15%	19%	4%	9%	11%

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

Voir avertissements importants en fin de document. Pour plus d'informations sur In Extenso 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 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. 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
- Un réseau de distribution solide et internationalisé

Faiblesses

- Concurrence forte et nombreux acteurs internationaux
- Maillage géographique pouvant encore être amélioré
- Cycle des stocks dans les réseaux de distribution

Opportunités

- Fort déploiement des consoles de nouvelle génération (Xbox Series & PS5) conjugué à la sortie de Gran Turismo 7
- Nouvelles gammes de produits
- Essor du e-sport,
- Progression, tiré par la convergence numérique
- Potentiel de croissance à l'international, notamment dans les pays émergents
- Poursuite de l'optimisation de la supply chain

Menaces

- Enjeux technologiques croissants (changements d'habitude des consommateurs)
- Cyclicité du marché des jeux vidéo
- Contexte économique, sanitaire et logistique complexe (délais de livraison et limitation des volumes)

Méthode de valorisation

Nous avons réduit nos estimations de BPA pour les années 2023-25. Notre objectif de cours, obtenu par la moyenne des méthodes DCF et Comparables Boursiers, ressort à 8,23 €.

Opinion Neutre.

DCF

Après mise à jour du WACC (à 15.7%), l'actualisation des flux de trésorerie d'exploitation disponibles valorise le titre à 10,6 €.

Comparables

La valorisation par les comparables boursiers fait ressortir une valeur de 5,82 € par titre.

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, ...)

Synthèse et Opinion

Atterrissage en 2023

Le S1 devrait s'inscrire en fort retrait, impacté par une base de comparaison élevée et la réduction des stocks dans la distribution. Le S2 devrait se stabiliser, sur une base de comparaison moins élevée et grâce à une actualité de sorties de jeux de courses de voiture, qui devrait relancer la vente d'accessoires associés. Le management a réduit son objectif de CA 2023 à c. 140 M€ (vs 150 M€ précédemment) et vise un ROC positif. Nos attentes sont en ligne avec la guidance.

Des drivers de croissance à long terme

Les drivers d'une croissance pérenne sont toujours présents : essor du e-sport, nouvelles consoles et jeux associés, le potentiel des nouvelles gammes du Groupe... Ces facteurs sont soutenus par une base de comparaison assainie en 2023 avec la remise à niveau des stocks de la distribution, et par le maintien des dépenses de R&D qui permettent au groupe de rester à la pointe de la technologie et d'ouvrir de nouveaux segments de marché. Guillemot travaille sur l'élargissement du périmètre de ses gammes Hercules et Thrustmaster, et poursuit sa stratégie de montée en gamme de ses produits. Nous attendons une reprise de la croissance des ventes annuelles à partir de 2024.

Un nouveau profil de rentabilité opérationnelle

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 long terme, à même d'afficher des taux de marge opérationnelle de 14-15 %.

Opinion Neutre avec un objectif de cours à 8,23 €

Après mise à jour de notre modèle, la valorisation de Guillemot ressort à 8,23 €. **Neutre.**

1 Résultats S2 2022 logiquement impactés par la baisse du niveau d'activité

- Le résultat opérationnel courant (ROC) s'est établi à 34,2 M€ en 2022, impliquant un ROC de 9,2 M€ au S2, en baisse de 53% YoY, soit une marge opérationnelle de 10,3%.
- La marge en baisse a logiquement résulté du moindre niveau d'activité au S2, de l'augmentation YoY des charges de personnel (même si celle-ci a été contenue) et enfin, d'une moindre amplitude de baisse des charges externes comparée à celle du CA.
- Le résultat net s'est établi à 20,4 M€ et intègre une perte de réévaluation de 7,4 M€ sur les titres Ubisoft.
- Le résultat net hors impact Ubisoft est de 27,8 M€.

Tableau : comptes de résultat par semestre

Au 31/12 (en M€)	S1	S2	2021	S1	S2	2022
Chiffre d'affaires	70,46	106,29	176,76	98,14	89,90	188,04
% var			47%	39%	-15%	6%
Achats	39,6	62,8	102,4	51,5	53,5	105,1
Variation des stocks de produits finis	7,7	14,1	21,8	10,4	8,1	18,6
Marge Brute	38,6	57,6	96,1	57,0	44,5	101,5
% du CA	54,8%	54,2%	54,4%	58,1%	49,5%	54,0%
Charges externes	11,5	19,9	31,4	14,7	17,2	31,9
% du CA	16,3%	18,7%	17,7%	15,0%	19,2%	17,0%
Charges de personnel	5,8	7,1	12,8	7,0	7,4	14,4
% du CA	8,2%	6,6%	7,3%	7,1%	8,3%	7,7%
Impôts et taxes	0,3	0,4	0,7	0,5	0,3	0,8
Autres produits et charges d'exploitation	(3,9)	(7,6)	(11,6)	(6,5)	(6,0)	(12,5)
Excédent brut d'exploitation (EBITDA)	17,1	22,6	39,7	28,4	13,5	41,9
% var			52%	66%	-40%	6%
% Marge d'EBITDA	24,3%	21,2%	22,4%	28,9%	15,0%	22,3%
Dépréciation et amortissements	3,8	2,8	6,7	3,4	4,3	7,7
Résultat opérationnel courant (EBIT)	13,3	19,7	33,0	25,0	9,2	34,2
% var			74%	88%	-53%	4%
% Marge opérationnelle	18,9%	18,5%	18,7%	25,5%	10,3%	18,2%
Résultat d'exploitation	13,3	19,7	33,0	25,0	9,2	34,2
Résultat financier (avec impact Ubi)	(9,3)	(7,1)	(16,4)	(0,9)	(5,7)	(6,7)
Résultat financier (hors impact Ubi)	(0,0)	(0,1)	(0,1)	(0,0)	0,1	0,7
Résultat courant avant impôts	4,0	12,6	16,6	24,1	3,5	27,6
Résultat courant avant impôts (hors Ubi)	13,2	19,6	32,9	25,0	9,3	35,0
Impôts	0,3	2,6	2,9	6,0	1,2	7,2
Résultat Net part du groupe (avec impact Ubi)	3,7	10,0	13,7	18,1	2,3	20,3
% var			-54%	389%	-77%	48%
Résultat Net part du groupe retraité (hors Ubi)	12,9	17,1	30,0	19,0	8,1	27,7
Marge nette (% du CA)	18,3%	16,1%	17,0%	19,3%	9,0%	14,8%
BPA hors impact Ubisoft	0,9	1,1	2,0	1,3	0,5	1,8
% var			36%	47%	-53%	-6%

Dividende par action

0,25

0,25

Source : Société et In Extenso Finance

- L'endettement net est négatif à -21,3 M€, dont une trésorerie nette positive de 35,3 M€.
- Le flux net de trésorerie lié aux activités opérationnelles est positif à 32,8 M€.
- Des achats de 200 000 actions propres ont été réalisés sur le deuxième semestre.
- Le groupe a annoncé un dividende de 0,25 € par action, identique à celui des deux exercices précédents.

Tableau : endettement net

Au 31/12 (en M€)	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
Total dettes	10,87	6,87	13,98	13,98	13,98	13,98
Trésorerie	29,02	12,03	35,25	43,01	51,44	63,19
Endettement net	-18,15	-5,16	-21,26	-29,03	-37,46	-49,21
Gearing (% capitaux propres)	-23%	-6%	-20%	-28%	-33%	-38%

Source : Société et In Extenso Finance

2 L'exercice 2023 sera contrasté

2.1 CA S1 2023 en baisse et stabilisation au S2

L'exercice 2023 se déroulera en deux temps.

- Le premier semestre devrait s'inscrire en fort retrait, impacté par une base de comparaison élevée (S1 2022 +39% YoY après deux années d'un niveau d'activité exceptionnel grâce, notamment, aux confinements) et la volonté de réduction de niveau des stocks dans le réseau de distribution, qui décale significativement les approvisionnements.
Néanmoins, nous soulignons que la baisse attendue au S1 sera à relativiser, car en moyenne, le premier semestre constitue 38% du CA annuel du groupe vs 62% pour le S2.
- Le CA du S2 devrait se stabiliser, sur une base de comparaison moins élevée (le S2 2022 était en baisse de 15% YoY) et une actualité de sorties de jeux de courses de voiture qui devrait relancer la vente d'accessoires associés.

Ainsi, **Guillemot a réduit son objectif de CA** FY2023 à c. 140 M€ (vs 150 M€ précédemment) et vise un ROC positif.

Nos attentes actualisées sont en ligne avec la guidance (CA 140 M€ et ROC 4,8 M€).

Tableau : évolution de la guidance

Evolution chronologique de la guidance					
Date	Evènement	Perspectives	Evolution	Détails	
2022	27/01/2022	CA FY2021			CA > 200 M€
	24/03/2022	FY results 2021		hausse	CA > 200 M€ maintenu Résultat opérationnel > 30M€
	28/04/2022	CA T1			sortie au S2 de nombreuses nouveautés CA > 200 M€ maintenu Résultat opérationnel > 30M€
	28/07/2022	CA T2			sortie pour la fin d'année de nombreuses nouveautés CA > 200 M€ maintenu Résultat opérationnel > 30M€
	29/09/2022	Résultats S1			S2 riche avec sortie de nouveautés majeures Parts de marché en volants en progression sur juillet-août aux US et en Europe 2023 s'annonce tonique avec une actualité jeux vidéo importante et la montée en puissance des nouveaux produits Croissance pour les années à venir avec montée de l'esport et de la simulation de course auto et de vol
	27/10/2022	CA T3		baisse	CA et ROC en croissance sur 2022
2023	26/01/2023	CA FY2022			Au S1 : réduction anticipée du stock de la distribution qui entraînera de moindres livraisons Au S2 : riche actualité de jeux vidéo de courses de voitures qui impulsera une dynamique positive au marché et aux ventes du groupe CA > 150 M€
	23/03/2023	FY results 2022		baisse	S1 en très fort retrait: réduction anticipée du stock de la distribution et base de comparaison élevée S2 en croissance : riche actualité de jeux vidéo de courses de voitures et base de comparaison moins difficile CA c.140 M€

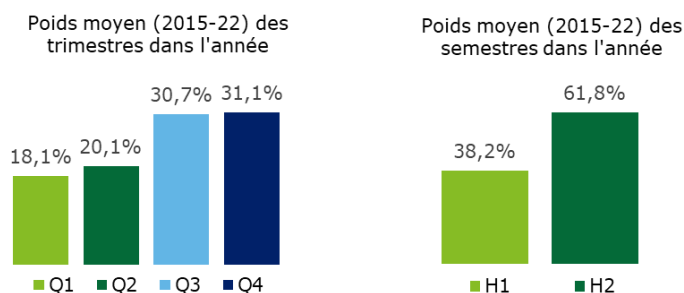
Source : Société et In Extenso Finance

2.2 Le S2 est traditionnellement plus important que le S1

En moyenne (période 2015-2022), le S2 constitue environ 62% du CA annuel du groupe.

Ainsi, un CA en baisse au S1 sera à relativiser par rapport à son poids (c.38%) dans l'exercice annuel.

Graphiques : ventilation du CA par période – moyennes 2015-22



Source : Société et In Extenso Finance

2.3 Nos prévisions de chiffres d'affaires par semestre

- En appliquant le ratio de poids moyen pour le S1 de 38% à notre prévision de CA 2023 de 140 M€ (en ligne avec la guidance), nous obtenons un chiffre d'affaires pour le S1 2023 de 53 M€, en baisse de 46% YoY.
- Néanmoins, nous attendons une stabilisation au S2 YoY (-4% YoY).

Tableau : Nos attentes de CA 2023 par semestre

Au 31/12 (en M€)	S1	S2	2021	S1	S2	2022	S1E	S2E	2023E
Chiffre d'affaires	70,46	106,29	176,76	98,14	89,90	188,04	53,45	86,55	140,00
% var			47%	39%	-15%	6%	-46%	-4%	-26%

Source : In Extenso Finance

3 Poursuite du cycle de révisions des attentes du consensus à la baisse

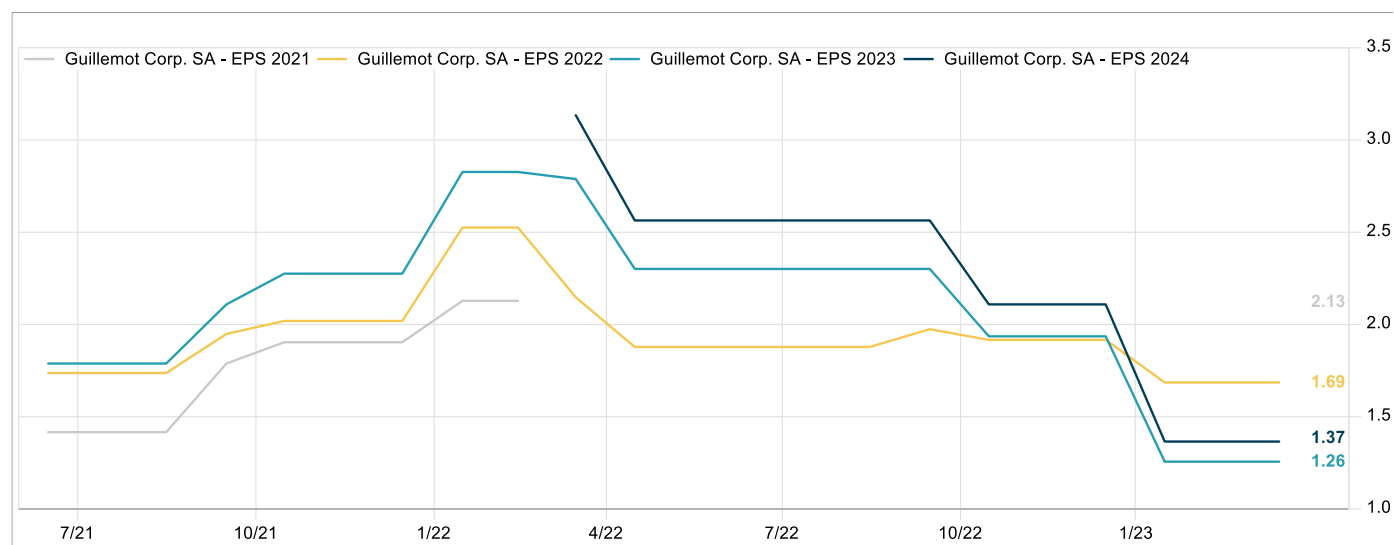
Les révisions en baisse des attentes de BPA 2022-24 ont débuté après la publication du CA annuel 2022 le 26 janvier et sont fondées sur :

- La baisse du niveau d'activité au T4 2022 YoY ;
- La base de comparaison élevée après la très forte croissance du CA les trois dernières années ;
- Les niveaux de stocks élevés dans la distribution ;
- L'atterrissage prévu en 2023 ;
- Une visibilité limitée sur les ventes dans le secteur (maximum 3 mois) impliquant un degré d'incertitude dans la guidance ainsi que dans les attentes des analystes.

Nous pensons que **le cycle de révisions des attentes du consensus devrait se poursuivre à la baisse**. En 2023 nous attendons un BPA de 0,27 € comparé à 1,26 € actuellement pour le consensus.

La publication prochaine du CA T1 2023 nous permettra de mettre à jour nos attentes. Cependant nous rappelons que le T1 est traditionnellement un « petit » trimestre par rapport aux ventes annuelles (18% du CA FY).

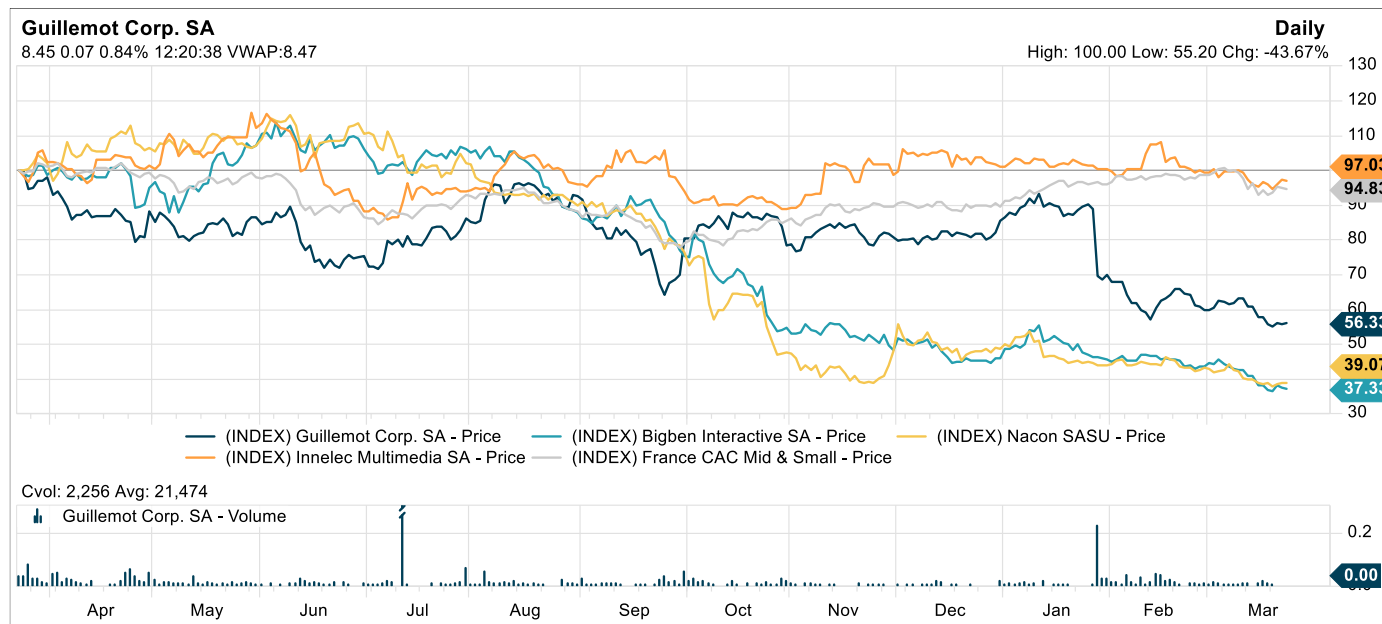
Graphique : évolution du consensus de BPA 2022-24



Source: Factset & In Extenso Finance

La récente performance du titre avait logiquement illustré les points évoqués ci-avant.

Graphique : Parcours boursier vs CAC Mid & Small et pairs sur les 12 derniers mois (rebasé)



Source: Factset & In Extenso Finance

4 Synthèse des comptes annuels et de nos prévisions

Compte de résultats projeté

Tableau : compte de résultats projeté

Au 31/12 (en M€)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
Chiffre d'affaires	176,76	188,04	140,00	147,66	157,99
% var	46,5%	6,4%	-25,5%	5,5%	7,0%
Achats	102,39	105,06	71,41	69,41	72,69
Variation des stocks de produits finis	21,78	18,55	0,00	0,00	0,00
Marge Brute	96,15	101,53	68,59	78,25	85,31
% du CA	54,4%	54,0%	49,0%	53,0%	54,0%
Charges externes	31,37	31,93	32,20	32,48	33,18
% du CA	17,7%	17,0%	23,0%	22,0%	21,0%
Charges de personnel	12,83	14,42	14,70	15,06	15,67
% du CA	7,3%	7,7%	10,5%	10,2%	9,9%
Impôts et taxes	0,71	0,81	0,60	0,63	0,68
Autres produits et charges d'exploitation	-11,56	-12,49	-9,30	-9,80	-10,49
Excédent brut d'exploitation (EBITDA)	39,68	41,89	11,80	20,27	25,30
% var	52,2%	5,6%	-71,8%	71,8%	24,8%
% Marge d'EBITDA	22,4%	22,3%	8,4%	13,7%	16,0%
Dépréciation et amortissements	6,68	7,65	7,00	7,38	7,90
Résultat opérationnel courant (EBIT)	33,00	34,24	4,80	12,88	17,40
% var	43,0%	3,8%	-86,0%	168,6%	35,0%
% Marge opérationnelle	18,7%	18,2%	3,4%	8,7%	11,0%
Résultat financier (hors impact Ubi)	-0,11	0,74	0,04	0,04	0,04
Résultat courant avant impôts	32,89	34,98	4,83	12,92	17,43
Impôts	2,89	7,24	0,82	2,20	2,96
Résultat Net part du groupe (avec impact Ubi)	13,71	20,35	4,01	10,72	14,47
% var	-54,0%	48,4%	-80,3%	167,4%	34,9%
Résultat Net part du groupe retraité (hors Ubi)	30,00	27,75	4,01	10,72	14,47
Marge nette (% du CA)	17,0%	14,8%	2,9%	7,3%	9,2%
BPA inclus impact Ubisoft	0,90	1,35	0,27	0,71	0,96
% var	-54,0%	50,4%	-80,3%	167,4%	34,9%
BPA hors impact Ubisoft	1,96	1,84	0,27	0,71	0,96
% var	35,6%	-6,3%	-85,5%	167,4%	34,9%

Source : Société et In Extenso Finance

Bilan projeté

Tableau : Bilan projeté

Au 31/12 (en M€)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
ACTIF					
Immobilisations incorporelles	16,18	23,28	23,28	22,89	21,99
Immobilisations corporelles	5,18	8,18	8,18	8,18	8,18
Actifs financiers	0,47	0,67	0,67	0,67	0,67
Actifs d'impôts exigibles	0,36	0,50	0,50	0,50	0,50
Impôts différés actifs	5,31	4,27	4,27	4,27	4,27
Actifs non courants	27,50	36,89	36,89	36,51	35,61
Stocks	40,93	57,20	42,00	44,30	47,40
Clients	59,88	34,74	30,80	32,48	34,76
Autres créances	6,61	4,08	4,20	4,43	4,74
Actifs financiers	19,12	11,72	11,72	11,72	11,72
Actifs d'impôts exigibles	0,16	0,32	0,32	0,32	0,32
Trésorerie	12,03	35,25	43,01	51,44	63,19
Actifs courants	138,71	143,31	132,05	144,69	162,12
TOTAL ACTIF	166,21	180,20	168,94	181,20	197,73
PASSIF					
Capital	11,77	11,77	11,77	11,77	11,77
Primes	10,55	10,55	10,55	10,55	10,55
Réserves et résultat consolidé	67,41	81,65	81,88	92,60	107,07
Ecart de conversion	0,69	0,44	0,00	0,00	0,00
Capitaux propres groupe	90,43	104,41	104,21	114,93	129,39
Capitaux propres de l'ensemble	90,43	104,41	104,21	114,93	129,39
Engagements envers le personnel	1,38	1,59	1,59	1,59	1,59
Emprunts	2,10	8,35	8,35	8,35	8,35
Passifs non courants	3,47	9,95	9,93	9,93	9,93
Fournisseurs	38,07	38,89	28,00	29,53	31,60
Emprunts à court terme	4,77	5,64	5,64	5,64	5,64
Dettes fiscales	2,73	2,44	2,44	2,44	2,44
Autres dettes	26,68	18,73	18,73	18,73	18,73
Passifs courants	72,31	65,85	54,81	56,34	58,41
TOTAL PASSIF	166,20	180,20	168,94	181,20	197,73

Source : Société et In Extenso Finance

Tableau des flux de trésorerie projeté

Tableau : TFT projeté

TABLEAU DE FLUX (M€)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
Résultat net des sociétés intégrées	13,71	20,35	4,01	10,72	14,47
+ DAP	4,88	5,80	5,00	5,38	5,90
- Reprise des amortissements et provisions	-0,02	-0,12	0,00	0,00	0,00
-/+ Gains et pertes latents liés aux variations de juste valeur	15,90	7,40	0,00	0,00	0,00
-/+ Charges et produits liés aux stocks options	0,05	0,55	0,00	0,00	0,00
-/+ plus ou moins-values de cession	-0,01	0,00	0,00	0,00	0,00
Variation des impôts différés	-1,83	1,06	0,00	0,00	0,00
Coût endettement financier net	0,11	0,04	0,00	0,00	0,00
CAF	32,79	35,08	9,01	16,10	20,37
Ecart de conversion	0,02	-0,30	0,00	0,00	0,00
Variation du BFR	-36,34	-1,94	8,14	-2,68	-3,62
Flux net de trésorerie lié aux activités opérationnelles	-3,53	32,84	17,15	13,42	16,75
Investissements	-5,42	-5,00	-5,00	-5,00	-5,00
Flux net de trésorerie lié aux opérations d'investissement	-5,42	-8,11	-5,00	-5,00	-5,00
Dividendes versés	-3,82	-3,81	-3,77	0,00	0,00
Emprunts	1,33	10,10	0,00	0,00	0,00
Remboursement des emprunts	-5,12	-4,58	0,00	0,00	0,00
Remboursement de la dette et intérêts IFRS16	-0,22	-0,63	0,00	0,00	0,00
Autres	0,00	0,06	-0,60	0,00	0,00
Flux net de trésorerie lié aux opérations de financement	-7,84	-1,50	-4,37	0,00	0,00
Ecart de conversion	0,24	0,00	0,00	0,00	0,00
Variation de trésorerie	-16,54	23,24	7,78	8,42	11,75
Trésor à l'ouverture	29,01	12,01	35,24	43,02	51,44
Trésor à la clôture de l'exercice	12,01	35,24	43,02	51,44	63,19

Source : Société et In Extenso Finance

5 Valorisation : OC réduit à 8,23 € (vs 15,75 € prec.) – Opinion Neutre (vs Achat)

Notre objectif de cours s'établit désormais à 8,23 € contre 15,75 € précédemment et nous abaissons notre opinion de Achat à Neutre.

Notre objectif de cours est issu d'une moyenne entre la méthode de valorisation par actualisation des flux de trésorerie disponibles et de l'application des multiples de valorisation des comparables boursiers du groupe à nos prévisions.

5.1 La méthode DCF implique un OC à 10,6 €

La méthode d'actualisation des flux de trésorerie fait ressortir une valeur par action de 10,6 €, soit un potentiel d'appréciation du titre de 26 %.

Tableaux : valorisation selon la méthode des flux de trésorerie actualisés

Flux de trésorerie actualisés	Valeur du titre : 10,6 €						Potentiel : +26%						2022-2032E
Free Cash Flows (Year-End Jan, EURmn)	2021	2022	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	CAGR
Chiffre d'affaires	177	188	140	148	158	169	181	188	196	203	210	216	+1,4%
% var		+6,4%	-25,5%	+5,5%	+7,0%	+7,0%	+7,0%	+4,0%	+4,0%	+4,0%	+3,0%	+3,0%	
EBIT	33,0	34,2	4,8	12,9	17,4	21,6	26,2	27,2	28,3	29,4	30,3	31,2	-0,9%
% Marge	18,7%	18,2%	3,4%	8,7%	11,0%	12,8%	14,5%	14,5%	14,5%	14,5%	14,5%	14,5%	
Taux d'impôts (%)	17,4%	26,2%	17,0%	17,0%	17,0%	17,0%	17,0%	17,0%	17,0%	17,0%	17,0%	17,0%	
D&A	7,1	6,7	7,7	7,0	7,4	7,9	8,5	8,8	9,1	9,5	9,8	10,1	
% du CA	4,0%	3,6%	5,5%	4,7%	4,7%	4,7%	4,7%	4,7%	4,7%	4,7%	4,7%	4,7%	
CAPEX	(5,4)	(5,6)	(5,0)	(5,0)	(5,0)	(5,0)	(5,0)	(8,8)	(9,1)	(9,5)	(9,8)	(10,1)	+6,0%
% du CA	3,1%	3,0%	3,6%	3,4%	3,2%	3,0%	2,8%	4,7%	4,7%	4,7%	4,7%	4,7%	
BFR	39,9	36,0	27,8	30,5	34,1	38,0	42,1	44	46	47	49	50	+3,4%
% du CA	22,6%	19,1%	19,9%	20,7%	21,6%	22,5%	23,3%	23,3%	23,3%	23,3%	23,3%	23,3%	
Variation de BFR	(36)	4	8	(3)	(4)	(4)	(4)	(2)	(2)	(2)	(1)	(1)	
Free Cash Flows	-7	30	15	10	13	17	21	21	22	23	24	24	-2,1%

Tableau des Free Cash-Flows (M€)	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	Valeur terminale
Flux de trésorerie	15	10	13	17	21	21	22	23	24	24	175
% var		-32%	+32%	+29%	+24%	-1%	+4%	+4%	+5%	+3%	
WACC	15,7%	15,7%	15,7%	15,7%	15,7%	15,7%	15,7%	15,7%	15,7%	15,7%	
Période	0,75	1,75	2,75	3,75	4,75	5,75	6,75	7,75	8,75	9,75	9,75
Coefficient d'actualisation	0,90	0,77	0,67	0,58	0,50	0,43	0,37	0,32	0,28	0,24	0,24
Flux de trésorerie actualisés	13,2	7,8	8,8	9,8	10,5	9,0	8,1	7,3	6,6	5,9	42,3

WACC	15,7%
Levier financier	0,0%
Taux d'impôt	26,0%
Coût de la dette	2,1%
Taux sans risque	2,8%
Beta	1,39
Prime de risque	7,0%
Prime small caps	3,2%
Coût du capital	15,7%
Taux de croissance à l'infini	+1,5%

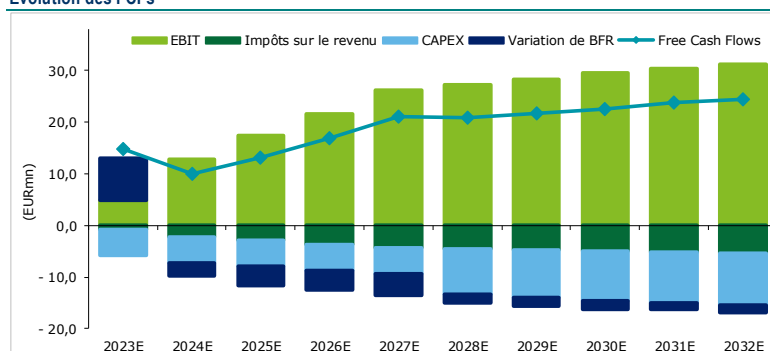
Analyse de sensibilité (EUR)

	Taux de croissance à l'infini								
		1,2%	1,3%	1,4%	1,5%	1,6%	1,7%	1,8%	1,9%
WACC	14,5%	11,4	11,4	11,5	11,5	11,5	11,5	11,6	11,6
	15,0%	11,0	11,0	11,1	11,1	11,1	11,2	11,2	11,2
	15,5%	10,7	10,7	10,7	10,7	10,8	10,8	10,8	10,8
	16,0%	10,4	10,4	10,4	10,4	10,4	10,5	10,5	10,5
	16,5%	10,1	10,1	10,1	10,1	10,1	10,1	10,2	10,2
	17,0%	9,8	9,8	9,8	9,8	9,8	9,9	9,9	9,9

Valeur du titre (EUR)

Valeur d'entreprise (EURM)	129,5
+ Titres financiers	9,9
- Endettement financier net (à fin 2022)	-21,3
Minoritaires	0,0
Valeur des capitaux propres (EURM)	160,6
Nombre d'actions	15,09
Valeur du titre (EUR)	10,6
Cours de l'action	8,4
Potentiel de hausse/baisse (%)	+26%

Evolution des FCFs



Multiples de valorisation au cours cible

	2022A	2023E	2024E	2025E	2026E
PE (x)	5,8x	40,1x	15,0x	11,1x	8,9x
P/CF (x)	0,3x	0,6x	0,8x	0,6x	0,5x
P/FCF (x)	0,4x	0,9x	1,3x	0,9x	0,7x
EV/Sales (x)	0,9x	1,1x	1,1x	1,0x	1,0x
EV/EBIT (x)	4,7x	33,5x	12,5x	9,2x	7,4x
EV/EBITDA (x)	3,8x	13,6x	7,9x	6,4x	5,3x
EV/C.E. (x)	3,2x	3,9x	3,6x	3,4x	3,1x
EV/CF (x)	4,9x	9,4x	12,0x	9,6x	7,8x

Source : In Extenso Finance

Les principales hypothèses dans notre modèle de DCF :

- Le taux d'actualisation s'élève à 15,7 %.
 - Taux sans risque de 2,98 % (taux de l'OAT 10 ans) ;
 - Prime de risque 7 % (source : Damodaran) ;
 - Beta de la société de 1,39 (source Damodaran et estimations In Extenso Finance) ;
 - Prime de risque Small Caps de 3,20 %, compte tenu de la taille de la société ;
 - Endettement financier net négatif au 31 décembre 2022 (absence de levier financier)
- Les titres financiers intègrent la valorisation des titres Ubisoft détenus à leur juste valeur.

5.2 La méthode des comparables boursiers implique un OC à 5,82 €

La méthode des comparables boursiers fait ressortir une valeur par action comprise entre 4,9 € et 7,2 €, avec une moyenne de 5,82 €.

Tableaux : valorisation selon la méthode des comparables boursiers

	VE/CA 23	VE/CA 24	VE/ EBE 23	VE/ EBE 24	VE/REX 23	VE/REX 24	PE 23	PE 24
Bigben Interactive SA	0,57	0,53	2,23	2,39	5,24	4,09	4,67	3,24
Innelec Multimedia SA	0,03						6,31	4,85
Bang & Olufsen A/S	0,35	0,32	4,94	3,56	25,62	8,60	na	13,03
Moyenne	0,32	0,42	3,59	2,98	15,43	6,34	5,49	7,04
Médiane	0,35	0,42	3,59	2,98	15,43	6,34	5,49	4,85

	CA 23	CA 24	EBE 23	EBE 24	REX 23	REX 24	RN 23	RN 24
Guillemot (M€)	140,00	147,66	11,80	20,27	4,80	12,88	4,01	10,72
Valorisation induite (M€)	75,48	93,56	73,39	91,44	105,09	112,83	53,10	106,58
	79,77	93,56	73,39	91,44	105,09	112,83	53,10	83,13
Valorisation moyenne (€/ action)		5,67				7,22		4,90
Moyenne				5,82				

Source : Factset et In Extenso Finance

Choix des comparables

Guillemot se situe à la croisée de plusieurs environnements concurrentiels et ne dispose pas de comparable direct, en termes de taille et de positionnement, en Europe ou aux Etats-Unis.

Notre échantillon de comparables est composé de :

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 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. Également présente à l'international, la société propose ses produits sur de nombreux supports multimédia, lui permettant de toucher un large public.

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 (casques, enceintes bluetooth portables, enceintes...).

Tableaux : Principaux agrégats des pairs

	CA 23	CA 24	EBE 23	EBE 24	REX 23	REX 24	RN 23	RN 24
Bigben Interactive SA	372,8	400,9	95,1	88,7	40,5	51,9	20,7	29,8
Innelec Multimedia SA	179,6	189,4	6,0	7,1	4,0	5,0	2,5	3,3
Bang & Olufsen A/S	406,3	445,9	28,6	39,7	5,5	16,4	2,7	10,8

	Capitalisation	Dettes nettes	Minoritaires	VE
Bigben Interactive SA	96,5	65,6	50,0	212,2
Innelec Multimedia SA	15,8	-9,6	0,0	6,2
Bang & Olufsen A/S	155,4	-14,1	0,0	141,3

Source : Factset

6 Avertissements importants

6.1 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.

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

Le détail des méthodes appliquées par In Extenso Financement & Marché pour la détermination de ses objectifs de cours est disponible sur le site Internet :

https://finance.inextenso.fr/wp-content/uploads/2022/11/Methodes_Valo_Analyse_Fin_IEFM.pdf

6.2 Détection de conflits d'intérêts potentiels

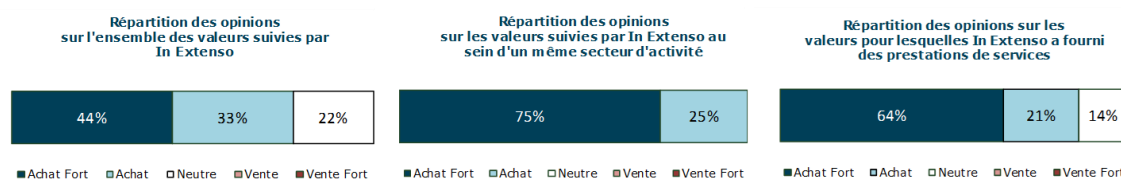
Participation de l'analyste, de In Extenso et/ou de ses salariés au capital de l'émetteur	Participation de l'émetteur au capital de In Extenso	Autres intérêts financiers importants entre l'émetteur et In Extenso	Existence d'un contrat de teneur de marché ou d'apporteur de liquidité entre l'émetteur et 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.

6.3 Changement d'opinion et/ou d'objectif de cours relatifs à la valeur au cours des 12 derniers mois

Date	Opinion	Objectif de cours
24 mars 2023	Etude annuelle Neutre	8,23 €
27 janvier 2023	Flash Valeur Achat	15,75 €
31 octobre 2022	Flash Valeur Achat Fort	16,65 €
4 octobre 2022	Etude Semestrielle Achat Fort	17,00 €
1 ^{er} août 2022	Flash Valeur Achat Fort	19,70 €
5 juillet 2022	Note sectorielle Achat Fort	19,65 €
2 mai 2022	Flash Valeur Achat Fort	19,30 €

6.4 Répartition des opinions



6.5 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.