

Maud Servagnat

Analyste Financier

Maud.servagnat@inextenso-finance.fr

Date de première diffusion : 27 juillet 2023

Guillemot**CA T2 en baisse de -39% YoY, stabilisation au S2**

Le groupe a publié un chiffre d'affaires au T2 de 25,9 M€, en baisse de -39% YoY, en ligne avec la guidance d'un S1 en très fort retrait. Comme au T1, le niveau d'activité a été pénalisé par une base de comparaison élevée, la réduction des stocks dans le réseau de distribution et une moindre actualité qu'en 2022.

Néanmoins nous anticipons une stabilisation des ventes au S2 à +2,7% YoY. Le Management a réitéré sa guidance et nous laissons nos estimations annuelles inchangées à ce stade.

Nous réitérons notre opinion Achat et notre objectif de cours à 8,2 €.

Le titre se traite actuellement à 4x l'EV/EBITDA NTM, en ligne avec sa moyenne historique.

Opinion**Cours (clôt. au 27 juillet 2023)****Objectif de cours****2. Achat****7,19 €****8,2 € (+13,7 %)****Données boursières**

Code Reuters / Bloomberg	GTCN.PA / GUI:FP
Capitalisation boursière	108,5 M€
Valeur d'entreprise	87,2 M€
Flottant	32,79 M€ (30,2 %)
Nombre d'actions	15 087 480
Volume quotidien	120 371 €
Taux de rotation du capital (1 an)	14,09%
Plus Haut (52 sem.)	14,48 €
Plus Bas (52 sem.)	6,53 €

Performances

Absolute	1 mois	6 mois	12 mois
	4,2%	-48,3%	-43%

**Actionnariat**

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

Agenda

Résultats S1 2023 : 28 sept 2023 (après marché)

Chiffres Clés

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
CA (M€)	176,8	188,0	140,0	146,0	152,3
Evolution (%)		6,4%	-25,5%	4,3%	4,3%
EBE (M€)	39,7	41,9	11,8	18,2	22,4
ROP (M€)	33,0	34,2	4,8	10,9	14,8
Marge op. (%)	18,7%	18,2%	3,4%	7,4%	9,7%
Res. Net. Pg (M€) *	30,0	27,7	4,0	9,0	12,3
Marge nette (%) *	17,0%	14,8%	2,9%	6,2%	8,1%
BPA *	1,96	1,84	0,27	0,60	0,82

*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	0,6	0,5	0,4
VE / EBE	5,0	4,2	6,7	3,9	2,6
VE / ROP	6,0	5,1	16,6	6,5	4,0
P / E *	6,7	7,1	27,1	12,0	8,8
Gearing (%)	-6%	-20%	-28%	-33%	-39%
Dettes nette / EBE	-0,1	-0,5	-2,5	-2,1	-2,2
ROCE (%)	15%	19%	4%	8%	10%

CA T2 en baisse de -39% YoY, en ligne avec la guidance

Le chiffre d'affaires au T2 2023 est ressorti en baisse de -39% YoY à 25,9 M€, comme anticipé par le groupe qui avait communiqué sur un S1 en très fort retrait. L'activité a été pénalisée par (a) une base de comparaison élevée (T2 2022 +21,6% YoY après pratiquement deux années d'un niveau d'activité exceptionnel grâce, notamment, aux confinements), (b) la réduction de niveau des stocks dans le réseau de distribution et (c) une moindre actualité qu'en 2022, qui avait bénéficié du lancement du jeu Gran Turismo.

Par activité, le CA T2 de **Thrustmaster** s'est établi à 22,6 M€, en baisse de -43% YoY. Les actions promotionnelles entreprises par le groupe ont stimulé les ventes Racing et Flying et permis une diminution significative des stocks dans les réseaux de distribution. Le CA T2 pour **Hercules** a progressé de +27% YoY à 3,3 M€.

Amélioration séquentielle et stabilisation au S2

La baisse de -39% YoY du chiffre d'affaires enregistrée au T2 fait suite à une baisse qui était encore plus forte au T1 à -61% YoY. La base de comparaison continue de s'améliorer et notre estimation de CA annuel (140 M€) implique un niveau d'activité au S2 en hausse de +2,7% YoY. L'activité sera tirée notamment par une actualité de sorties de jeux de courses de voiture, qui devrait relancer la vente d'accessoires associés.

Confirmation de la guidance

Le Management a réitéré ses prévisions de CA FY 2023 à c. 140 M€ et de RO positif. Nos estimations demeurent inchangées et sont en ligne (CA 140 M€ et ROC 4,8 M€).

Fin proche du cycle baissier de révisions des BPA

Etant donné la publication du S1 en ligne et les perspectives de retour à la croissance en 2024, nous pensons que ce cycle baissier de révisions des estimations de BPAs pour le groupe a atteint ou est proche de sa fin.

Opinion Achat réitérée – OC 8,2 €

La stabilisation de l'activité est en vue au S2 avec des perspectives de retour de la croissance en 2024 avec l'essor du e-sport, les nouvelles consoles et jeux associés, le potentiel des nouvelles gammes du Groupe, ces facteurs étant soutenus par les dépenses de R&D, une base de comparaison assainie en 2023 et la remise à niveau des stocks de la distribution.

Le titre se traite actuellement à 4x l'EV/EBITDA NTM, en ligne avec sa moyenne historique. **Nous réitérons notre opinion Achat et notre objectif de cours à 8,2 €.**

Chiffre d'affaires T2 2023 en baisse de 39% YoY...

Le chiffre d'affaires au T2 2023 est ressorti en baisse de -39% YoY à 25,9 M€, comme anticipé par le groupe qui avait communiqué sur un S1 en très fort retrait. Pour rappel, au T1 le CA était en baisse de -61% YoY.

Le chiffre d'affaires a été pénalisé par :

- Une base de comparaison élevée (T2 2022 +21,6% YoY après pratiquement deux années d'un niveau d'activité exceptionnel grâce, notamment, aux confinements) ;
- La réduction de niveau des stocks dans le réseau de distribution.
- Une moindre actualité qu'en 2022, qui avait bénéficié du lancement du jeu Gran Turismo.

Par activité :

Le CA T2 de **Thrustmaster** s'est établi à 22,6 M€, en baisse de -43% YoY. Le groupe a précisé que les actions promotionnelles entreprises par le groupe ont stimulé les ventes Racing et Flying et permis une diminution significative des stocks dans les réseaux de distribution.

- Le CA T2 pour **Hercules** a progressé de +27% YoY à 3,3 M€.

Evolution du CA trimestriel

CA par marque (M€)

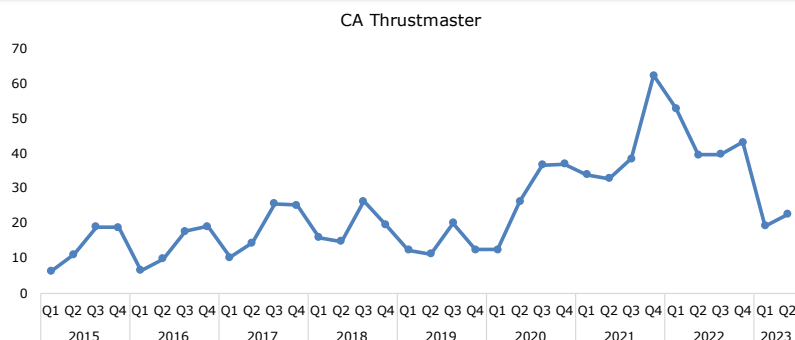
	2019			2020			2021			2022			2023		
	FY	FY	FY	Q1	Q2	H1	Q3	9M	Q4	H2	FY	Q1	Q2	H1	
Hercules	4,7	8,0	9,0	3,0	2,6	5,6	3,2	8,8	3,7	6,9	12,5	2,5	3,3	5,8	
Thrustmaster	56,2	112,6	167,8	52,9	39,6	92,5	39,8	132,3	43,2	83	175,5	19,3	22,6	41,9	
TOTAL	60,9	120,6	176,8	55,9	42,2	98,1	43	141,1	46,9	89,9	188	21,8	25,9	47,7	

Var YoY (%)

	2019			2020			2021			2022			2023		
	FY	FY	FY	Q1	Q2	H1	Q3	9M	Q4	H2	FY	Q1	Q2	H1	
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%	
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%	-42,9%	-54,7%	
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%	-38,6%	-51,4%	

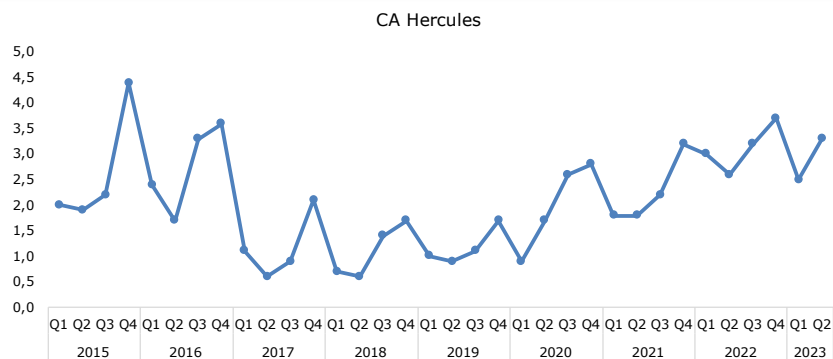
Source : Société & In Extenso Finance

Evolution du CA trimestriel Thrustmaster (M€)



Source : Société & In Extenso Finance

Evolution du CA trimestriel Hercules (M€)



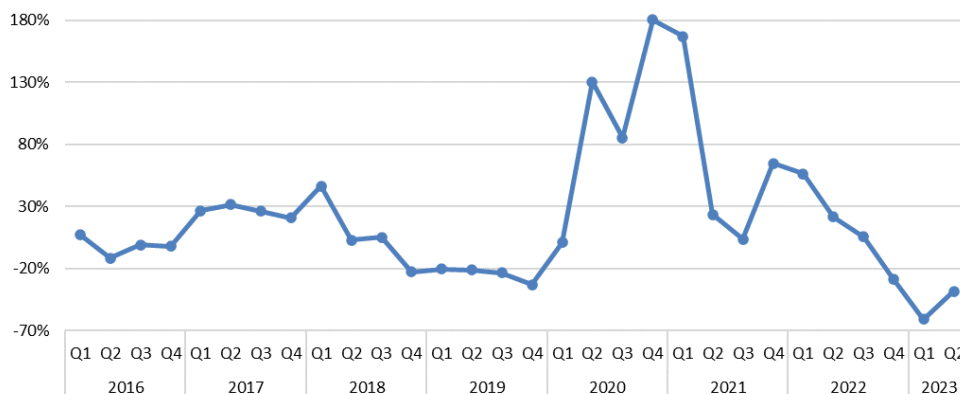
Source : Société & In Extenso Finance

... mais amélioration en séquentiel

La baisse de -39% YoY du chiffre d'affaires enregistrée au T2 fait suite à une baisse qui encore plus forte au T1 à -61% YoY.

La base de comparaison continue de s'améliorer et notre estimation de CA annuel (140 M€) implique un **CA au S2 en hausse de +2,7% YoY**.

Variation YoY du chiffre d'affaires trimestriel du groupe



Source : Société & In Extenso Finance

Perspectives : stabilisation au S2 et croissance significative en 2024

Le CA du S2 devrait se stabiliser (nous anticipons +2,7% YoY), sur une base de comparaison moins élevée (le S2 2022 était en baisse de 15% YoY) et tirée notamment par une actualité de sorties de jeux de courses de voiture qui devrait relancer la vente d'accessoires associés.

Guillemot a confirmé ses prévisions de CA FY2023 à c. 140 M€ et de RO positif.

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

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

Confirmation de la 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		S2 riche avec sortie de nouveautés majeures
			Perspectives 2023		Parts de marché en volants en progression sur juillet-août aux US et en Europe
			A moyen-long terme		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
	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

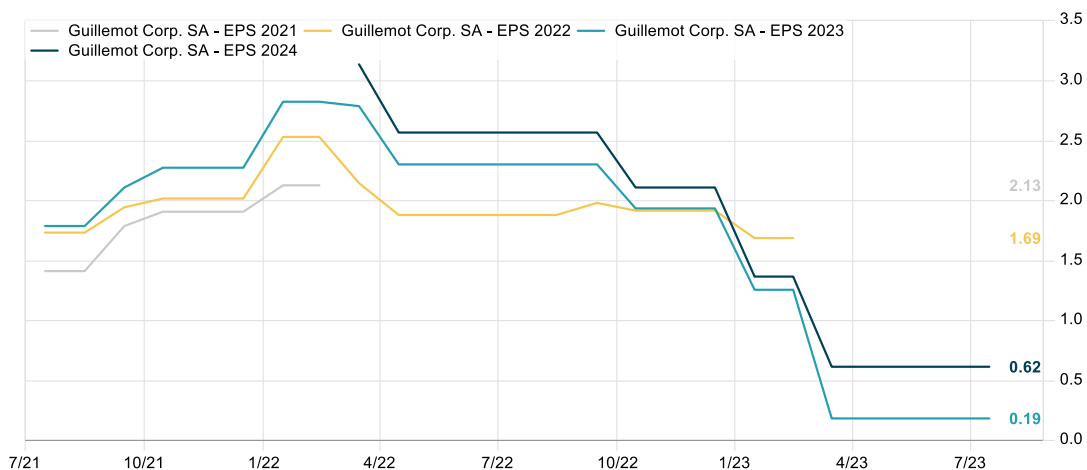
Source : Société & In Extenso Finance

Cycle de baisse du consensus de BPA proche de la fin

Etant donné la publication du S1 en ligne avec les attentes et les perspectives de retour à la croissance en 2024, nous pensons que ce 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 de la baisse du niveau d'activité au 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 prévu 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

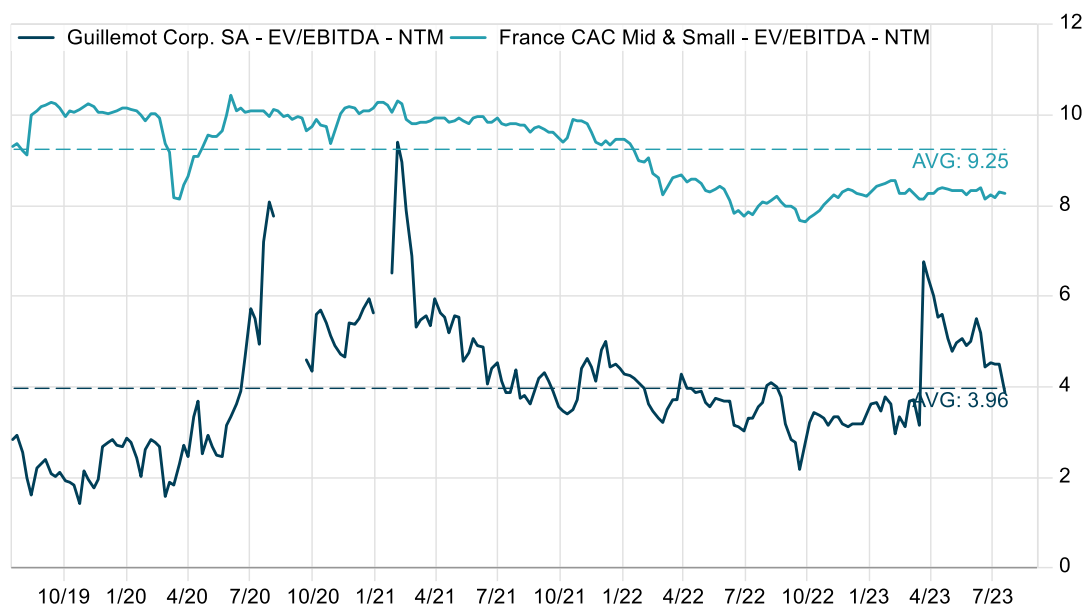


Source : Factset & In Extenso Finance

Evolution des multiples de valorisation

Le titre se traite actuellement à 4x 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 140 M€ attendu fin 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

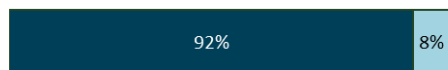
En qualité d'Analyste Financier Indépendant au sens du Règlement Général de l'AMF, In Extenso se réfère aux modalités administratives et organisationnelles définies par la profession, en particulier dans le respect des best practices et en matière de gestion des conflits d'intérêts. Des procédures spécifiques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

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

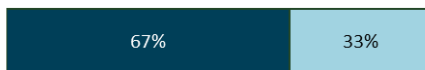
Répartition des opinions

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



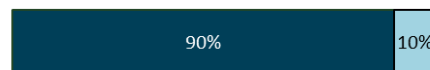
■ Achat Fort ■ Achat ■ Neutre ■ Vente ■ Vente Fort

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.