

Date de première diffusion : 26 janvier 2024

Guillemot

CA FY dans le bas de la fourchette de la guidance

Le CA annuel est ressorti en baisse de -36% YoY à 120,6 M€, dans le bas de la fourchette de la guidance (120-140 M€). Nous anticipons 125 M€. Le CA au T4 2023 était en baisse de -21% YoY à 37,1 M€ dans des marchés en recul. Sur l'année, le groupe a accéléré ses actions promotionnelles pour réduire les stocks de ses clients. Ainsi nous anticipons une logique baisse de la marge brute en 2023E. Cependant, nous estimons que (1) le potentiel des nouvelles gammes du groupe, (2) des stocks désormais équilibrés et (3) une base de comparaison moins élevée, donnent de bonnes perspectives pour une croissance significative dès 2024E. **Nous réitérons notre opinion Achat et ajustons notre OC à 7,0 € (vs 6,90 €)**. Le titre se traite à 3,9x l'EV/EBITDA NTM vs sa moyenne historique à 4,2x.

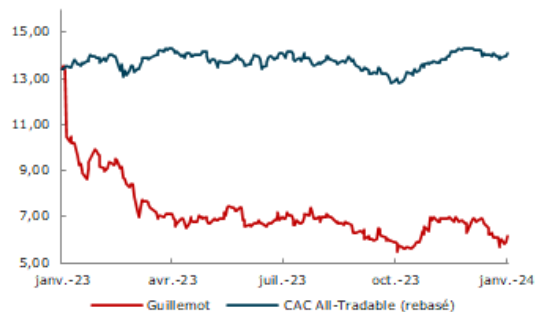
Opinion	2. Achat
Cours (clôt. au 25 janv. 2024)	6,14 €
Objectif de cours	7,0 € (+14,1 %)

Données boursières

Code Reuters / Bloomberg	GTCN.PA / GUI:FP
Capitalisation boursière	92,6 M€
Valeur d'entreprise	71,4 M€
Flottant	28,00 M€ (30,2 %)
Nombre d'actions	15 087 480
Volume quotidien	43 475 €
Taux de rotation du capital (1 an)	6,05%
Plus Haut (52 sem.)	13,54 €
Plus Bas (52 sem.)	5,51 €

Performances

Absolute	1 mois	6 mois	12 mois
	-2,4%	-11,6%	-54%



Actionnariat

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

Agenda

Résultats FY2023 : 27 mars 2024 (après marché)

Chiffres Clés

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
CA (M€)	176,8	188,0	120,6	130,1	136,9
Evolution (%)		6,4%	-35,9%	7,9%	5,2%
EBE (M€)	39,7	41,9	8,9	15,9	19,5
ROP (M€)	33,0	34,2	2,9	9,4	12,6
Marge op. (%)	18,7%	18,2%	2,4%	7,2%	9,2%
Res. Net. Pg (M€) *	30,0	27,7	2,7	7,7	10,4
Marge nette (%) *	17,0%	14,8%	2,2%	5,9%	7,6%
BPA *	1,96	1,84	0,18	0,51	0,69

*Éléments 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	0,6	0,5	0,4
VE / EBE	5,0	4,2	7,5	4,0	2,9
VE / ROP	6,0	5,1	23,4	6,7	4,4
P / E *	6,7	7,1	34,9	12,0	8,9
Gearing (%)	-6%	-20%	-25%	-27%	-30%
Dette nette / EBE	-0,1	-0,5	-2,9	-1,8	-1,9
ROCE (%)	15%	19%	2%	7%	9%

CA T4 en baisse de -21% YoY à 37,1 M€

Le groupe a publié un chiffre d'affaires annuel en baisse de -36% YoY à 120,6 M€, dans le bas de la fourchette de la guidance qui était de 120-140 M€. Nous anticipons 125 M€ dans notre modèle. Le chiffre d'affaires au T4 2023 est ressorti en baisse de -21% YoY à 37,1 M€ dans des marchés en recul. Par activité, le CA T4 de Thrustmaster s'est établi à 33,3 M€, en baisse de -23% YoY. Thrustmaster a cependant gagné des parts de marché en volants, joysticks et gamepads haut de gamme et a également élargi ses gammes et diversifié ses activités (dont en « Farming/Trucking »). Le CA T4 pour Hercules a augmenté de +3% YoY à 3,8 M€ grâce à une actualité riche en nouveautés, dont le lancement réussi en septembre 2023 de sa platine flagship « DJControl Inpulse T7 », unanimement saluée par la communauté DJing.

Les actions promotionnelles impacteront le RO 2023E

Sur l'année, le groupe a accéléré ses actions promotionnelles pour réduire les stocks de ses clients (désormais à des niveaux équilibrés). Ainsi nous anticipons, logiquement, une baisse de la marge brute 2023E à environ 48% (vs 54% l'an dernier). Nous anticipons un RO 2023E à 2,85 M€ (vs 34,2 M€ l'an dernier).

Retour à la croissance en 2024E, sur une base saine

Nous estimons que (1) le potentiel des nouvelles gammes du groupe, (2) des niveaux de stocks désormais équilibrés des clients et (3) une base de comparaison moins élevée, donnent de bonnes perspectives pour un retour à une croissance significative dès 2024E. Nous pensons que le marché a intégré l'atterrissage des ventes en 2023 et que, par conséquent, le cycle baissier de révisions des estimations de BPAs pour le groupe a atteint, ou est proche de sa fin.

Opinion Achat réitérée – OC 7,0 € (vs 6,90 €)

Nous avons légèrement réduit nos estimations de BPAs de -3% sur 2023E et au-delà (baisse de nos anticipations du niveau d'activité). Après mise à jour des paramètres de marché dans notre modèle (appréciation des multiples des pairs et baisse du taux sans risque depuis octobre 2023 dans notre modèle de DCF), nous ajustons notre **objectif de cours à 7,0 € (vs 6,90 €)**. Le titre se traite à 3,9x l'EV/EBITDA NTM vs sa moyenne historique à 4,2x. **Nous réitérons notre opinion Achat.**

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>.

Chiffre d'affaires FY 2023 dans le bas de la fourchette de la guidance

Le groupe a publié un chiffre d'affaires annuel en baisse de -36% YoY à 120,6 M€, dans le bas de la fourchette de la guidance qui était de 120-140 M€. Nous anticipions 125 M€ dans notre modèle.

Le chiffre d'affaires au T4 2023 est ressorti en baisse de -21% YoY à 37,1 M€ dans des marchés en recul.

Sur l'année, le groupe a accéléré ses actions promotionnelles pour réduire **les stocks de ses clients, qui sont désormais à des niveaux équilibrés.**

Par activité :

- Le CA T4 de **Thrustmaster** s'est établi à 33,3 M€, en baisse de -23% YoY. Thrustmaster a cependant gagné des parts de marché en volants, joysticks et gamepads haut de gamme. Le groupe a également élargi ses gammes et diversifié ses activités avec le lancement de plusieurs nouvelles lignes dont « Farming/Trucking ».
- Le CA T4 pour **Hercules** a augmenté de +3% YoY à 3,8 M€ grâce à une actualité riche en nouveautés, dont le lancement réussi en septembre 2023 de sa platine flagship « DJControl Impulse T7 », unanimement saluée par la communauté Djing.

Evolution du CA trimestriel

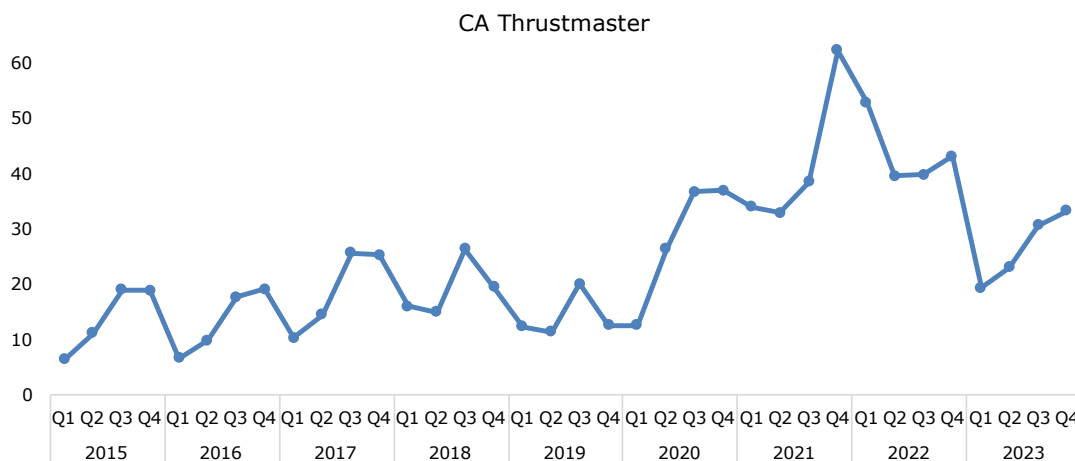
CA par marque (M€)																			
	2019			2020			2021			2022						2023			
	FY	FY	FY	Q1	Q2	H1	Q3	9M	Q4	H2	FY	Q1	Q2	H1	Q3	9M	Q4	H2	FY
Hercules	4,7	8,0	9,0	3,0	2,6	5,6	3,2	8,8	3,7	6,9	12,5	2,5	3,3	5,8	4,8	10,6	3,8	8,6	14,4
Thrustmaster	56,2	112,6	167,8	52,9	39,6	92,5	39,8	132,3	43,2	83	175,5	19,3	23,0	42,3	30,6	72,9	33,3	63,9	106,2
TOTAL	60,9	120,6	176,8	55,9	42,2	98,1	43	141,1	46,9	89,9	188	21,8	26,3	48,1	35,4	83,5	37,1	72,5	120,6

Var YoY (%)																			
	2019			2020			2021			2022						2023			
	FY	FY	FY	Q1	Q2	H1	Q3	9M	Q4	H2	FY	Q1	Q2	H1	Q3	9M	Q4	H2	FY
Hercules	6,8%	70,2%	12,5%	66,7%	44,4%	55,6%	45,5%	51,7%	15,6%	27,8%	38,9%	-16,7%	26,9%	3,6%	50,0%	20,5%	2,7%	24,6%	15,2%
Thrustmaster	-26,8%	100,4%	49,0%	55,6%	20,4%	38,3%	3,4%	25,5%	-30,8%	-17,7%	4,6%	-63,5%	-41,9%	-54,3%	-23,1%	-44,9%	-22,9%	-23,0%	-39,5%
TOTAL	-25,0%	98,0%	46,6%	56,1%	21,6%	39,1%	5,7%	26,9%	-28,5%	-15,4%	6,3%	-61,0%	-37,7%	-51,0%	-17,7%	-40,8%	-20,9%	-19,4%	-35,9%

% des ventes annuelles																			
	2019			2020			2021			2022						2023			
	FY	FY	FY	Q1	Q2	H1	Q3	9M	Q4	H2	FY	Q1	Q2	H1	Q3	9M	Q4	H2	FY
Hercules				24,0%	20,8%	44,8%	25,6%	70,4%	29,6%	55,2%		17,4%	22,9%	40,3%	33,3%	73,6%	26,4%	59,7%	
Thrustmaster				30,1%	22,6%	52,7%	22,7%	75,4%	24,6%	47,3%		18,2%	21,7%	39,8%	28,8%	68,7%	31,3%	60,2%	
TOTAL				29,7%	22,4%	52,2%	22,9%	75,1%	24,9%	47,8%		18,1%	21,8%	39,9%	29,4%	69,2%	30,8%	60,1%	

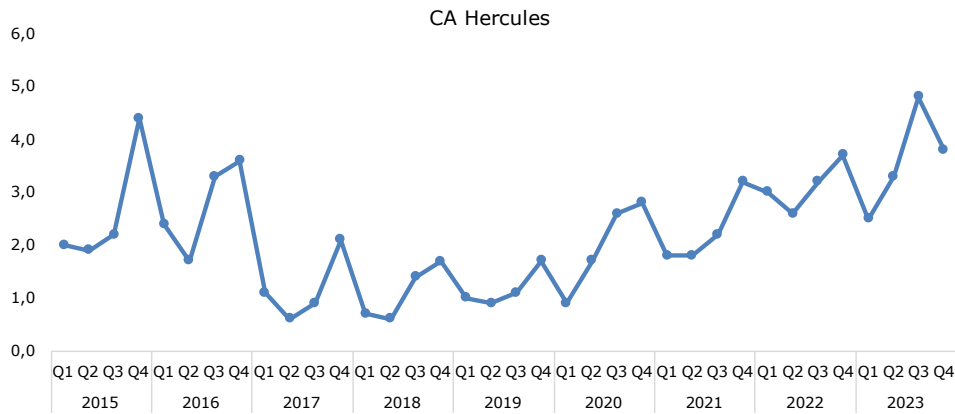
Source : Société & In Extenso Finance

Evolution du CA trimestriel Thrustmaster (M€)



Source : Société & In Extenso Finance

Evolution du CA trimestriel Hercules (M€)



Source : Société & In Extenso Finance

Outlook : retour de la croissance en 2024 et RO positif

Le groupe prévoit un **retour à la croissance pour l'exercice 2024 et un résultat opérationnel positif**.

Il s'appuiera sur la montée en puissance des accessoires lancés récemment et prépare la sortie de nouveautés majeures chez Thrustmaster au S2 2024.

Nous estimons que **le potentiel des nouvelles gammes du groupe et des stocks désormais équilibrés 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€
	29/09/2022	Résultats S1	Perspectives S2 2022		sortie pour la fin d'année de nombreuses nouveautés
			Perspectives 2023		CA > 200 M€ maintenu
			A moyen-long terme		Résultat opérationnel > 30M€
	27/10/2022	CA T3	Perspectives 2022	baisse	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
					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
	23/03/2023	FY results 2022	Perspectives 2023	baisse	CA > 150 M€ 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
	27/04/2023	CA T1	Perspectives 2023	Confirmation	CA c.140 M€ et RO positif
	27/07/2023	CA T2	Perspectives 2023	Confirmation	CA c.140 M€ et RO positif
			Perspectives 2024		Perspectives de retour à une croissance significative dès 2024
	28/09/2023	Résultats S1	Perspectives 2023	baisse	CA entre 120 M€ et 140 M€ ; RO positif
			Perspectives 2024	Confirmation	Perspectives de retour à une croissance significative en 2024
	26/10/2023	CA T3	Perspectives 2023	Confirmation	Meilleure dynamique commerciale pour la fin d'année
			Perspectives 2024	Confirmation	CA entre 120 M€ et 140 M€ ; RO positif
			Perspectives 2024	Confirmation	Perspectives de retour à une croissance significative en 2024
	25/01/2024	CA FY2023	Perspectives 2024	New	Montée en puissance des accessoires lancés récemment et nouveautés majeures chez Thrustmaster au S2 2024 Retour à la croissance pour 2024 et un RO positif.

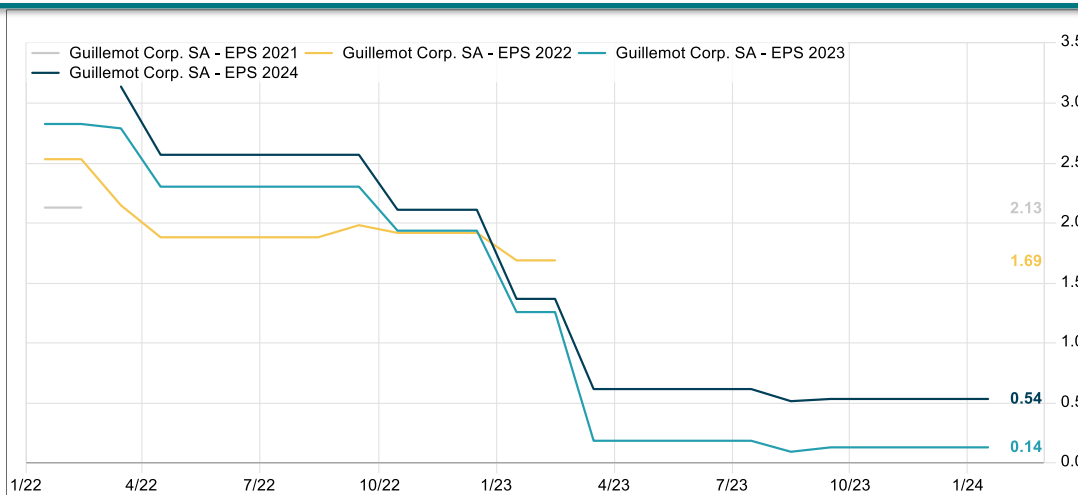
Source : Société & In Extenso Finance

Cycle de baisse du consensus de BPA proche de la fin

Etant donné l’atterrissage de l’activité en 2023 (CA FY -36% YoY) et les perspectives de retour à la croissance en 2024 sur des niveaux de stocks équilibrés et une base de comparaison moins élevée, nous pensons que le cycle baissier de révisions des estimations de BPAs pour le groupe a atteint ou est proche de sa fin.

Le consensus de BPA avait été révisé plusieurs fois en baisse depuis le début de l’année du fait du recul du niveau d’activité à partir du T4 2022, d’une base de comparaison élevée après la très forte croissance du CA les trois dernières années, de niveaux de stocks élevés dans la distribution, d’un atterrissage attendu en 2023 et d’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.

Evolution du consensus de BPA 2022-24

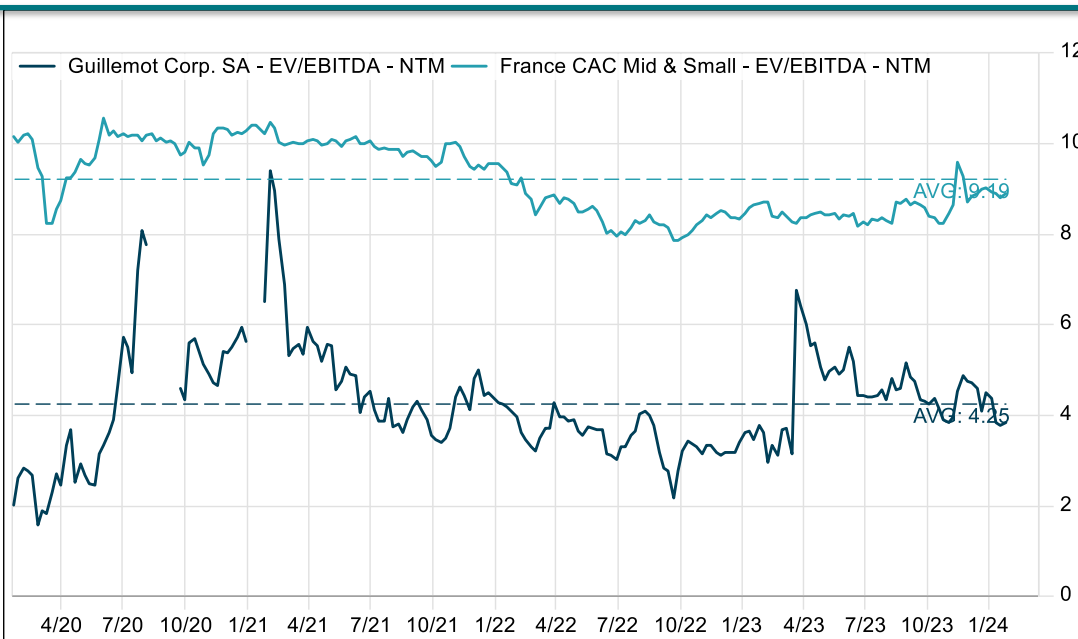


Source : Factset & In Extenso Finance

Evolution des multiples de valorisation

Le titre se traite actuellement à 3,9x l’EV/EBITDA NTM vs sa moyenne historique à 4,2x. 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 à fin 2023 (environ 61 M€ en 2019 vs c.121 M€ en 2023).

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.

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

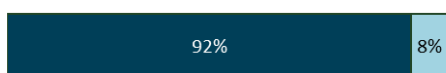
En qualité d'Analyste Financier Indépendant au sens du Règlement Général de l'AMF, In Extenso se réfère aux modalités administratives et organisationnelles définies par la profession, en particulier dans le respect des best practices et en matière de gestion des conflits d'intérêts. Des procédures spécifiques 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 ou d'objectif de cours relatifs à la valeur au cours des 12 derniers mois

Date	Opinion	Objectif de cours
26 janvier 2024	Flash Valeur Achat	7,00 €
27 octobre 2023	Flash Valeur Achat	6,90 €
2 octobre 2023	Etude Semestrielle Achat	7,10 €
27 juillet 2023	Flash Valeur Achat	8,20 €
27 avril 2023	Flash Valeur Achat	8,20 €
24 mars 2023	Etude annuelle Neutre	8,23 €

Répartition des opinions

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



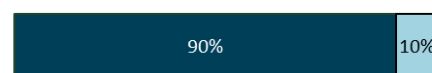
■ Achat Fort ■ Achat ■ Neutre ■ Vente ■ Vente Fort

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 Etats-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.