

Date de première diffusion : 2 octobre 2023

# Guillemot

## La situation s'améliore au S2 – Achat réitéré

### Résultats S1 2023 logiquement impactés par la baisse du CA

Le résultat opérationnel du premier semestre 2023 s'est établi à -3,9 M€ et a logiquement résulté (1) du moindre niveau d'activité (le CA était en baisse de 51% YoY), avec un niveau de stocks élevé dans les réseaux de distribution, (2) d'importants frais de trade-marketing clients qui ont impacté la marge brute, (3) de l'augmentation des charges de personnel (inflation des salaires et bonus), même si celle-ci a été contenue, et enfin, (4) d'une moindre amplitude de baisse des charges externes comparée à celle du CA. Le résultat net s'est établi à -2,9 M€ et contient une perte latente de 0,2 M€ liée à la baisse de la valorisation du portefeuille de titres Ubisoft. L'endettement net à fin juin était négatif à -11,5 M€, dont une trésorerie positive de 22,5 M€. Le flux net de trésorerie lié aux activités opérationnelles était négatif, à -2,7 M€.

### Guidance 2023 réduite...

Guillemot a réduit ses prévisions de CA FY2023 entre 120 M€ et 140 M€ (vs c. 140 M€ précédemment), mais a réitéré son objectif de RO positif. Nous avons intégré la nouvelle guidance dans nos prévisions et anticipons désormais un CA annuel de 125 M€ et un résultat opérationnel à 3 M€.

### ... mais amélioration relative attendue au S2 2023

La situation s'améliore, avec les stocks des distributeurs qui se réduisent régulièrement. Ainsi, nous anticipons un chiffre d'affaires au S2 en baisse de -14,5% YoY (après -51% YoY au S1), mais un résultat opérationnel positif à +6,8 M€. Au S2, la base de comparaison sera moins élevée (le S2 2022 était en baisse de 15% YoY) et l'activité devrait être soutenue par des sorties de jeux de courses et un solide line-up de nouveautés pour la fin d'année. De plus, le groupe a élargi ses réseaux de distribution en Asie et aux US.

### 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, la remise à niveau des stocks de la distribution et l'élargissement des réseaux de 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.

### Opinion Achat réitérée – OC 7,10 € (vs 8,20 € préc.)

Le titre se traite actuellement à 3,8x l'EV/EBITDA NTM, vs sa moyenne historique à c.4x. **Nous réitérons notre opinion Achat et avons réduit notre objectif de cours à 7,10 € vs 8,20 € précédemment.**

### Maud Servagnat

Analyste Financier  
Maud.servagnat@inextenso-finance.fr

### Opinion

**2. Achat**  
Cours (clôt. au 29 sept. 2023) **6,00 €**  
Objectif de cours **7,1 € (+17,8 %)**

### Données boursières

Code Reuters / Bloomberg	GTCN.PA / GUI:FP
Capitalisation boursière	90,5 M€
Valeur d'entreprise	69,3 M€
Flottant	27,37 M€ (30,2 %)
Nombre d'actions	15 087 480
Volume quotidien	121 305 €
Taux de rotation du capital (1 an)	17,29%
Plus Haut (52 sem.)	14,02 €
Plus Bas (52 sem.)	6,30 €

### Performances

Absolute	1 mois	6 mois	12 mois
	-8,5%	-8,3%	-38%



### Actionnariat

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

### Agenda

CA T3 2023 : 26 oct. 2023 (après marché)

### Chiffres Clés

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
CA (M€)	176,8	188,0	125,0	134,9	141,9
Evolution (%)		6,4%	-33,5%	7,9%	5,2%
EBE (M€)	39,7	41,9	9,2	16,5	20,2
ROP (M€)	33,0	34,2	3,0	9,8	13,1
Marge op. (%)	18,7%	18,2%	2,4%	7,2%	9,2%
Res. Net. Pg (M€) *	30,0	27,7	2,7	8,0	10,8
Marge nette (%) *	17,0%	14,8%	2,2%	5,9%	7,6%
BPA *	1,96	1,84	0,18	0,53	0,71

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

### Ratios (Hors Valorisation des titres Ubisoft)

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
VE / CA	1,1	0,9	0,5	0,5	0,4
VE / EBE	5,0	4,2	7,2	3,8	2,7
VE / ROP	6,0	5,1	22,4	6,4	4,2
P / E *	6,7	7,1	33,0	11,3	8,4
Gearing (%)	-6%	-20%	-24%	-25%	-30%
Dettes nette / EBE	-0,1	-0,5	-2,6	-1,7	-1,8
ROCE (%)	15%	19%	2%	7%	9%

In Extenso Finance et l'émetteur ont convenu qu'In Extenso Finance produira et diffusera une recherche en investissement sur ledit émetteur en tant que service à l'émetteur. 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 des loisirs interactifs

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 : Hercules sur le segment des matériels audio de Djing et périphériques, et 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.

### 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)
- Nouvelles gammes de produits
- Essor du e-sport,
- Progression, tirée 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 7,10 €.

### Opinion Neutre.

### DCF

Après mise à jour de notre modèle, l'actualisation des flux de trésorerie d'exploitation disponibles valorise le titre à 8,90 €.

### Comparables

La valorisation par les comparables boursiers fait ressortir une valeur de 5,20 € 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 s'est inscrit en fort retrait, impacté par une base de comparaison élevée et la réduction des stocks dans la distribution. La situation devrait s'améliorer au S2, 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 120-140 M€ (vs c. 140 M€ précédemment) et vise toujours 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 Achat avec un objectif de cours à 7,10 €

Après mise à jour de notre modèle, la valorisation de Guillemot ressort à 7,10 €. **Opinion Achat.**

## Résultats S1 2023 logiquement impactés par la baisse du niveau d'activité

- Le résultat opérationnel courant (ROC) du premier semestre 2023 s'est établi à -3,9 M€ et a logiquement résulté du moindre niveau d'activité (le CA était en baisse de 51% YoY), 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.
- En effet, l'activité a particulièrement souffert d'un niveau de stocks élevé dans les réseaux de distribution, grossistes et magasins, qui a retardé les réapprovisionnements, et d'une base de comparaison élevée.
- Le niveau du taux de marge brute (à 45% contre 58% au S1 2022) a été impacté par d'importants frais de trade-marketing clients, et une parité euro dollar défavorable.
- Le résultat net s'est établi à -2,9 M€ et contient une perte latente de 0,2 M€ liée à la baisse de la valorisation du portefeuille de titres Ubisoft.
- L'endettement net est négatif à -11,5 M€, dont une trésorerie positive de 22,5 M€.
- Le flux net de trésorerie lié aux activités opérationnelles était négatif, à -2,7 M€.

## Comptes de résultats semestriels

Au 31/12 (en M€)	S1	S2	2022	S1	S2E	2023E
<b>Chiffre d'affaires</b>	<b>98,14</b>	<b>89,90</b>	<b>188,04</b>	<b>48,11</b>	<b>76,89</b>	<b>125,00</b>
% var	39%	-15%	6%	-51%	-14%	-34%
Achats	51,5	53,5	105,1	20,0	45,0	65,0
Variation des stocks de produits finis	10,4	8,1	18,6	(6,3)	6,3	0,0
<b>Marge Brute</b>	<b>57,0</b>	<b>44,5</b>	<b>101,5</b>	<b>21,9</b>	<b>38,1</b>	<b>60,0</b>
% du CA	58,1%	49,5%	54,0%	45,4%	49,6%	48,0%
Charges externes	14,7	17,2	31,9	11,0	15,9	26,9
% du CA	15,0%	19,2%	17,0%	22,8%	20,7%	21,5%
Charges de personnel	7,0	7,4	14,4	8,4	7,8	16,1
% du CA	7,1%	8,3%	7,7%	17,4%	10,1%	12,9%
Impôts et taxes	0,5	0,3	0,8	0,3	0,2	0,5
Autres produits et charges d'exploitation	(6,5)	(6,0)	(12,5)	(2,2)	(5,0)	(7,3)
<b>Excédent brut d'exploitation (EBITDA)</b>	<b>28,4</b>	<b>13,5</b>	<b>41,9</b>	<b>0,0</b>	<b>9,2</b>	<b>9,2</b>
% var	66%	-40%	6%	-100%	-32%	-78%
% Marge d'EBITDA	28,9%	15,0%	22,3%	0,1%	11,9%	7,4%
Dépréciation et amortissements	3,4	4,3	7,7	3,9	2,4	6,3
<b>Résultat opérationnel courant (EBIT)</b>	<b>25,0</b>	<b>9,2</b>	<b>34,2</b>	<b>(3,9)</b>	<b>6,8</b>	<b>3,0</b>
% var	88%	-53%	4%	-115%	-26%	-91%
% Marge opérationnelle	25,5%	10,3%	18,2%	-8,0%	8,9%	2,4%
<b>Résultat d'exploitation</b>	<b>25,0</b>	<b>9,2</b>	<b>34,2</b>	<b>(3,9)</b>	<b>6,8</b>	<b>3,0</b>
<b>Résultat financier (avec impact Ubi)</b>	<b>(0,9)</b>	<b>(5,7)</b>	<b>(6,7)</b>	<b>(0,1)</b>	<b>0,0</b>	<b>(0,1)</b>
<b>Résultat financier (hors impact Ubi)</b>	<b>(0,0)</b>	<b>0,1</b>	<b>0,7</b>	<b>0,3</b>	<b>0,0</b>	<b>0,3</b>
<b>Résultat courant avant impôts</b>	<b>24,1</b>	<b>3,5</b>	<b>27,6</b>	<b>(4,0)</b>	<b>6,8</b>	<b>2,8</b>
<b>Résultat courant avant impôts (hors Ubi)</b>	<b>25,0</b>	<b>9,3</b>	<b>35,0</b>	<b>(3,6)</b>	<b>6,8</b>	<b>3,2</b>
Impôts	6,0	1,2	7,2	(1,1)	1,5	0,5
<b>Résultat Net part du groupe (avec impact Ubi)</b>	<b>18,1</b>	<b>2,3</b>	<b>20,3</b>	<b>(2,9)</b>	<b>5,3</b>	<b>2,4</b>
% var	389%	-77%	48%	-116%	131%	-88%
<b>Résultat Net part du groupe retraité (hors Ubi)</b>	<b>19,0</b>	<b>8,1</b>	<b>27,7</b>	<b>(2,5)</b>	<b>5,3</b>	<b>2,7</b>
Marge nette (% du CA)	19,3%	9,0%	14,8%	-5,3%	6,9%	2,2%
<b>BPA hors impact Ubisoft</b>	<b>1,3</b>	<b>0,5</b>	<b>1,8</b>	<b>(0,2)</b>	<b>0,3</b>	<b>0,2</b>
% var	47%	-53%	-6%	-113%	-35%	-90%

Source : Société & In Extenso Finance

## La situation devrait s'améliorer au S2

Guillemot a réduit ses prévisions de CA FY2023 entre 120 M€ et 140 M€ (vs c. 140 M€ précédemment) mais a réitéré son objectif de RO positif.

Le management a fait part d'une amélioration de la situation au S2, avec les stocks des distributeurs qui se réduisent régulièrement.

Nous avons intégré la nouvelle guidance du management dans nos prévisions, et estimons désormais un CA annuel de 125 M€ et un résultat opérationnel à +3 M€.

Ainsi, nous anticipons un chiffre d'affaires au S2 en baisse de -14,5% YoY, mais un résultat opérationnel positif à +6,8 M€.

La base de comparaison sera moins élevée (le S2 2022 était en baisse de 15% YoY) et l'activité devrait être soutenue par une actualité de sorties de jeux de courses de voiture, qui devrait relancer la vente d'accessoires associés.

## Retour à une croissance significative des ventes en 2024

Selon le management, le potentiel des nouvelles gammes du Groupe, l'élargissement des réseaux de distribution, et l'assainissement des stocks des clients donnent de bonnes perspectives pour un retour à une croissance significative dès 2024.

## Guidance

2022	Date	Evènement	Perspectives	Evolution	Détails
	27/01/2022	CA FY2021	Perspectives 2022		CA > 200 M€
	24/03/2022	FY Résultats 2021	Perspectives 2022		CA > 200 M€ maintenu
	28/04/2022	CA T1	Perspectives 2022	hausse	Résultat opérationnel > 30M€ sortie au S2 de nombreuses nouveautés
	28/07/2022	CA T2	Perspectives 2022		CA > 200 M€ maintenu Résultat opérationnel > 30M€ sortie pour la fin d'année de nombreuses nouveautés
	29/09/2022	Résultats S1	Perspectives S2 2022 Perspectives 2023 A moyen-long terme		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 du esport et de la simulation de course auto et de vol
	27/10/2022	CA T3	Perspectives 2022	baisse	CA et ROC en croissance sur 2022

2023	Date	Evènement	Perspectives	Evolution	Détails
	26/01/2023	CA FY2022	Perspectives 2023	New	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	Perspectives 2023	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€ et RO positif
	27/04/2023	CA T1	Perspectives 2023	Confirmation	CA c.140 M€ et RO positif
	27/07/2023	CA T2	Perspectives 2023 Perspectives 2024	Confirmation	CA c.140 M€ et RO positif Perspectives de retour à une croissance significative dès 2024
	28/09/2023		Perspectives 2023 Perspectives 2024	baisse Confirmation	CA entre 120 M€ et 140 M€ ; RO positif Perspectives de retour à une croissance significative en 2024

Source : Société & In Extenso Finance

## Synthèse des comptes annuels et de nos prévisions

### P&L projeté

Au 31/12 (en M€)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>Chiffre d'affaires</b>	<b>176,76</b>	<b>188,04</b>	<b>125,00</b>	<b>134,87</b>	<b>141,89</b>
% var	46,5%	6,4%	-33,5%	7,9%	5,2%
Achats	102,39	105,06	65,01	66,48	68,53
Variation des stocks de produits finis	21,78	18,55	0,00	0,00	0,00
<b>Marge Brute</b>	<b>96,15</b>	<b>101,53</b>	<b>59,99</b>	<b>68,38</b>	<b>73,36</b>
% du CA	54,4%	54,0%	48,0%	50,7%	51,7%
Charges externes	31,37	31,93	26,88	27,65	27,67
% du CA	17,7%	17,0%	21,5%	20,5%	19,5%
Charges de personnel	12,83	14,42	16,13	16,91	17,80
% du CA	7,3%	7,7%	12,9%	12,5%	12,5%
Impôts et taxes	0,71	0,81	0,54	0,58	0,61
Autres produits et charges d'exploitation	-11,56	-12,49	-7,25	-6,74	-7,09
<b>Excédent brut d'exploitation (EBITDA)</b>	<b>39,68</b>	<b>41,89</b>	<b>9,21</b>	<b>16,50</b>	<b>20,20</b>
% Marge d'EBITDA	22,4%	22,3%	7,4%	12,2%	14,2%
Dépréciation et amortissements	6,68	7,65	6,25	6,74	7,09
<b>Résultat opérationnel courant (EBIT)</b>	<b>33,00</b>	<b>34,24</b>	<b>2,96</b>	<b>9,76</b>	<b>13,10</b>
% Marge opérationnelle	18,7%	18,2%	2,4%	7,2%	9,2%
<b>Résultat financier (hors impact Ubi)</b>	<b>-0,11</b>	<b>0,74</b>	<b>0,27</b>	<b>-0,11</b>	<b>-0,11</b>
<b>Résultat courant avant impôts</b>	<b>32,89</b>	<b>34,98</b>	<b>3,22</b>	<b>9,64</b>	<b>12,99</b>
Impôts	2,89	7,24	0,48	1,64	2,21
<b>Résultat Net part du groupe (avec impact Ubi)</b>	<b>13,71</b>	<b>20,35</b>	<b>2,36</b>	<b>8,00</b>	<b>10,78</b>
% var	-54,0%	48,4%	-88,4%	239,2%	34,7%
<b>Résultat Net part du groupe retraité (hors Ubi)</b>	<b>30,00</b>	<b>27,75</b>	<b>2,74</b>	<b>8,00</b>	<b>10,78</b>
Marge nette (% du CA)	17,0%	14,8%	2,2%	5,9%	7,6%
<b>BPA inclus impact Ubiisoft</b>	<b>0,90</b>	<b>1,35</b>	<b>0,16</b>	<b>0,53</b>	<b>0,71</b>
% var	-54,0%	50,4%	-88,4%	239,2%	34,7%
<b>BPA hors impact Ubiisoft</b>	<b>1,96</b>	<b>1,84</b>	<b>0,18</b>	<b>0,53</b>	<b>0,71</b>
% var	35,6%	-6,3%	-90,1%	192,1%	34,7%

Source : Société & In Extenso Finance

## Bilan projeté

Au 31/12 (en M€)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>ACTIF</b>					
Immobilisations incorporelles	16,18	23,28	24,03	24,28	24,19
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
<b>Actifs non courants</b>	<b>27,50</b>	<b>36,89</b>	<b>37,64</b>	<b>37,90</b>	<b>37,80</b>
Stocks	40,93	57,20	46,25	49,90	52,50
Clients	59,88	34,74	27,50	29,67	31,22
Autres créances	6,61	4,08	3,75	4,05	4,26
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	35,16	38,86	46,86
<b>Actifs courants</b>	<b>138,71</b>	<b>143,31</b>	<b>124,70</b>	<b>134,52</b>	<b>146,87</b>
<b>TOTAL ACTIF</b>	<b>166,21</b>	<b>180,20</b>	<b>162,34</b>	<b>172,42</b>	<b>184,67</b>
<b>PASSIF</b>					
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	80,23	88,24	99,02
Ecart de conversion	0,69	0,44	0,00	0,00	0,00
<b>Capitaux propres groupe</b>	<b>90,43</b>	<b>104,41</b>	<b>102,55</b>	<b>110,56</b>	<b>121,34</b>
<b>Capitaux propres de l'ensemble</b>	<b>90,43</b>	<b>104,41</b>	<b>102,55</b>	<b>110,56</b>	<b>121,34</b>
Engagements envers le personnel	1,38	1,59	1,59	1,59	1,59
Emprunts	2,10	8,35	5,15	5,15	5,15
<b>Passifs non courants</b>	<b>3,47</b>	<b>9,95</b>	<b>6,73</b>	<b>6,73</b>	<b>6,73</b>
Fournisseurs	38,07	38,89	26,25	28,32	29,80
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
<b>Passifs courants</b>	<b>72,31</b>	<b>65,85</b>	<b>53,06</b>	<b>55,13</b>	<b>56,60</b>
<b>TOTAL PASSIF</b>	<b>166,20</b>	<b>180,20</b>	<b>162,34</b>	<b>172,42</b>	<b>184,67</b>

Source : Société & In Extenso Finance

## Valorisation : OC réduit à 7,10 € (vs 8,20 € prec.) – Opinion Achat réitérée

**Notre objectif de cours s'établit désormais à 7,10 € contre 8,20 € précédemment.**

Notre OC 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.

- La méthode DCF implique un OC à 8,90 €
- La méthode des comparables boursiers implique un OC à 5,20 €

Valeur du titre (EUR)	
DCF	8,9
Comparables	5,2
<b>TP</b>	<b>7,1</b>
Dernier cours	6,0
Upside / Downside total	17,8%



## La méthode DCF implique un OC à 8,90 €

Flux de trésorerie actualisés	Valeur du titre : 8,9 €						Potentiel : +49%						2022-2032E
Free Cash Flows (31/12, €M)	2021	2022	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	CAGR
Chiffre d'affaires	177	188	125	135	142	148	154	159	164	169	172	176	-0,7%
% var		+6,4%	-33,5%	+7,9%	+5,2%	+4,3%	+4,3%	+3,0%	+3,0%	+3,0%	+2,0%	+2,0%	
EBIT	33,0	34,2	3,0	9,8	13,1	15,9	18,9	19,8	20,7	21,7	22,4	23,2	-3,8%
% Marge	18,7%	18,2%	2,4%	7,2%	9,2%	10,7%	12,2%	12,4%	12,6%	12,8%	13,0%	13,2%	
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	6,3	6,7	7,1	7,4	7,6	7,9	8,1	8,2	8,4	
% du CA	4,0%	3,6%	6,1%	4,6%	4,8%	4,8%	4,8%	4,8%	4,8%	4,8%	4,8%	4,8%	
CAPEX	(5,4)	(5,6)	(5,0)	(5,0)	(5,0)	(5,0)	(5,0)	(7,6)	(7,9)	(8,1)	(8,2)	(8,4)	+4,1%
% du CA	3,1%	3,0%	4,0%	3,7%	3,5%	3,4%	3,2%	4,8%	4,8%	4,8%	4,8%	4,8%	
BFR	39,9	36,0	30,1	34,1	37,0	39,5	42,1	43	45	46	47	48	+2,9%
% du CA	22,6%	19,1%	24,1%	25,3%	26,1%	26,7%	27,3%	27,3%	27,3%	27,3%	27,3%	27,3%	
Variation de BFR	(36)	4	6	(4)	(3)	(3)	(3)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	
Free Cash Flows	-7	30	11	5	10	13	15	15	16	17	18	18	-4,9%

Tableau des Free Cash-Flows (M€)	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	Valeur terminale
Flux de trésorerie	11	5	10	13	15	15	16	17	18	18	130
% var			-52%	+84%	+31%	+21%	-2%	+5%	+5%	+8%	+4%
WACC	15,9%	15,9%	15,9%	15,9%	15,9%	15,9%	15,9%	15,9%	15,9%	15,9%	
Période	0,25	1,25	2,25	3,25	4,25	5,25	6,25	7,25	8,25	9,25	9,25
Coefficient d'actualisation	0,96	0,83	0,72	0,62	0,53	0,46	0,40	0,34	0,30	0,26	0,26
Flux de trésorerie actualisés	10,6	4,4	7,0	7,9	8,3	7,0	6,3	5,7	5,3	4,7	33,2

WACC	15,9%
Lever financier	0,0%
Taux d'impôt	26,0%
Coût de la dette	2,2%
Taux sans risque	3,0%
Beta	1,39
Prime de risque	7,0%
Prime small caps	3,2%
Coût du capital	15,9%
Taux de croissance à l'infini	+1,5%

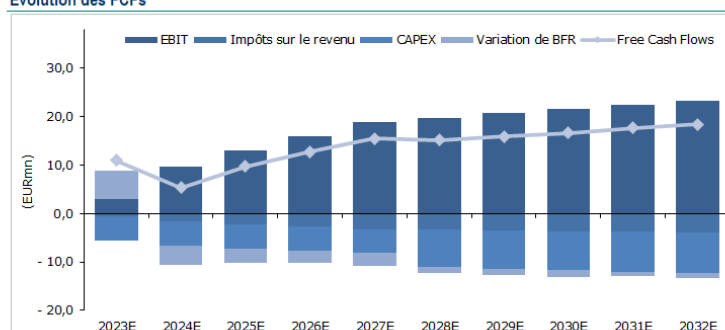
## Analyse de sensibilité (EUR)

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

## Valeur du titre (EUR)

Valeur d'entreprise (EURM)	100,4
+ Titres financiers	12,9
- Endettement financier net (à fin 2022)	-21,3
Minoritaires	0,0
Valeur des capitaux propres (EURM)	134,5
Nombre d'actions	15,09
Valeur du titre (EUR)	8,9
Cours de l'action	6,0
Potentiel de hausse/baisse (%)	+49%

## Evolution des FCFs



Source : In Extenso Finance

## La méthode des comparables boursiers implique un OC à 5,20 €

Agrégats (M €)	Sales	Sales	EBITDA	EBITDA	EBIT	EBIT	RN	RN
Agrégats	Cal 2024	Cal 2025	Cal 2024	Cal 2025	Cal 2024	Cal 2025	Cal 2024	Cal 2025
	135	142	16	20	10	13	8	11
Multiples boursiers retenus des pairs (x)			EV/EBITDA	EV/EBITDA	EV/EBIT	EV/EBIT	PE	PE
Moyenne			3,6	3,0	7,3	5,5	7,2	5,1
Valorisation induite des capitaux propres			83	86	95	96	58	55
Par action			5,5	5,7	6,3	6,4	3,8	3,6
Valeur du titre (€)	5,2							
# actions ('000)	15 087							

Source : Factset &amp; In Extenso Finance

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...).

### Multiples boursiers des pairs

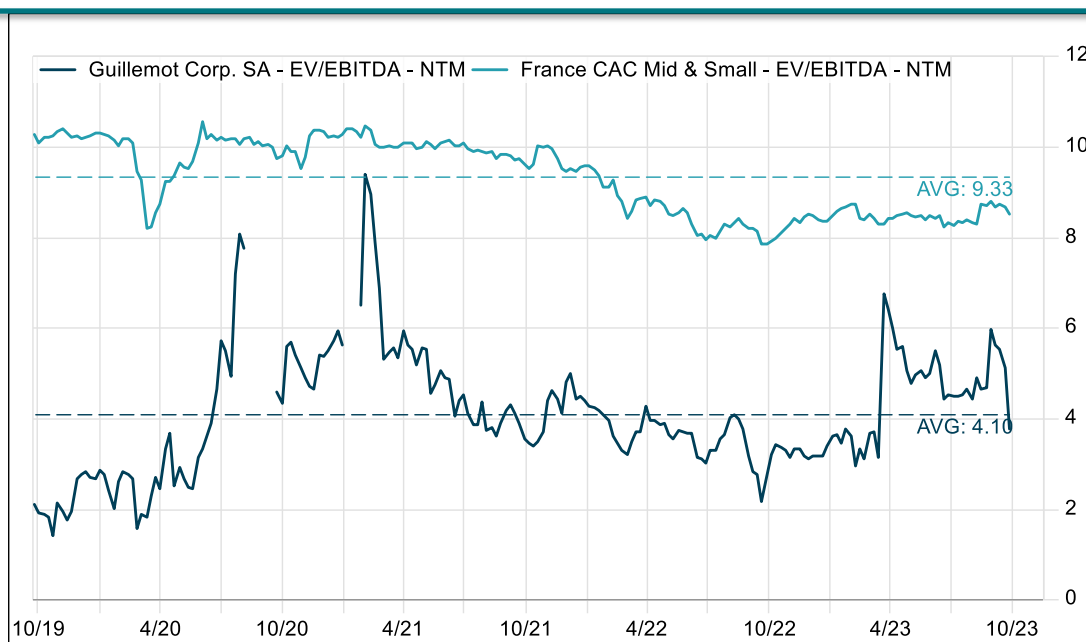
Multiples boursiers (x)	Mcap	EV/CA			EV/EBITDA			EV/EBIT			PE			
		FY0	FY1	FY2	FY3	FY1	FY2	FY3	FY1	FY2	FY3	FY1	FY2	FY3
Bigben Interactive	58	1,1	1,0	0,9	0,8	4,0	3,5	3,1	10,6	8,5	6,8	4,2	3,2	2,5
Innelec	23	0,2	0,2	0,1	0,1	4,4	3,9	3,3	6,5	5,5	4,5	8,4	7,1	5,2
Bang & Olufsen A/S	1 022	0,4	0,4	0,3	0,3	4,3	3,3	2,7	15,2	7,8	5,1	27,5	11,3	7,5
<b>Moyenne</b>							<b>3,6</b>	<b>3,0</b>		<b>7,3</b>	<b>5,5</b>		<b>7,2</b>	<b>5,1</b>
<b>Médiane</b>							3,5	3,1		7,0	5,1		5,2	5,2

Source : Factset In Extenso Finance

### Evolution des multiples de valorisation

Le titre se traite actuellement à 3,8x l'EV/EBITDA NTM, en ligne avec sa moyenne historique. Celle-ci inclut les multiples élevés de la période d'activité exceptionnelle 2020-21 mais également les multiples plus bas de la période précédente, où le niveau de CA était moitié moindre que celui attendu à fin 2023E (environ 61 M€ en 2019 vs 125 M€ attendu fin 2023E).

### EV/EBITDA de Guillemot vs sa moyenne historique et vs France CAC Mid & Small



Source : Factset & In Extenso Finance



## Avertissements importants

### Définition des opinions et objectifs de cours de In Extenso Finance

Les opinions mentionnées par In Extenso Finance 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 Finance pour la détermination de ses objectifs de cours est disponible sur le site Internet [www.genesta-finance.com](http://www.genesta-finance.com).

### 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

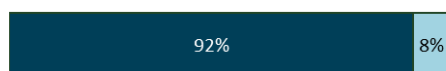
En qualité d'Analyste Financier Indépendant au sens du Règlement Général de l'AMF, In Extenso se réfère aux modalités administratives et organisationnelles définies par la profession, en particulier dans le respect des best practices et en matière de gestion des conflits d'intérêts. Des procédures spécifiques 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.

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

Date	Opinion	Objectif de cours
2 octobre 2023	Etude Semestrielle <b>Achat</b>	<b>7,10 €</b>
27 juillet 2023	Flash Valeur <b>Achat</b>	<b>8,20 €</b>
27 avril 2023	Flash Valeur <b>Achat</b>	<b>8,20 €</b>
24 mars 2023	Etude annuelle <b>Neutre</b>	<b>8,23 €</b>
27 janvier 2023	Flash Valeur <b>Achat</b>	<b>15,75 €</b>
31 octobre 2022	Flash Valeur <b>Achat Fort</b>	<b>16,65 €</b>
4 octobre 2022	Etude Semestrielle <b>Achat Fort</b>	<b>17,00 €</b>

### Répartition des opinions

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



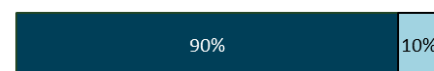
■ Achat Fort ■ Achat ■ Neutre ■ Vente ■ Vente Fort

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



■ Achat Fort ■ Achat ■ Neutre ■ Vente ■ Vente Fort

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



■ Achat Fort ■ Achat ■ Neutre ■ Vente ■ Vente Fort

## 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 Finance 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 Finance 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 Finance 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 Finance de façon indépendante, conformément à la déontologie et aux règles de la profession.

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