

Date de première diffusion : 27 septembre 2024

Guillemot

Solides résultats semestriels 2024

Forte progression de la marge brute au S1...

Le groupe a publié de solides résultats semestriels 2024. La marge brute a atteint 31,5 M€ (vs 21,9 M€ au S1 2023) à 56,2 % du CA contre 41,6 % un an plus tôt. La marge brute en % a retrouvé un niveau proche de celui du S1 2022 et reflète, selon nous, un niveau de stocks équilibré dans les circuits de distribution. En effet, la marge brute en 2023 avait largement souffert d'importants frais de trade-marketing clients, en conséquence de stocks élevés chez les distributeurs.

...et charges opérationnelles maîtrisées

En outre, les charges opérationnelles ont été maîtrisées, en hausse limitée de +8% YoY, à comparer avec un CA en hausse de +16% YoY. Ainsi, le résultat opérationnel a progressé à 3,6 M€ contre une perte de -3,9 M€ au S1 l'an passé. Le résultat financier de -0,3 M€ (-0,1 M€ au S1 2023) inclut une perte latente de -1,2 M€ liée à la baisse de la valorisation du portefeuille de titres Ubisoft. Enfin, le bilan s'est renforcé avec la forte génération de cash, avec un endettement net négatif à -19,6 M€ (hors VMP).

Nouveautés et partenariats pour stimuler la croissance

Le groupe s'appuie sur ses partenariats et ses nouveautés majeures pour renforcer ses parts de marché. Thrustmaster a signé un accord commercial stratégique de 3 ans avec JD.com, numéro un du eCommerce en Chine, pour la diffusion de ses produits. Dans le Racing, Thrustmaster travaille à élargir sa présence dans les magasins physiques aux US et en Europe. La marque s'appuiera également sur les nouveaux jeux « Test Drive Unlimited Solar Crown » le 12 septembre et « Microsoft Flight Simulator 2024 » le 19 novembre. En parallèle, dans l'univers flying/joysticks, la gamme AVA sera renforcée au T3 par la commercialisation du joystick AVA Hornet. Dans le même temps, Hercules a pour ambition de créer un véritable écosystème autour de la gamme Hercules Stream.

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 – Opinion relevée à Achat Fort

Nous avons relevé de 15% en moyenne nos estimations de BPA sur 2024-26E. Les solides résultats au S1, la confirmation d'un retour de la croissance en 2024 (nouveautés et partenariats), des niveaux de stocks équilibrés dans les réseaux de distribution et une base de comparaison moins élevée (CA 2023 -37% YoY), sont autant d'éléments positifs qui devraient soutenir les estimations. Notre **objectif de cours s'établit à 7,5 € vs 7,1 €** précédemment (moyenne DCF et comparables). **Opinion relevée à Achat Fort (vs Achat)**. Le titre se traite actuellement à 2,8x l'EV/EBITDA NTM vs sa moyenne historique à 4,2x. Le groupe tiendra une réunion de présentation des résultats annuels le 27/09 à 15h00.

Maud Servagnat

Analyste Financier

Maud.servagnat@inextenso-finance.fr

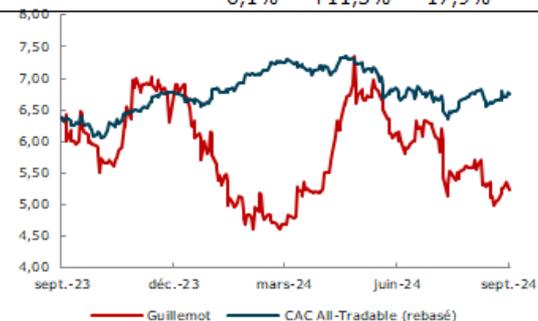
Opinion	1. Achat Fort
Cours (clôt. au 25 sept. 2024)	5,18 €
Objectif de cours	7,5 € (+44,1 %)

Données boursières

Code Reuters / Bloomberg	GTCN.PA / GUI:FP
Capitalisation boursière	78,2 M€
Valeur d'entreprise	56,9 M€
Flottant	23,63 M€ (30,2 %)
Nombre d'actions	15 087 480
Volume quotidien	58 789 €
Taux de rotation du capital (1 an)	9,70%
Plus Haut (52 sem.)	7,34 €
Plus Bas (52 sem.)	4,61 €

Performances

Absolue	1 mois	6 mois	12 mois
	-6,1%	+11,5%	-17,9%



Actionnariat

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

Agenda

CA T3 2024 : 31 oct. 2024 (après marché)

Chiffres Clés

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
CA (M€)	188,0	119,1	133,1	140,6	146,7
Evolution (%)	6,4%	-36,6%	11,7%	5,7%	4,3%
EBE (M€)	41,9	10,9	17,8	22,8	25,9
ROP (M€)	34,2	2,5	8,5	12,9	15,6
Marge op. (%)	18,2%	2,1%	6,4%	9,2%	10,7%
Res. Net. Pg (M€) *	27,7	2,5	7,5	10,7	13,0
Marge nette (%) *	14,8%	2,1%	5,6%	7,6%	8,8%
BPA *	1,84	0,16	0,50	0,71	0,86

*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	0,3	0,2
VE / EBE	4,2	5,7	3,1	1,7	0,9
VE / ROP	5,1	24,4	6,5	3,0	1,5
P / E *	7,1	31,7	10,4	7,3	6,0
Gearing (%)	-20%	-16%	-21%	-33%	-41%
Dettes nette / EBE	-0,5	-1,5	-1,3	-1,7	-2,1
ROCE (%)	19%	1%	6%	9%	10%

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 7,5 €.

DCF

Après mise à jour de notre modèle, l'actualisation des flux de trésorerie d'exploitation disponibles valorise le titre à 9,1 €.

Comparables

La valorisation par les comparables boursiers fait ressortir une valeur de 5,8 € 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 (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 2,8x 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 la moitié de celui à fin 2023 (c.61 M€ en 2019 vs c.119 M€ en 2023).

Opinion Achat Fort

Après mise à jour de notre modèle, la valorisation de Guillemot ressort à 7,5 €. **Opinion Achat Fort.**

Solides résultats semestriels

Le groupe a publié de solides résultats semestriels 2024.

- La marge brute a atteint 31,5 M€ (vs 21,9 M€ au S1 2023) à 56,2 % du CA contre 41,6 % un an plus tôt. La marge brute en % a retrouvé un niveau proche de celui du S1 2022 et reflète, selon nous, un niveau de stocks sain dans le circuit de distribution. En effet, la marge brute en 2023 avait largement souffert d'importants frais de trade-marketing clients, en conséquence de stocks élevé chez les distributeurs.
- Les charges opérationnelles ont été maîtrisées, en hausse limitée de +8% YoY, à comparer avec un CA en hausse de +16% YoY.
- Ainsi, le résultat opérationnel a progressé à 3,6 M€ contre une perte de -3,9 M€ au S1 l'an passé.
- Le résultat financier de -0,3 M€ (-0,1 M€ au S1 2023) inclut une perte latente de -1,2 M€ liée à la baisse de la valorisation du portefeuille de titres Ubisoft.

Le bilan s'est renforcé avec la forte génération de cash, avec un endettement net négatif à -19,6 M€ (hors VMP).

P&L publié (M€)

Au 31/12 (en M€)	S1	S2	2022	S1	S2	2023	S1 2024
Chiffre d'affaires	98,14	89,90	188,04	48,11	71,02	119,13	56,00
% var	39%	-15%	6%	-51%	-21%	-37%	16%
Achats	51,5	53,5	105,1	20,0	31,5	51,5	24,0
Variation des stocks de produits finis	10,4	8,1	18,6	(6,3)	(3,3)	(9,6)	(0,6)
Marge Brute	57,0	44,5	101,5	21,9	36,2	58,0	31,5
% YoY chg	47,8%	-22,7%	5,6%	-61,7%	-18,8%	-42,9%	43,9%
% du CA	58,1%	49,5%	54,0%	45,4%	50,9%	48,7%	56,2%
Charges externes	14,7	17,2	31,9	11,0	13,3	24,3	11,0
% du CA	15,0%	19,2%	17,0%	22,8%	18,7%	20,4%	19,6%
Charges de personnel	7,0	7,4	14,4	8,4	7,9	16,3	9,1
% du CA	7,1%	8,3%	7,7%	17,4%	11,1%	13,7%	16,3%
Impôts et taxes	0,5	0,3	0,8	0,3	0,2	0,5	0,3
Autres produits et charges d'exploitation	(6,5)	(6,0)	(12,5)	(2,2)	(3,9)	(6,1)	(2,9)
Excédent brut d'exploitation (EBITDA)	28,4	13,5	41,9	0,0	10,9	10,9	8,1
% var	66%	-40%	6%	-100%	-20%	-74%	
% Marge d'EBITDA	28,9%	15,0%	22,3%	0,1%	15,3%	9,1%	14,5%
Dépréciation et amortissements	3,4	4,3	7,7	3,9	4,5	8,4	4,5
Résultat opérationnel courant (EBIT)	25,0	9,2	34,2	(3,9)	6,4	2,5	3,6
% var	88%	-53%	4%	-115%	-31%	-93%	-194%
% Marge opérationnelle	25,5%	10,3%	18,2%	-8,0%	9,0%	2,1%	6,5%
Résultat d'exploitation	25,0	9,2	34,2	(3,9)	6,4	2,5	3,6
Résultat financier (avec impact Ubi)	(0,9)	(5,7)	(6,7)	(0,1)	(1,3)	(1,4)	(0,4)
Résultat financier (hors impact Ubi)	(0,0)	0,1	0,7	0,1	(0,0)	0,1	0,8
Résultat courant avant impôts	24,1	3,5	27,6	(4,0)	5,0	1,08	3,3
Résultat courant avant impôts (hors Ubi)	25,0	9,3	35,0	(3,8)	6,3	2,58	4,5
Impôts	6,0	1,2	7,2	(1,1)	1,2	0,1	0,8
Résultat Net part du groupe (avec impact Ubi)	18,1	2,3	20,3	(2,9)	3,9	1,0	2,4
% var	389%	-77%	48%	-116%	70%	-95%	-183%
Résultat Net part du groupe retraité (hors Ubi)	19,0	8,1	27,7	(2,7)	5,2	2,5	3,6
Marge nette (% du CA)	19,3%	9,0%	14,8%	-5,6%	7,3%	2,1%	6,5%

Source : Société & In Extenso Finance

Perspectives : des nouveautés et des partenariats pour gagner des parts de marché

Le groupe a maintenu sa vue de croissance des ventes et d'un résultat opérationnel FY positif, s'appuyant sur ses partenariats et ses nouveautés majeures pour renforcer ses parts de marché.

Thrustmaster

Le 19 septembre dernier, Thrustmaster a signé un accord commercial stratégique avec JD.com, numéro un du eCommerce en Chine et l'un de ses principaux canaux de distribution chinois. La signature de cet accord stratégique de trois ans devrait permettre une plus large représentation et diffusion de ses produits auprès des consommateurs chinois.

Dans le Racing, Thrustmaster travaille sur le lancement de nouveautés qui vont lui permettre d'élargir sa présence dans les magasins physiques aux Etats-Unis et en Europe.

Thrustmaster s'appuiera également sur les sorties de nouveaux jeux « Test Drive Unlimited Solar Crown » le 12 septembre et « Microsoft Flight Simulator 2024 » le 19 novembre.

En parallèle, dans l'univers flying/joysticks, la gamme AVA sera renforcée au T3 par la commercialisation du joystick AVA Hornet.

Hercules

La gamme DJing continue d'accroître ses référencements et obtient de bons retours dans la presse spécialisée et sur les réseaux sociaux.

Dans le même temps, Hercules a pour ambition de créer un véritable écosystème autour de la gamme Hercules Stream. Dans ce nouveau marché du streaming, Hercules est confiant dans sa capacité à répondre aux besoins des streamers.

Guidance

2023	Date	Evènement	Perspectives	Evolution	Détails
	26/01/2023	CA FY2022	Perspectives 2023	New	Au S1 : réduction anticipée du stock de la distribution qui entrainera 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	Résultats S1	Perspectives 2023 Perspectives 2024	baisse Confirmation	CA entre 120 M€ et 140 M€ ; RO positif Perspectives de retour à une croissance significative en 2024
	26/10/2023	CA T3	Perspectives 2023 Perspectives 2024	Confirmation Confirmation	Meilleure dynamique commerciale pour la fin d'année CA entre 120 M€ et 140 M€ ; RO positif Perspectives de retour à une croissance significative en 2024
2024	Date	Evènement	Perspectives	Evolution	Détails
	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.
	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.
	25/04/2024	CA T1 2024	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.
	25/07/2024	CA S1 2024	Perspectives 2024	Confirmation	Nouvelle croissance au S2 et RO positif
	26/09/2024	Résultats S1	Perspectives 2024	Confirmation	Nouveautés majeures chez Thrustmaster au T4 2024 Croissance des ventes en 2024 et RO positif.

Source : Société & In Extenso Finance

Synthèse des comptes annuels et de nos prévisions

Suite à la publication de solides résultats au S1, nous avons relevé en moyenne de 15% nos estimations de BPA pour le groupe sur 2024-26E.

P&L projeté (M€)

Au 31/12 (en M€)	2022	2023	2024E	2025E	2026E	TCAM 2023-26E
Chiffre d'affaires	188,0	119,1	133,1	140,6	146,7	+7,2%
% var	6,4%	-36,6%	11,7%	5,7%	4,3%	
Achats	105,1	51,5	65,0	67,5	69,7	
Variation des stocks de produits finis	18,6	-9,6	0,0	0,0	0,0	
Marge Brute	101,5	58,0	68,2	73,1	77,0	
% du CA	54,0%	48,7%	51,2%	52,0%	52,5%	
Charges externes	31,9	24,3	25,8	25,8	25,5	
% du CA	17,0%	20,4%	19,4%	18,4%	17,4%	
Charges de personnel	14,4	16,3	17,3	16,9	17,6	
% du CA	7,7%	13,7%	13,0%	12,0%	12,0%	
Impôts et taxes	0,8	0,5	0,6	0,6	0,7	
Autres produits et charges d'exploitation	-12,5	-6,1	-6,7	-7,0	-7,3	
Excédent brut d'exploitation (EBITDA)	41,9	10,9	17,8	22,8	25,9	
% Marge d'EBITDA	22,3%	9,1%	13,4%	16,2%	17,7%	
Dépréciation et amortissements	7,7	8,4	9,3	9,9	10,3	
Résultat opérationnel courant (EBIT)	34,2	2,5	8,5	12,9	15,6	+83,8%
% var	3,8%	-92,6%	236,0%	52,1%	21,4%	
% Marge opérationnelle	18,2%	2,1%	6,4%	9,2%	10,7%	
Résultat financier (hors impact Ubi)	0,7	0,1	0,3	0,0	0,0	
Résultat courant avant impôts	35,0	2,6	8,8	12,9	15,6	
Impôts	7,2	0,1	1,3	2,2	2,7	
Résultat Net part du groupe (avec impact Ubi)	20,3	1,0	6,3	10,7	13,0	
% var	48,4%	-95,3%	na	69,9%	21,4%	
Résultat Net part du groupe retraité (hors Ubi)	27,7	2,5	7,5	10,7	13,0	+74,0%
Marge nette (% du CA)	14,8%	2,1%	5,6%	7,6%	8,8%	
BPA inclus impact Ubisoft	1,3	0,1	0,4	0,7	0,9	+137,9%
% var	50,4%	-95,3%	553,0%	69,9%	21,4%	
BPA hors impact Ubisoft	1,8	0,2	0,5	0,7	0,9	+74,0%
% var	-6,3%	-91,1%	203,6%	43,0%	21,4%	

Source : Société & In Extenso Finance

Bilan projeté (M€)

Au 31/12 (en M€)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
ACTIF					
Immobilisations incorporelles	23,3	23,7	21,4	18,5	15,2
Immobilisations corporelles	8,2	8,6	8,6	8,6	8,6
Actifs financiers	0,7	0,6	0,6	0,6	0,6
Actifs d'impôts exigibles	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
Impôts différés actifs	4,3	4,6	4,6	4,6	4,6
Actifs non courants	36,9	38,1	35,8	32,9	29,6
Stocks	57,2	45,7	47,1	45,5	47,5
Clients	34,7	36,1	39,0	39,8	40,0
Autres créances	4,1	3,6	3,8	3,7	3,6
Actifs financiers	11,7	10,3	10,3	10,3	10,3
Actifs d'impôts exigibles	0,3	4,2	4,2	4,2	4,2
Trésorerie	35,2	25,7	30,2	44,2	59,6
Actifs courants	143,3	125,6	134,5	147,6	165,2
TOTAL ACTIF	180,2	163,7	170,3	180,5	194,8
PASSIF					
Capital	11,8	11,6	11,6	11,6	11,6
Primes	10,6	8,1	8,1	8,1	8,1
Réserves et résultat consolidé	81,6	81,9	88,2	98,9	111,9
Ecart de conversion	0,4	0,2	0,0	0,0	0,0
Capitaux propres groupe	104,4	101,8	107,9	118,6	131,5
Capitaux propres de l'ensemble	104,4	101,8	107,9	118,6	131,5
Engagements envers le personnel	1,6	1,7	1,7	1,7	1,7
Emprunts	8,3	4,8	2,8	0,8	0,8
Passifs non courants	9,9	6,5	4,5	2,5	2,5
Fournisseurs	38,9	25,4	28,0	29,5	30,8
Emprunts à court terme	5,6	4,3	4,3	4,3	4,3
Dettes fiscales	2,4	0,8	0,8	0,8	0,8
Autres dettes	18,7	24,8	24,8	24,8	24,8
Passifs courants	65,9	55,4	57,9	59,4	60,7
TOTAL PASSIF	180,2	163,7	170,3	180,5	194,8

Source : Société & In Extenso Finance

TFT projeté (M€)

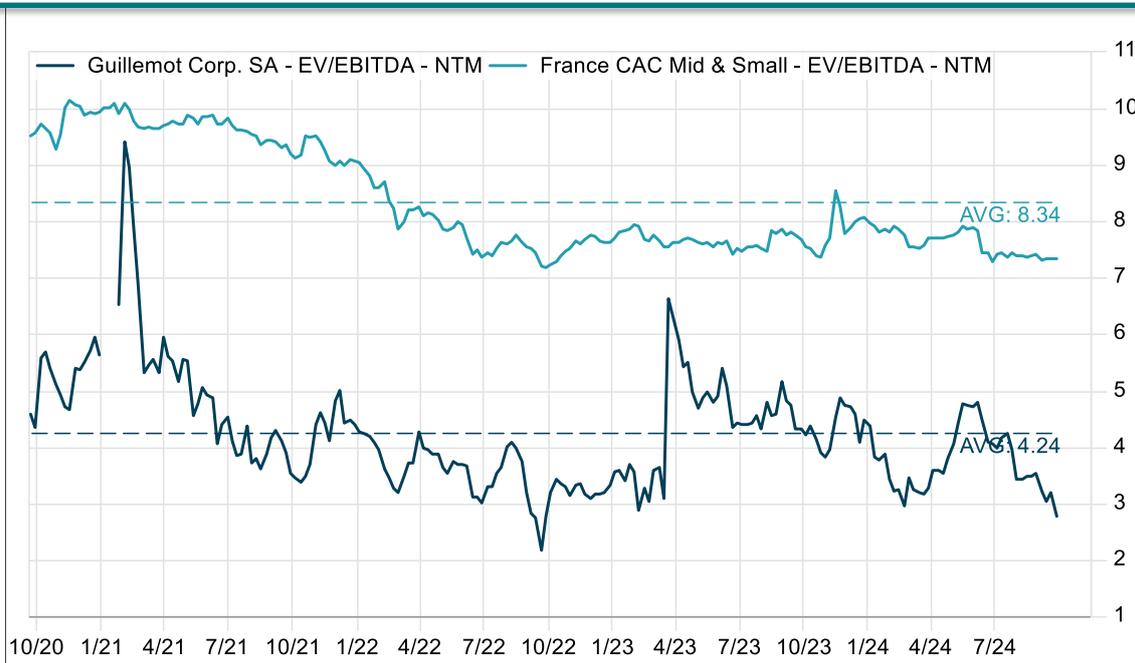
TABLEAU DE FLUX (M€)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Résultat net des sociétés intégrées	20,4	1,0	6,3	10,7	13,0
+ DAP	5,8	6,8	7,3	7,9	8,3
- Reprise des amortissements et provisions	-0,1	-1,9	0,0	0,0	0,0
-/+ Gains et pertes latents liés aux variations de juste valeur	7,4	1,5	1,2	0,0	0,0
-/+ Charges et produits liés aux stocks options	0,6	0,5	0,0	0,0	0,0
-/+ plus ou moins-values de cession	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0
Variation des impôts différés	1,1	-0,4	0,0	0,0	0,0
Coût endettement financier net	0,0	-0,5	0,0	0,0	0,0
CAF	35,0	7,0	14,8	18,6	21,3
Ecart de conversion	-0,3	0,0	0,0	0,0	0,0
Variation du BFR	-1,9	-1,9	-1,9	2,4	-0,8
Flux net de trésorerie lié aux activités opérationnelles	32,8	5,5	12,9	21,0	20,5
Investissements	-8,1	-6,5	-5,0	-5,0	-5,0
Flux net de trésorerie lié aux opérations d'investissement	-8,1	-6,5	-5,0	-5,0	-5,0
Dividendes versés	-3,8	-3,8	0,0	0,0	0,0
Emprunts	10,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Remboursement des emprunts	-4,6	-4,8	-2,0	-2,0	0,0
Remboursement de la dette et intérêts IFRS16	-0,6	0,4	0,0	0,0	0,0
Autres	0,1	-0,1	-1,4	0,0	0,0
Flux net de trésorerie lié aux opérations de financement	-1,5	-8,3	-3,4	-2,0	0,0
Ecart de conversion	0,0	-0,3	0,0	0,0	0,0
Variation de trésorerie	23,2	-9,5	4,5	14,0	15,5

Source : Société & In Extenso Finance

Multiples de valorisation attractifs

Le titre se traite actuellement à 2,8x 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.119 M€ en 2023).

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

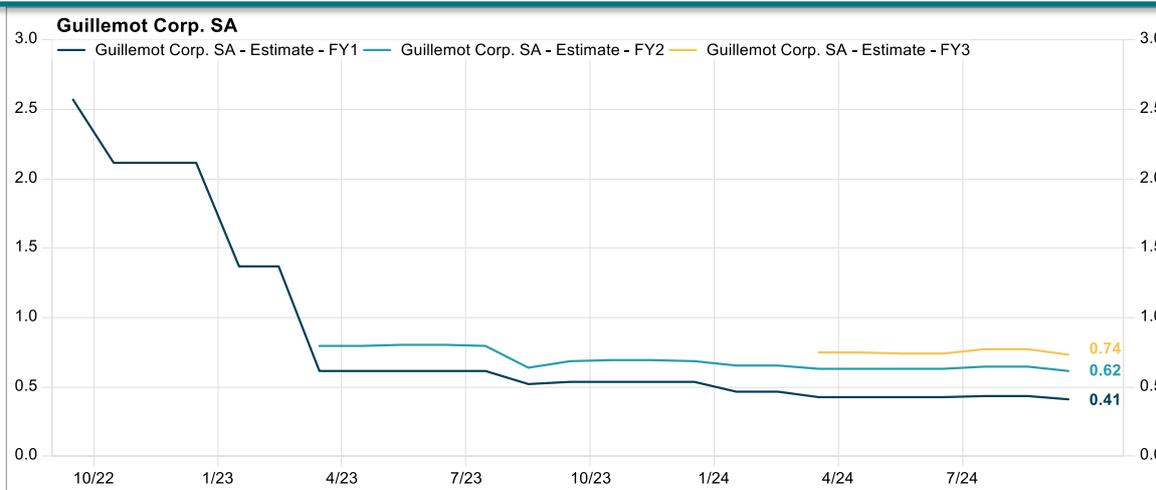


Source : Factset & In Extenso Finance

Evolution du consensus de BPA

De notre point de vue, (1) la confirmation d'un retour de la croissance en 2024, (2) des niveaux de stocks équilibrés dans les réseaux de distribution et (3) une base de comparaison moins élevée (CA 2023 -37% YoY), sont autant d'éléments positifs qui devraient soutenir les 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.

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
27 septembre 2024	Etude Semestrielle Achat Fort	7,5 €
26 juillet 2024	Flash Valeur Achat	7,1 €
26 avril 2024	Flash Valeur Achat	6,3 €
28 mars 2024	Etude annuelle Achat Fort	6,3 €
26 janvier 2024	Flash Valeur Achat	7,0 €
27 octobre 2023	Flash Valeur Achat	6,9 €
2 octobre 2023	Etude Semestrielle Achat	7,1 €

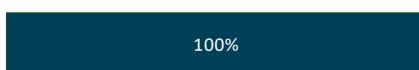
Répartition des opinions

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



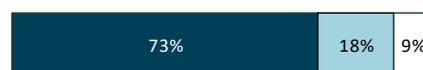
■ Achat Fort ■ Achat □ Neutre ■ Vente ■ Vente Fort

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



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

Répartition des opinions sur les valeurs pour lesquelles IEF 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.