

Date de première diffusion : 28 mars 2024

# Guillemot

## Résultats FY 2023 en berne – reprise en 2024E

### Marge brute en recul : déstockage, inflation et concurrence

La marge brute s'est établie à 58 M€, en recul de -43% YoY. Son taux s'est réduit de plus de 5 points, à 48,7% du CA. Dans un contexte inflationniste et très concurrentiel, la MB a été impactée par d'importants frais de trade-marketing clients. Sur l'année, le groupe a accéléré ses actions promotionnelles pour réduire les stocks de ses clients, qui sont désormais à des niveaux équilibrés. En outre, le groupe a ajouté qu'au T4 2023, il a pu ré-établir des niveaux de taux de marge brute supérieurs à ceux du T4 2022.

### RO 2023 : -93% YoY

Le résultat opérationnel a reculé de -c.93% YoY à 2,5 M€, et a résulté du moindre niveau d'activité en 2023, conjugué à la baisse moins rapide des charges opérationnelles. Le résultat financier a été impacté par une perte de réévaluation de 1,5 M€ sur le portefeuille de titres Ubisoft détenus. Le résultat net consolidé de l'exercice s'est établi à 1 M€, et à 2,5 M€ retraité de l'impact des titres Ubisoft. Le BPA hors impact Ubisoft est ressorti à 0,16 € (7% en dessous de notre attente).

### Situation financière saine ; pas de dividende proposé

La situation de trésorerie est toujours très saine avec un endettement net négatif de -16,7 M€. Le flux net de trésorerie lié aux activités opérationnelles (FCF) est ressorti à +5,5 M€. Le Conseil d'Administration n'a pas proposé de dividende au titre de l'exercice 2023 (vs 0,25 € par titre pour chacun des trois précédents exercices).

### Retour à la croissance en 2024, sur une nouvelle base

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 en 2024. Le management a, en outre, confirmé sa guidance (retour à la croissance pour l'exercice 2024 et un résultat opérationnel positif).

### 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 une base de comparaison assainie en 2023, la remise à niveau des stocks de la distribution et les dépenses de R&D. Ces investissements permettent au groupe de rester à la pointe de la technologie et d'ouvrir de nouveaux segments de marché. En effet, Guillemot travaille sur l'élargissement du périmètre de ses gammes Hercules et Thrustmaster, à l'enrichissement de leurs offres, et poursuit sa stratégie de montée en gamme de ses produits. En outre, le groupe met l'accent sur le renforcement de sa stratégie commerciale.

### Valorisation attractive – Achat Fort (vs Achat)

Suite à la publication, nous avons révisé en baisse nos estimations de résultats pour le groupe (-c.15% sur nos BPA à moyen terme). Notre nouvel objectif de cours s'établit à 6,30 € vs 7,00 € précédemment. **Nous relevons notre opinion à Achat Fort** (vs Achat) du fait d'un potentiel de hausse du titre plus important. YTD, le titre est en baisse d'environ -31%. Ainsi, il se traite actuellement à 2,7x l'EV/EBITDA NTM vs sa moyenne historique à 4,3x. Le groupe tiendra une réunion de présentation des résultats annuels le 28/04 dans l'après-midi.

### Maud Servagnat

Analyste Financier

Maud.servagnat@inextenso-finance.fr

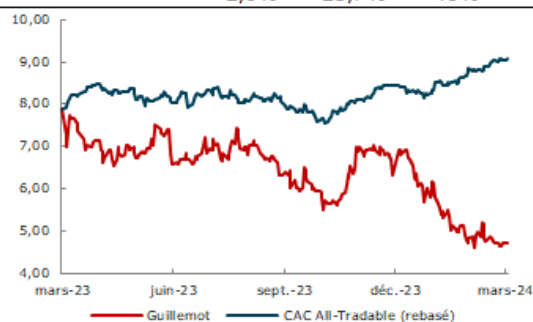
<b>Opinion</b>	<b>1. Achat Fort</b>
Cours (clôt. au 27 mars 2024)	4,68 €
Objectif de cours	6,3 € (+34,6 %)

### Données boursières

Code Reuters / Bloomberg	GTCN.PA / GUI:FP
Capitalisation boursière	70,6 M€
Valeur d'entreprise	49,3 M€
Flottant	21,35 M€ (30,2 %)
Nombre d'actions	15 087 480
Volume quotidien	43 583 €
Taux de rotation du capital (1 an)	7,90%
Plus Haut (52 sem.)	7,87 €
Plus Bas (52 sem.)	4,61 €

### Performances

Absolue	1 mois	6 mois	12 mois
	-2,6%	-25,7%	-40%



### Actionnariat

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

### Agenda

CA T1 2024 : 25 avril 2024 (après marché)

### Chiffres Clés

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
CA (M€)	188,0	119,1	126,4	133,0	138,9
Evolution (%)	6,4%	-36,6%	6,1%	5,2%	4,4%
EBE (M€)	41,9	10,9	15,6	20,5	23,4
ROP (M€)	34,2	2,5	6,8	11,1	13,7
Marge op. (%)	18,2%	2,1%	5,4%	8,4%	9,9%
Res. Net. Pg (M€) *	27,7	2,5	5,9	9,2	11,4
Marge nette (%) *	14,8%	2,1%	4,6%	6,9%	8,2%
BPA *	1,84	0,16	0,39	0,61	0,75

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

### Ratios (Hors Valorisation des titres Ubisoft)

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
VE / CA	0,9	0,5	0,4	0,2	0,1
VE / EBE	4,2	5,0	2,9	1,5	0,8
VE / ROP	5,1	21,4	6,7	2,8	1,3
P / E *	7,1	28,7	12,0	7,6	6,2
Gearing (%)	-20%	-16%	-24%	-34%	-41%
Dettes nette / EBE	-0,5	-1,5	-1,6	-1,9	-2,2
ROCE (%)	19%	1%	5%	8%	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

Notre objectif de cours, obtenu par la moyenne des méthodes DCF et Comparables Boursiers, ressort à 6,30 €.

### DCF

Après mise à jour de notre modèle, l'actualisation des flux de trésorerie d'exploitation disponibles valorise le titre à 7,50 €.

### Comparables

La valorisation par les comparables boursiers fait ressortir une valeur de 5,10 € 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

L'exercice FY2023 s'est inscrit en fort retrait, impacté par une base de comparaison élevée et la réduction des stocks dans la distribution, dans un contexte inflationniste et concurrentiel.

### Retour à la croissance en 2024, sur une nouvelle base

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 en 2024. Le management a, en outre, confirmé sa guidance (retour à la croissance pour l'exercice 2024 et un résultat opérationnel positif).

### 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 à l'enrichissement de leurs offres, et poursuit sa stratégie de montée en gamme de ses produits. En outre, le groupe met l'accent sur le renforcement de sa stratégie commerciale.

### Valorisation attractive

Le titre se traite actuellement à 2,7x l'EV/EBITDA NTM vs sa moyenne historique à 4,3x. 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 la moitié de celui à fin 2023 (c.61 M€ en 2019 vs c.119 M€ en 2023).

### Opinion Achat Fort - objectif de cours à 6,30 €

Après mise à jour de notre modèle, la valorisation de Guillemot ressort à 6,30 €. **Opinion Achat Fort.**

## Résultats annuels 2023 en forte baisse

Le groupe a publié ses résultats annuels 2023 :

- La marge brute a reculé de -43% YoY à 58 M€, soit 48,7% du CA, traduisant une baisse du taux de marge de plus de 5 points YoY, impactée par d'importants frais de trade-marketing clients dans un contexte inflationniste et très concurrentiel. Le groupe a cependant précisé qu'au T4 2023, il a pu ré-établir des niveaux de taux de marge brute supérieurs à ceux du T4 2022.
- Il est important de noter que, sur l'année, le groupe a accéléré ses actions promotionnelles pour réduire les stocks de ses clients, qui sont désormais à des niveaux équilibrés.
- Le résultat opérationnel est ressorti en baisse de c.-93% YoY à 2,5 M€, et a résulté du moindre niveau d'activité en 2023 (-c.37% YoY), alors que les charges opérationnelles ont baissé moins rapidement.
- Le résultat financier a été impacté par une perte de réévaluation de 1,5 M€ sur le portefeuille de titres Ubisoft détenus.
- Le résultat net consolidé de l'exercice s'est établi à 1 M€, et donc à 2,5 M€ retraité de l'impact des titres Ubisoft.
- Le BPA hors impact Ubisoft est ressorti à 0,16 €.
- Le Conseil d'Administration n'a pas proposé de dividende au titre de l'exercice 2023 (vs 0,25 € par titre pour chacun des trois précédents exercices).

### P&L publié (M€)

Au 31/12 (en M€)	S1	S2	2022	S1	S2	2023
<b>Chiffre d'affaires</b>	<b>98,14</b>	<b>89,90</b>	<b>188,04</b>	<b>48,11</b>	<b>71,02</b>	<b>119,13</b>
% var	39%	-15%	6%	-51%	-21%	-37%
Achats	51,5	53,5	105,1	20,0	31,5	51,5
Variation des stocks de produits finis	10,4	8,1	18,6	(6,3)	(3,3)	(9,6)
<b>Marge Brute</b>	<b>57,0</b>	<b>44,5</b>	<b>101,5</b>	<b>21,9</b>	<b>36,2</b>	<b>58,0</b>
% du CA	58,1%	49,5%	54,0%	45,4%	50,9%	48,7%
Charges externes	14,7	17,2	31,9	11,0	13,3	24,3
% du CA	15,0%	19,2%	17,0%	22,8%	18,7%	20,4%
Charges de personnel	7,0	7,4	14,4	8,4	7,9	16,3
% du CA	7,1%	8,3%	7,7%	17,4%	11,1%	13,7%
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)	(3,9)	(6,1)
<b>Excédent brut d'exploitation (EBITDA)</b>	<b>28,4</b>	<b>13,5</b>	<b>41,9</b>	<b>0,0</b>	<b>10,9</b>	<b>10,9</b>
% var	66%	-40%	6%	-100%	-20%	-74%
% Marge d'EBITDA	28,9%	15,0%	22,3%	0,1%	15,3%	9,1%
Dépréciation et amortissements	3,4	4,3	7,7	3,9	4,5	8,4
<b>Résultat opérationnel courant (EBIT)</b>	<b>25,0</b>	<b>9,2</b>	<b>34,2</b>	<b>(3,9)</b>	<b>6,4</b>	<b>2,5</b>
% var	88%	-53%	4%	-115%	-31%	-93%
% Marge opérationnelle	25,5%	10,3%	18,2%	-8,0%	9,0%	2,1%
<b>Résultat d'exploitation</b>	<b>25,0</b>	<b>9,2</b>	<b>34,2</b>	<b>(3,9)</b>	<b>6,4</b>	<b>2,5</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>(1,3)</b>	<b>(1,4)</b>
<b>Résultat financier (hors impact Ubi)</b>	<b>(0,0)</b>	<b>0,1</b>	<b>0,7</b>	<b>0,1</b>	<b>(0,0)</b>	<b>0,1</b>
<b>Résultat courant avant impôts</b>	<b>24,1</b>	<b>3,5</b>	<b>27,6</b>	<b>(4,0)</b>	<b>5,0</b>	<b>1,08</b>
<b>Résultat courant avant impôts (hors Ubi)</b>	<b>25,0</b>	<b>9,3</b>	<b>35,0</b>	<b>(3,8)</b>	<b>6,3</b>	<b>2,58</b>
Impôts	6,0	1,2	7,2	(1,1)	1,2	0,1
<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>3,9</b>	<b>1,0</b>
% var	389%	-77%	48%	-116%	70%	-95%
<b>Résultat Net part du groupe retraité (hors Ubi)</b>	<b>19,0</b>	<b>8,1</b>	<b>27,7</b>	<b>(2,7)</b>	<b>5,2</b>	<b>2,5</b>
Marge nette (% du CA)	19,3%	9,0%	14,8%	-5,6%	7,3%	2,1%
<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%	-114%	-36%	-91%
<b>Dividende par action</b>			<b>0,25</b>			<b>0,00</b>

Source : Société & In Extenso Finance

Concernant les principaux éléments du bilan et du TFT :

- L'endettement net à fin décembre 2023 était négatif à -16,7 M€, dont une trésorerie nette positive de c.26 M€ contre des dettes de c.9 M€.
- Le flux net de trésorerie lié aux activités opérationnelles était positif, à +5,5 M€.

### Situation financière solide (M€)

Au 31/12 (en M€)	2022	2023
Total dettes	13,98	9,07
Trésorerie	35,25	25,73
<b>Endettement net</b>	<b>-21,26</b>	<b>-16,66</b>
Gearing (% capitaux propres)	-20%	-16%

Source : Société & In Extenso Finance

### Perspectives : confirmation d'un retour de la croissance en 2024 et d'un RO positif

Le management a **confirmé sa guidance**, qui avait déjà été communiquée fin janvier lors de la publication du chiffre d'affaires annuel : 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.

En outre, le management a estimé que **les niveaux de stocks de ses clients sont désormais à des niveaux équilibrés**, ce qui devrait être un facteur de soutien pour la croissance de l'activité et le niveau de la marge brute en 2024.

Le groupe, par ailleurs, concentrera ses efforts à (1) la poursuite des investissements en R&D (différenciation et création de valeur ajoutée), (2) à l'élargissement de ses gammes dans ses segments classiques et au déploiement des nouvelles offres (Farming pour Thrustmaster et Streaming pour Hercules), (3) au renforcement commercial en APAC et Moyen-Orient (potentiel de croissance), (4) à la synchronisation des actions commerciales avec les sorties de jeux au S2 (maximisation des ventes) et (5) à l'optimisation de la performance grâce à l'IA.

### 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€
	27/04/2023	CA T1	Perspectives 2023	Confirmation	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
	27/07/2023	CA T2	Perspectives 2023	Confirmation	CA c.140 M€ et RO positif
			Perspectives 2024		CA c.140 M€ et RO positif
	28/09/2023	Résultats S1	Perspectives 2023	baisse	Perspectives de retour à une croissance significative dès 2024
			Perspectives 2024	Confirmation	CA entre 120 M€ et 140 M€ ; RO positif
	26/10/2023	CA T3	Perspectives 2023		Perspectives de retour à une croissance significative en 2024
			Perspectives 2024	Confirmation	Meilleure dynamique commerciale pour la fin d'année
				Confirmation	CA entre 120 M€ et 140 M€ ; RO positif
	25/01/2024	CA FY2023	Perspectives 2024	New	Perspectives de retour à une croissance significative en 2024
					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.
	27/03/2024	Résultats FY2023	Perspectives 2024	Confirmation	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

## Synthèse des comptes annuels et de nos prévisions

Suite à la publication, nous avons révisé en baisse nos estimations de résultats pour le groupe (-15% sur nos BPA à moyen terme).

### P&L projeté (M€)

Au 31/12 (en M€)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>Chiffre d'affaires</b>	<b>188,04</b>	<b>119,13</b>	<b>126,42</b>	<b>133,05</b>	<b>138,86</b>
% var	6,4%	-36,6%	6,1%	5,2%	4,4%
Achats	105,06	51,53	62,96	64,93	67,07
Variation des stocks de produits finis	18,55	-9,58	0,00	0,00	0,00
<b>Marge Brute</b>	<b>101,53</b>	<b>58,02</b>	<b>63,46</b>	<b>68,12</b>	<b>71,79</b>
% du CA	54,0%	48,7%	50,2%	51,2%	51,7%
Charges externes	31,93	24,26	24,48	24,44	24,11
% du CA	17,0%	20,4%	19,4%	18,4%	17,4%
Charges de personnel	14,42	16,27	16,43	15,97	16,66
% du CA	7,7%	13,7%	13,0%	12,0%	12,0%
Impôts et taxes	0,81	0,54	0,58	0,61	0,63
Autres produits et charges d'exploitation	-12,49	-6,06	-6,32	-6,65	-6,94
<b>Excédent brut d'exploitation (EBITDA)</b>	<b>41,89</b>	<b>10,88</b>	<b>15,65</b>	<b>20,46</b>	<b>23,44</b>
% Marge d'EBITDA	22,3%	9,1%	12,4%	15,4%	16,9%
Dépréciation et amortissements	7,65	8,36	8,87	9,33	9,74
<b>Résultat opérationnel courant (EBIT)</b>	<b>34,24</b>	<b>2,52</b>	<b>6,78</b>	<b>11,13</b>	<b>13,69</b>
% var	3,8%	-92,6%	168,9%	64,1%	23,1%
% Marge opérationnelle	18,2%	2,1%	5,4%	8,4%	9,9%
<b>Résultat financier (hors impact Ubi)</b>	<b>0,74</b>	<b>0,06</b>	<b>0,30</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>
<b>Résultat courant avant impôts</b>	<b>34,98</b>	<b>2,58</b>	<b>7,08</b>	<b>11,13</b>	<b>13,69</b>
Impôts	7,24	0,11	1,20	1,89	2,33
<b>Résultat Net part du groupe (avec impact Ubi)</b>	<b>20,35</b>	<b>0,96</b>	<b>5,88</b>	<b>9,23</b>	<b>11,37</b>
% var	48,4%	-95,3%	509,5%	57,2%	23,1%
<b>Résultat Net part du groupe retraité (hors Ubi)</b>	<b>27,75</b>	<b>2,46</b>	<b>5,88</b>	<b>9,23</b>	<b>11,37</b>
Marge nette (% du CA)	14,8%	2,1%	4,6%	6,9%	8,2%
<b>BPA inclus impact Ubisoft</b>	<b>1,35</b>	<b>0,06</b>	<b>0,39</b>	<b>0,61</b>	<b>0,75</b>
% var	50,4%	-95,3%	509,5%	57,2%	23,1%
<b>BPA hors impact Ubisoft</b>	<b>1,84</b>	<b>0,16</b>	<b>0,39</b>	<b>0,61</b>	<b>0,75</b>
% var	-6,3%	-91,1%	138,5%	57,2%	23,1%
<b>Dividende par action</b>	<b>0,25</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>

Source : Société & In Extenso Finance



## Bilan projeté (M€)

Au 31/12 (en M€)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>ACTIF</b>					
Immobilisations incorporelles	23,28	23,74	21,87	19,54	16,79
Immobilisations corporelles	8,18	8,59	8,59	8,59	8,59
Actifs financiers	0,67	0,59	0,59	0,59	0,59
Actifs d'impôts exigibles	0,50	0,54	0,54	0,54	0,54
Impôts différés actifs	4,27	4,63	4,63	4,63	4,63
<b>Actifs non courants</b>	<b>36,89</b>	<b>38,10</b>	<b>36,23</b>	<b>33,90</b>	<b>31,16</b>
Stocks	57,20	45,73	44,73	43,08	44,96
Clients	34,74	36,06	37,00	37,61	37,86
Autres créances	4,08	3,62	3,59	3,51	3,39
Actifs financiers	11,72	10,26	10,26	10,26	10,26
Actifs d'impôts exigibles	0,32	4,22	4,22	4,22	4,22
Trésorerie	35,25	25,73	32,40	44,48	57,80
<b>Actifs courants</b>	<b>143,31</b>	<b>125,60</b>	<b>132,20</b>	<b>143,16</b>	<b>158,48</b>
<b>TOTAL ACTIF</b>	<b>180,20</b>	<b>163,70</b>	<b>168,43</b>	<b>177,05</b>	<b>189,64</b>
<b>PASSIF</b>					
Capital	11,77	11,62	11,62	11,62	11,62
Primes	10,55	8,08	8,08	8,08	8,08
Réserves et résultat consolidé	81,65	81,88	87,76	96,99	108,36
Ecart de conversion	0,44	0,21	0,00	0,00	0,00
<b>Capitaux propres groupe</b>	<b>104,41</b>	<b>101,78</b>	<b>107,45</b>	<b>116,68</b>	<b>128,05</b>
<b>Capitaux propres de l'ensemble</b>	<b>104,41</b>	<b>101,78</b>	<b>107,45</b>	<b>116,68</b>	<b>128,05</b>
Engagements envers le personnel	1,59	1,71	1,71	1,71	1,71
Emprunts	8,35	4,82	2,82	0,82	0,82
<b>Passifs non courants</b>	<b>9,95</b>	<b>6,55</b>	<b>4,53</b>	<b>2,53</b>	<b>2,53</b>
Fournisseurs	38,89	25,44	26,55	27,94	29,16
Emprunts à court terme	5,64	4,25	4,25	4,25	4,25
Dettes fiscales	2,44	0,82	0,82	0,82	0,82
Autres dettes	18,73	24,83	24,83	24,83	24,83
<b>Passifs courants</b>	<b>65,85</b>	<b>55,38</b>	<b>56,45</b>	<b>57,84</b>	<b>59,06</b>
<b>TOTAL PASSIF</b>	<b>180,20</b>	<b>163,70</b>	<b>168,43</b>	<b>177,05</b>	<b>189,64</b>

Source : Société &amp; In Extenso Finance

## TFT projeté (M€)

TABLEAU DE FLUX (M€)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Résultat net des sociétés intégrées	20,35	0,96	5,88	9,23	11,37
+ DAP	5,80	6,79	6,87	7,33	7,74
- Reprise des amortissements et provisions	-0,12	-1,95	0,00	0,00	0,00
-/+ Gains et pertes latents liés aux variations de juste valeur	7,40	1,47	0,00	0,00	0,00
-/+ Charges et produits liés aux stocks options	0,55	0,51	0,00	0,00	0,00
-/+ plus ou moins-values de cession	0,00	0,07	0,00	0,00	0,00
Variation des impôts différés	1,06	-0,37	0,00	0,00	0,00
Coût endettement financier net	-0,04	-0,54	0,00	0,00	0,00
<b>CAF</b>	<b>35,01</b>	<b>6,95</b>	<b>12,75</b>	<b>16,57</b>	<b>19,11</b>
Ecart de conversion	-0,30	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>Variation du BFR</b>	<b>-1,94</b>	<b>-1,94</b>	<b>1,19</b>	<b>2,51</b>	<b>-0,79</b>
<b>Flux net de trésorerie lié aux activités opérationnelles</b>	<b>32,80</b>	<b>5,55</b>	<b>13,94</b>	<b>19,08</b>	<b>18,32</b>
Investissements	-8,11	-6,51	-5,00	-5,00	-5,00
<b>Flux net de trésorerie lié aux opérations d'investissement</b>	<b>-8,11</b>	<b>-6,51</b>	<b>-5,00</b>	<b>-5,00</b>	<b>-5,00</b>
Dividendes versés	-3,81	-3,76	0,00	0,00	0,00
Emprunts	10,10	0,00	0,00	0,00	0,00
Remboursement des emprunts	-4,58	-4,80	-2,00	-2,00	0,00
Remboursement de la dette et intérêts IFRS16	-0,63	0,43	0,00	0,00	0,00
Autres	0,06	-0,14	-0,20	0,00	0,00
<b>Flux net de trésorerie lié aux opérations de financement</b>	<b>-1,50</b>	<b>-8,26</b>	<b>-2,20</b>	<b>-2,00</b>	<b>0,00</b>
Ecart de conversion	0,00	-0,27	0,00	0,00	0,00
<b>Variation de trésorerie</b>	<b>23,20</b>	<b>-9,50</b>	<b>6,74</b>	<b>12,08</b>	<b>13,32</b>

Source : Société &amp; In Extenso Finance

## Valorisation : OC révisé à 6,30 € (vs 7,00 €)

### Notre nouvel objectif de cours s'établit à 6,30 € vs 7,00 € 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 7,50 €
- La méthode des comparables boursiers implique un OC à 5,10 €

Valeur du titre (EUR)	
DCF	7,5
Comparables	5,1
<b>TP</b>	<b>6,30</b>
Dernier cours	4,6
Upside / Downside potential	36,6%

## DCF

Flux de trésorerie actualisés	Valeur du titre : 7,5 €					Potentiel : +62%					2023-2033E	
Free Cash Flows (31/12, €M)	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	CAGR
Chiffre d'affaires	119	126	133	139	145	147	149	151	153	155	158	+2,8%
% var	-36,6%	+6,1%	+5,2%	+4,4%	+4,4%	+1,4%	+1,4%	+1,4%	+1,4%	+1,4%	+1,4%	+15,7%
EBIT	2,5	6,8	11,1	13,7	14,3	13,8	13,2	12,6	12,0	11,4	10,8	
% Marge	2,1%	5,4%	8,4%	9,9%	9,9%	9,4%	8,9%	8,4%	7,9%	7,4%	6,9%	
Taux d'impôts (%)	10,5%	17,0%	17,0%	17,0%	17,0%	17,0%	17,0%	17,0%	17,0%	17,0%	17,0%	
D&A	7,7	8,4	8,9	9,3	9,7	9,9	10,0	10,2	10,3	10,4	10,6	
% du CA	6,4%	6,6%	6,7%	6,7%	6,7%	6,7%	6,7%	6,7%	6,7%	6,7%	6,7%	
CAPEX	(6,5)	(5,0)	(5,0)	(5,0)	(5,0)	(9,9)	(10,0)	(10,2)	(10,3)	(10,4)	(10,6)	+5,0%
% du CA	5,5%	4,0%	3,8%	3,6%	3,4%	6,7%	6,7%	6,7%	6,7%	6,7%	6,7%	
BFR	34,3	33,1	30,6	31,4	33,9	34	35	35	36	36	37	+0,7%
% du CA	28,8%	26,2%	23,0%	22,6%	23,4%	23,4%	23,4%	23,4%	23,4%	23,4%	23,4%	
Variation de BFR	2	1	3	(1)	(2)	(0)	(0)	(0)	(0)	(1)	(1)	
<b>Free Cash Flows</b>	<b>5</b>	<b>10</b>	<b>16</b>	<b>15</b>	<b>14</b>	<b>11</b>	<b>10</b>	<b>10</b>	<b>10</b>	<b>9</b>	<b>8</b>	<b>+5,3%</b>

Tableau des Free Cash-Flows (M€)	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	Valeur terminale
Flux de trésorerie	10	16	15	14	11	10	10	10	9	8	73
% var		+53%	-4%	-5%	-22%	-4%	-5%	-5%	-5%	-6%	
WACC	13,2%	13,2%	13,2%	13,2%	13,2%	13,2%	13,2%	13,2%	13,2%	13,2%	
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	0,91	0,80	0,71	0,63	0,55	0,49	0,43	0,38	0,34	0,30	0,30
<b>Flux de trésorerie actualisés</b>	<b>9,3</b>	<b>12,6</b>	<b>10,6</b>	<b>8,9</b>	<b>6,1</b>	<b>5,1</b>	<b>4,3</b>	<b>3,6</b>	<b>3,0</b>	<b>2,5</b>	<b>21,6</b>

<b>WACC</b>	<b>13,2%</b>
Levier financier	0,0%
Taux d'impôt	26,0%
<b>Coût de la dette</b>	<b>1,6%</b>
Taux sans risque	2,2%
Beta	1,39
Prime de risque	5,7%
Prime small caps	3,2%
<b>Coût du capital</b>	<b>13,2%</b>
Taux de croissance à l'infini	+1,4%

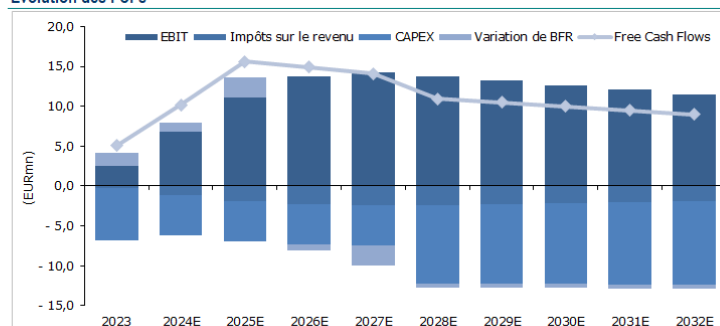
### Analyse de sensibilité (EUR)

WACC	Taux de croissance à l'infini									
	1,1%	1,2%	1,3%	1,4%	1,5%	1,6%	1,7%	1,8%		
11,7%	8,1	8,1	8,1	8,2	8,2	8,2	8,2	8,2		
12,2%	7,9	7,9	7,9	7,9	7,9	7,9	7,9	8,0		
12,7%	7,6	7,7	7,7	7,7	7,7	7,7	7,7	7,7		
<b>13,2%</b>	<b>7,4</b>	<b>7,5</b>	<b>7,5</b>	<b>7,5</b>	<b>7,5</b>	<b>7,5</b>	<b>7,5</b>	<b>7,5</b>		
13,7%	7,3	7,3	7,3	7,3	7,3	7,3	7,3	7,3		
14,2%	7,1	7,1	7,1	7,1	7,1	7,1	7,1	7,2		

### Valeur du titre (EUR)

Valeur d'entreprise (EURM)	87,6
+ Titres financiers	8,7
- Endettement financier net (à fin 2023)	-16,7
Minoritaires	0,0
<b>Valeur des capitaux propres (EURM)</b>	<b>112,9</b>
Nombre d'actions	15,09
<b>Valeur du titre (EUR)</b>	<b>7,5</b>
Cours de l'action	4,6
<b>Potentiel de hausse/baisse (%)</b>	<b>+62%</b>

### Evolution des FCFs



Source : In Extenso Finance

## Comparables boursiers

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
	126	133	16	20	7	11	6	9
Multiples boursiers retenus des pairs (x)			EV/EBITDA	EV/EBITDA	EV/EBIT	EV/EBIT	PE	PE
Moyenne			3,6	3,0	9,0	6,5	9,4	5,9
Valorisation induite des capitaux propres			82	87	87	98	56	55
Par action			5,4	5,8	5,7	6,5	3,7	3,6
<b>Valeur du titre (€)</b>	<b>5,1</b>							
# actions ('000)	15 087							

Source : Factset & 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/CA	EV/CA	EV/CA	EV/EBITDA	EV/EBITDA	EV/EBITDA	EV/EBIT	EV/EBIT	EV/EBIT	PE	PE	PE
		FY0	FY1	FY2	FY3	FY1	FY2	FY3	FY1	FY2	FY3	FY1	FY2	FY3
Bigben Interactive	49	1,1	1,0	0,9	0,8	4,5	3,9	3,3	13,6	11,8	9,2	5,6	4,6	3,5
Innelec	18	0,1	0,1	0,1	0,1	6,2	3,1	2,8	10,0	4,9	4,1	14,0	6,0	4,9
Bang & Olufsen A/S	1 124	0,4	0,4	0,4	0,4	4,6	3,8	3,0	18,7	10,4	6,2	56,6	17,8	9,3
<b>Moyenne</b>						<b>3,6</b>	<b>3,0</b>		<b>9,0</b>	<b>6,5</b>		<b>9,4</b>	<b>5,9</b>	
Médiane						3,8	3,0		8,4	6,2		5,3	4,9	

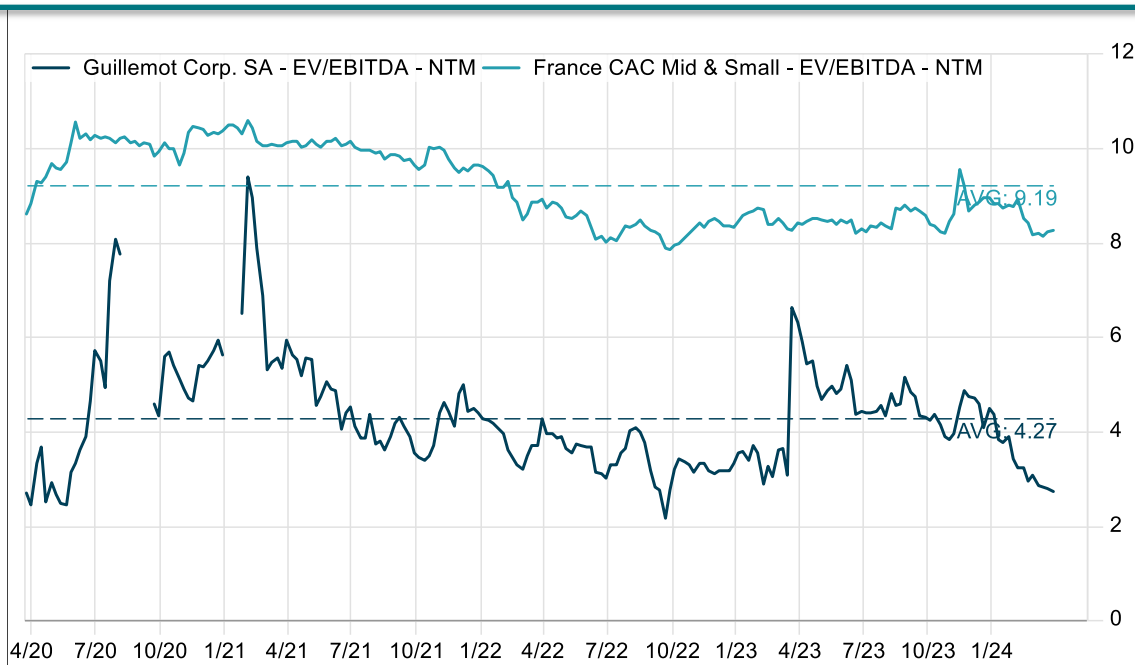
Source : Factset In Extenso Finance



## Multiples de valorisation attractifs

Le titre se traite actuellement à 2,7x l'EV/EBITDA NTM vs sa moyenne historique à 4,3x. 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.119 M€ en 2023).

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



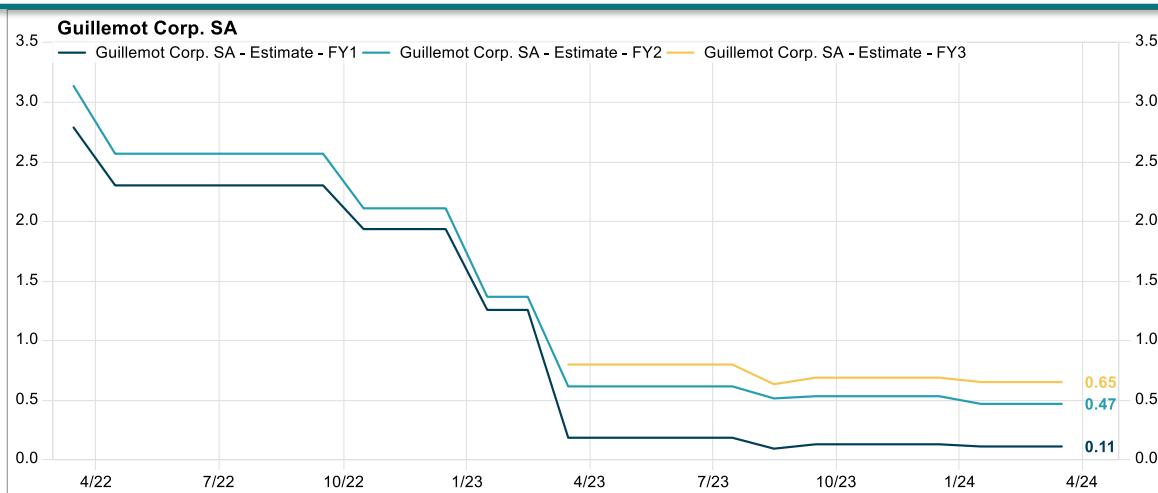
Source : Factset & In Extenso Finance

## Evolution du consensus de BPA

Les estimations de bénéfices par action (BPA) avaient été révisées plusieurs fois en baisse en 2023, avec l'atterrissage de l'activité (CA FY -37% YoY), la base de comparaison élevée après la très forte croissance du CA les trois dernières années, les niveaux élevés dans la distribution, et la visibilité limitée sur les ventes dans le secteur (maximum 3 mois).

Nous pensons que le consensus devrait à nouveau baisser suite à la publication des résultats FY 2023. Cependant : (1) la confirmation d'un retour anticipé de la croissance en 2024, (2) des niveaux de stocks équilibrés dans les réseaux de distribution et (3) une base de comparaison moins élevée, sont autant d'éléments positifs qui devraient soutenir les nouvelles estimations.

## Consensus de BPA



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

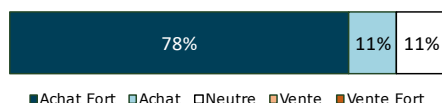
En qualité d'Analyste Financier Indépendant au sens du Règlement Général de l'AMF, In Extenso se réfère aux modalités administratives et organisationnelles définies par la profession, en particulier dans le respect des best practices et en matière de gestion des conflits d'intérêts. Des procédures spécifiques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

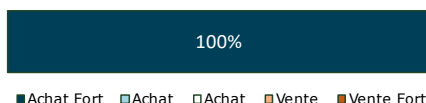
Date	Opinion	Objectif de cours
28 mars 2024	Etude annuelle <b>Achat Fort</b>	<b>6,30 €</b>
26 janvier 2024	Flash Valeur <b>Achat</b>	<b>7,00 €</b>
27 octobre 2023	Flash Valeur <b>Achat</b>	<b>6,90 €</b>
2 octobre 2023	Etude Semestrielle <b>Achat</b>	<b>7,10 €</b>
27 juillet 2023	Flash Valeur <b>Achat</b>	<b>8,20 €</b>
27 avril 2023	Flash Valeur <b>Achat</b>	<b>8,20 €</b>

### Répartition des opinions

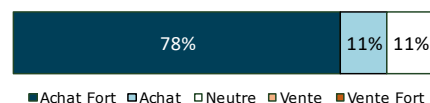
Répartition des opinions sur l'ensemble des valeurs suivies par In Extenso Finance



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



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



## 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.