

Date de première diffusion : 1^{er} juin 2023

Nacon

Résultats FY 2022-23 en ligne

Le groupe a publié un résultat opérationnel 2022-23 à 17,3 M€ après éléments non récurrents (+1,2 M€), en hausse de plus de 29% YoY et au-dessus de notre estimation à 16 M€.

Le groupe demeure confiant en ses perspectives de croissance forte pour 2023-24, soutenu par une riche actualité éditoriale (+20 nouveaux jeux). Nous avons intégré un démarrage en demi-teinte pour le jeu vidéo Gollum, les critiques (Metacritic, Steam) ayant soulevé des problèmes techniques nécessitant des correctifs (impact -6 M€ sur le CA annuel selon nous).

Après mise à jour de notre modèle (dont WACC en baisse dans notre DCF) et des paramètres de marché, nous réitérons notre objectif de cours à 2,8 €, reflétant un potentiel de hausse du titre de plus de 26%. Nous réitérons notre opinion à Achat Fort. Le titre se traite à 4,1x l'EV/EBITDA, en-dessous de sa moyenne historique de 6,4x.

Opinion

1. Achat Fort

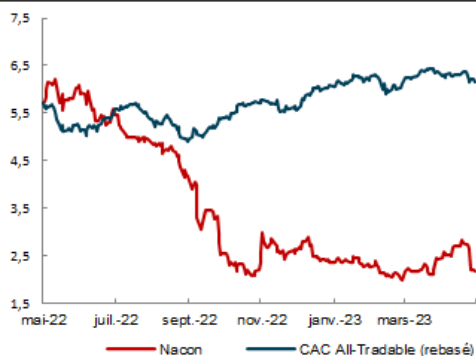
Cours (clôture au 31/05/2023)	2,25 €
Objectif de cours	2,80 € (+26,5 %)

Données boursières

Code Reuters / Bloomberg	NACON.PA / NACON:FP
Capitalisation boursière	195,6 M€
Valeur d'entreprise	261,0 M€
Flottant	58,9 M€ (30,1 %)
Nombre d'actions	86 936 295
Volume quotidien	197 076 €
Taux de rotation du capital (1 an)	25,99%
Plus Haut (52 sem.)	6,20 €
Plus Bas (52 sem.)	1,98 €

Performances

Absolute	1 mois	6 mois	12 mois
	-10,4 %	-16,1 %	-62,2 %



Actionnariat

Bigben : 65,2 % ; Flottant : 30,1 % ; 0,1 % Auto-dét.
CDC Croissance : 2,6 % ; BPI France Capital : 2,1 %

Agenda

CA T1 2023/24 le 24 juillet 2023 (après bourse)

Résultat opérationnel 2022-23 en hausse de 29% YoY

Le groupe a publié un résultat opérationnel 2022-23 après éléments non récurrents à 17,3 M€, au-dessus de notre estimation de 16 M€ et en hausse de plus de 29% YoY. Au S2, le résultat opérationnel s'est établi à 7,4 M€ vs 8,9 M€ sur l'exercice précédent. Le résultat net annuel est ressorti à 12,8 M€, en ligne avec notre estimation. La structure financière de Nacon demeure très saine à fin mars 2023 avec une dette nette à 46,5 M€ et des capitaux propres à 242,6 M€ (gearing à 27%).

Démarrage en demi-teinte pour le jeu vidéo Gollum...

Nous intégrons à nos estimations 2023-24E un démarrage en demi-teinte pour le jeu vidéo Gollum, les critiques (Metacritic, Steam) ayant notamment pointé des problèmes techniques nécessitant des correctifs (impact -6 M€ sur le CA annuel selon nous).

...mais fondamentaux toujours solides des jeux vidéo

Les professionnels du secteur ont prévu une trajectoire de croissance significative pour le marché mondial du jeu vidéo (+9% par an sur les deux prochaines années). De son côté, Sony a un objectif de 70M de consoles PS5 installées dans 1 an, à comparer avec plus de 38M aujourd'hui. Enfin, l'année 2023-24 devrait observer une activité éditoriale soutenue pour l'ensemble des éditeurs.

OC réitéré à 2,8 € - 26,5% d'upside – Opinion Achat Fort

Considérant un marché porteur l'an prochain pour les jeux vidéo, une baisse des stocks dans le réseau de distribution, un parc de consoles installées plus important et en croissance, et une activité éditoriale soutenue malgré un plus faible démarrage estimé pour le jeu Gollum, nous attendons un fort rebond du chiffre d'affaires et des résultats en 2023-24.

Ayant mis notre modèle à jour (dont un levier financier plus important dans notre DCF) et nos paramètres de marché, nous réitérons notre objectif de cours à 2,8 €. Celui-ci résulte d'une moyenne entre les méthodes DCF et comparables boursiers.

Potentiel d'appréciation des multiples de valorisation

Du fait de sa sous-performance (-62% sur 12 mois), et compte tenu de nos prévisions de rebond de l'activité en 2023-24 sur fond de marché du Jeux Vidéo redevenu porteur, nous pensons que le titre continue d'offrir un potentiel d'appréciation de ses multiples. Le titre Nacon se traite actuellement à 4,1x l'EV/EBITDA, vs sa moyenne historique à 6,4x (sur 5 ans).

Chiffres Clés

	2021/22	2022/23	2023/24E	2024/25E	2025/26E
CA (M€)	155,9	156,3	209,2	229,9	250,9
YoY (%)	-12%	0%	34%	10%	9%
EBE (M€)	44,6	47,7	73,1	85,3	93,9
ROC (M€) *	19,0	16,1	30,8	38,9	43,2
Marge op. (%)	12,2%	10,3%	14,7%	16,9%	17,2%
Res. Net. Pg (M€)	10,0	12,8	19,8	25,7	28,8
Marge nette (%)	6,4%	8,2%	9,5%	11,2%	11,5%
BPA	0,12	0,15	0,23	0,30	0,33

* avant éléments non-récurrents

Ratios

	2021/22	2022/23	2023/24E	2024/25E	2025/26E
VE / CA	1,5	1,6	1,4	1,3	1,2
VE / EBE	5,3	5,3	4,0	3,5	3,2
VE / ROP	12,4	15,6	9,5	7,7	7,0
P / E	22,7	14,7	9,5	7,3	6,5
Gearing (%) *	5%	27%	40%	40%	37%
Dette nette / EBE	23%	137%	144%	134%	125%
ROCE (%)	4,4%	5,3%	7,6%	8,9%	9,1%

* Endettement net / capitaux propres pg

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>.

Résultats annuels 2022-23 globalement en ligne avec nos attentes

Nacon a publié ses résultats annuels 2022-23.

- La marge brute s'est établie en forte hausse (+18% YoY) à 59,1% du CA (vs 49,9% l'exercice passé) et a bénéficié d'un mix-produits favorable avec un poids relatif moindre des accessoires.
- Le résultat opérationnel après éléments non récurrents est ressorti à 17,3 M€ (au-dessus de notre estimation à 16 M€), en hausse de plus de 29% YoY, et implique une marge opérationnelle de 11% vs 8,6% l'an passé.
- Les éléments non récurrents ont eu un impact positif de 1,2 M€ et ont concerné des reprises de dettes d'earn-out (prévisions de jeux non-réalisées) ainsi que des charges inférieures à celles de l'exercice précédent sur des attributions d'actions gratuites (baisse du cours, moins d'attributions...).
- Les charges ont augmenté sous l'effet des nombreux développements en cours, mais également de l'intégration des acquisitions (notamment Daedalic en avril 2022).
- Le résultat net est ressorti à 12,8 M€, en ligne avec notre estimation.

Compte de résultat (31/03 : M€)	2020/21	2021/22	S1	S2	2022/23
Chiffre d'affaires	177,8	155,9	77,5	78,8	156,3
% YoY	37,4%	-12,3%	6,2%	-4,9%	0,3%
ROC	32,5	19,0	11,1	5,0	16,1
% YoY	43,8%	-41,6%	31,4%	-52,8%	-15,4%
% Marge d'EBIT	18,3%	12,2%	14,3%	6,3%	10,3%
Résultat Opérationnel	27,5	13,3	9,8	7,4	17,3
% YoY	33,5%	-51,4%	119,3%	-16,1%	29,3%
% CA	15,4%	8,6%	12,7%	9,4%	11,0%
Résultat financier	-1,5	0,1	1,3	-3,5	-2,2
Résultat avant impôt	26,0	13,4	11,1	4,0	15,0
Impôts	-7,7	-3,4	-2,6	0,4	-2,2
% Taux d'impôt effectif	-29,7%	-25,6%	-23,8%	11,0%	-14,6%
Résultat Net pdg	18,2	10,0	8,4	4,4	12,8
% YoY	19,6%	-45,3%	-44,7%	-75,9%	28,8%
% CA	10,3%	6,4%	10,9%	5,6%	8,2%
BPA	0,21	0,12	0,10	0,05	0,15
% YoY		-46%			28%

Source : Société & In Extenso Finance

- La structure financière de Nacon demeure très saine, avec des capitaux propres à 242,6 M€ à fin mars 2023 et des disponibilités à 47,6 M€.
- La CAF s'est établie à 45,5 M€.
- Le groupe a publié une dette nette à 46,5 M€.
- Aucun dividende ne sera proposé à la prochaine AG, conformément à la politique du groupe de réinvestir ses cash-flows dans son développement.

Nous révisons en légère baisse nos perspectives de croissance 2023-24

Le Management a réitéré ses attentes de forte croissance de l'activité et des résultats sur l'exercice 2023-24, confiant en son activité éditoriale riche (+20 nouveaux jeux vs 13 nouveaux lors de l'exercice précédent).

Cependant, le jeu Gollum, disponible depuis le 25 mai, semble avoir démarré en demi-teinte. Bien que l'aventure soit qualifiée de belle et attachante, les critiques ont relevé des problèmes techniques et le score global Metacritic (sur PC) se situe actuellement à 41% (pour 23 avis).

THE LORD OF THE RINGS - GOLLUM PC

Daedalic Entertainment, Nacon | Release Date: May 25, 2023
Also On: PlayStation 4, PlayStation 5, Xbox One, Xbox Series X



Summary	Critic Reviews	User Reviews	Details & Credits	Trailers & Videos
41 Metascore Generally unfavorable reviews based on 23 Critic Reviews	Critic score distribution: Positive: 0 Mixed: 11 Negative: 12			

Source : Metacritic.com



Source : Steam

Par ailleurs, le jeu détient des évaluations « plutôt négatives » sur 227 avis d'utilisateurs sur Steam.

Daedalic a déclaré travailler avec diligence pour résoudre les bogues et les problèmes techniques du jeu et s'est engagé à fournir les correctifs qui permettront de profiter pleinement du jeu.

En conséquence, nous révisons en baisse nos attentes de chiffre d'affaires lié à ce jeu de 12 M€ à 6 M€ sur l'exercice en cours.

Mais les fondamentaux demeurent solides pour les jeux vidéo en 2023-24

Sony a un objectif de 70M de consoles PS5 installées dans 1 an, à comparer avec plus de 38M aujourd'hui. Ainsi, l'année **2023-24 devrait observer une activité éditoriale soutenue pour l'ensemble des éditeurs.**

Enfin, les professionnels du secteur ont prévu une **trajectoire de croissance significative** pour le marché mondial du jeu vidéo. Celui-ci devrait atteindre un niveau de 218,7 Mds \$ en 2024 (source : Newzoo), porté par le mobile et les consoles.

Evolution de la taille du marché des jeux vidéos – Echelle Monde et France

(Mrd \$)	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	CAGR 2012-21
Taille marché global	70,6	76,5	84,8	93,1	106,5	121,7	137,9	152,1	179,1	192,7	184,4	201,6	218,7	11,8%
% var YoY		8,4%	10,8%	9,8%	14,4%	14,3%	13,3%	10,3%	17,8%	7,6%	-4,3%	9,3%	8,5%	

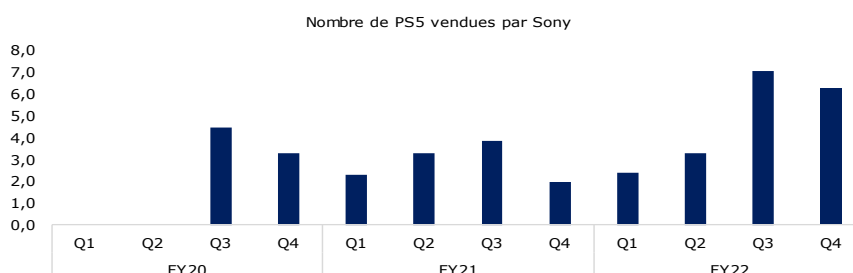
Source : Newzoo

(Mrd €)	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	CAGR 2012-21
Taille marché France	2,5	2,6	2,7	2,9	3,5	4,3	4,9	5,0	5,6	5,6	5,5	6,0	6,6	8,3%
% var YoY		4,0%	3,8%	6,3%	20,6%	24,3%	14,0%	1,6%	11,7%	1,1%	-1,6%	9,3%	8,5%	
% du marché mondial	3,5%	3,4%	3,2%	3,1%	3,2%	3,5%	3,6%	3,3%	3,1%	2,9%	3,0%	3,0%	3,0%	

Source : SELL

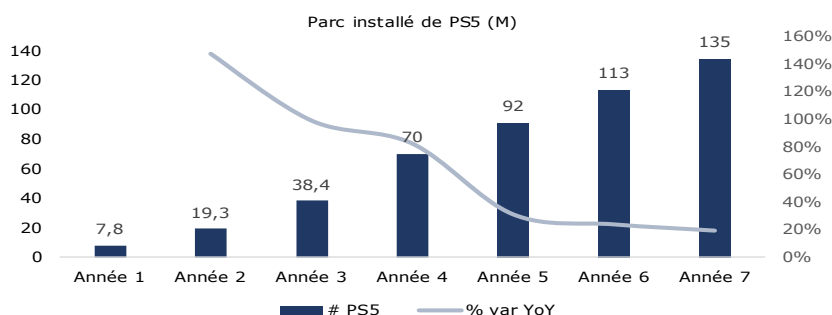
Source : Industries & In Extenso Finance

Nombre de PS5 vendues par Sony (M), par trimestre



Source : Sony & In Extenso Finance

Croissance attendue du parc installé de PS5 (global ; en M)



Source : In Extenso Finance

Nos prévisions de résultats 2023-26E

Compte de résultat (31/03 ; M€)	2020/21	2021/22	2022/23	2023/24E	2024/25E	2025/26E
Chiffre d'affaires	177,8	155,9	156,3	209,2	229,9	250,9
% YoY	37,4%	-12,3%	0,3%	33,8%	9,9%	9,2%
ROC	32,5	19,0	16,1	30,8	38,9	43,2
% YoY	43,8%	-41,6%	-15,3%	91,1%	26,3%	11,1%
% Marge d'EBIT	18,3%	12,2%	10,3%	14,7%	16,9%	17,2%
Résultat Opérationnel	27,5	13,3	17,3	28,7	36,6	40,7
% YoY	33,5%	-51,4%	29,5%	66,3%	27,5%	11,2%
% CA	15,4%	8,6%	11,1%	13,7%	15,9%	16,2%
Résultat financier	-1,5	0,1	-2,3	-2,3	-2,3	-2,3
Résultat avant impôt	26,0	13,4	15,0	26,4	34,3	38,4
Impôts	-7,7	-3,4	-2,2	-6,6	-8,6	-9,6
% Taux d'impôt effectif	-29,7%	-25,6%	-14,7%	-25,0%	-25,0%	-25,0%
Résultat Net pdg	18,2	10,0	12,8	19,8	25,7	28,8
% YoY	19,6%	-45,3%	28,0%	55,2%	29,9%	12,0%
% CA	10,3%	6,4%	8,2%	9,5%	11,2%	11,5%
BPA	0,21	0,12	0,15	0,23	0,30	0,33
% YoY		-46%	27%	55%	30%	12%

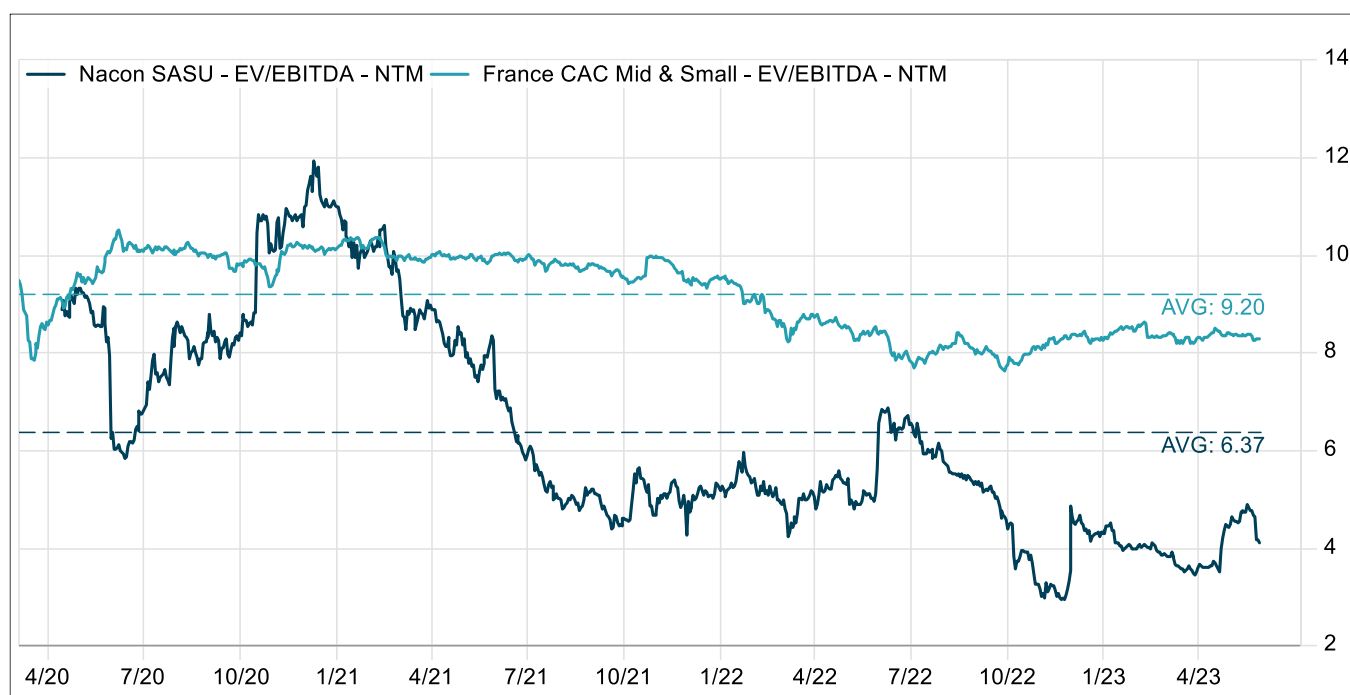
Source : Société & In Extenso Finance

Potentiel de revalorisation des multiples du groupe

Du fait de sa sous-performance de -62% sur 12 mois, et compte tenu de nos prévisions de rebond de l'activité en 2023-24, sur fond de marché du Jeux Vidéo redevenu porteur, **nous pensons que le titre continue d'offrir un potentiel d'appréciation de ses multiples.**

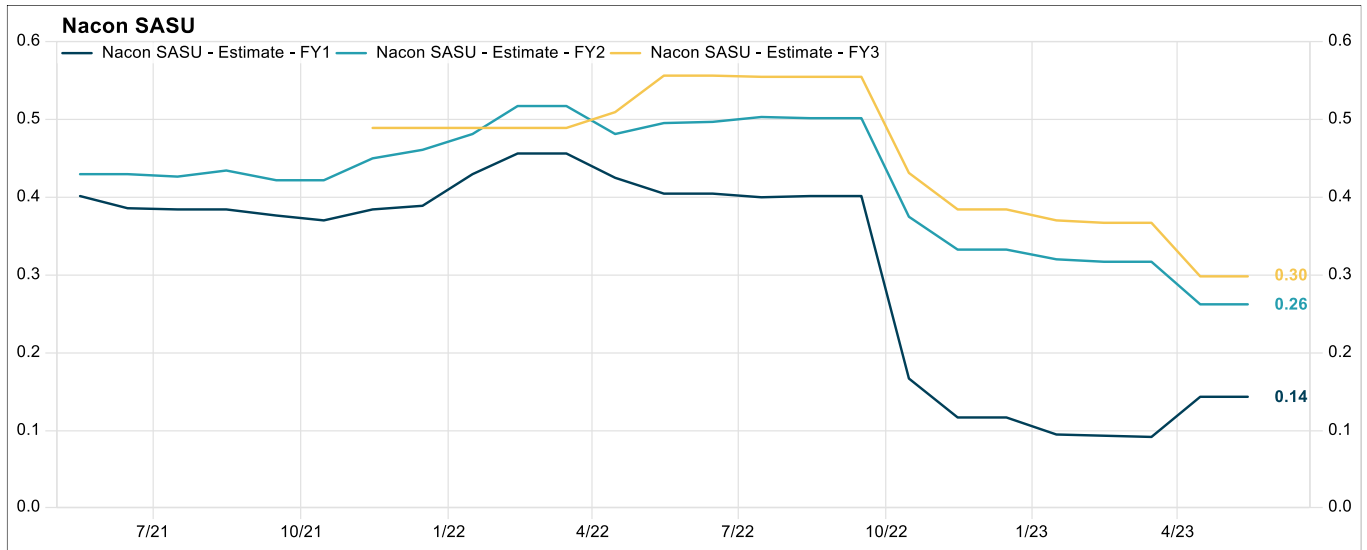
Le titre Nacon se traite actuellement à 4,1x l'EV/EBITDA, vs une moyenne historique à 6,4x, reflétant les anticipations de révisions en baisse des attentes du consensus pour intégrer le démarrage en demi-teinte du jeu Gollum, les incertitudes des investisseurs quant à la trajectoire du marché des jeux vidéo au cours des 12 prochains mois, ainsi que l'environnement macroéconomique incertain (inflation, remontée des taux, etc.) et, en conséquence, des arbitrages et rotations entre secteurs.

Multiple EV/EBITDA de Nacon vs CAC Mid & Small



Source : Factset & In Extenso Finance

Estimations du consensus de BPA pour Nacon



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 :

https://finance.inextenso.fr/wp-content/uploads/2022/11/Methodes_Valo_Analyse_Fin_IEFM.pdf

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	Oui*	Non

* : Prestations récurrentes correspondant à l'établissement du Document de Référence / URD de l'émetteur. Prestations de conseil pour le rachat de Modelabs, pour des opérations de financement auprès de BPI France et pour les rachats de Cyanide et d'Eko Software.

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 au cours des 12 derniers mois

Date	Opinion	Objectif de cours
Date	Opinion	Objectif de cours
1 ^{er} juin 2023	Flash Valeur Achat Fort	2,8 €
25 avril 2023	Flash Valeur Achat Fort	2,8 €
24 janvier 2023	Flash Valeur Achat Fort	4,90 €
30 novembre 2022	Flash Valeur Achat Fort	5,45 €
5 juillet 2022	Flash Valeur Achat	7,15 €

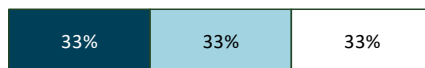
Répartition des opinions

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



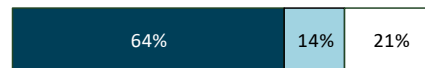
■ Achat Fort ■ Achat ■ Neutre

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



■ Achat Fort ■ Achat ■ Neutre

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



■ Achat Fort ■ Achat ■ Neutre

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.