

Un mix produits en faveur des jeux et une amélioration du ROC

Publication des résultats S1 2022/23

Après avoir publié un chiffre d'affaires S1 2022/23 en hausse de +6,2% à 77,5 M€, Nacon publie des résultats S1 en forte progression. Le ROC ressort en hausse de +31,4% à 11,1 M€ et le RN se retrouve multiplié par plus de deux à 8,4 M€.

Une pondération plus importante des Jeux

Reflet de deux dynamiques distinctes l'activité du premier semestre témoigne 1/ d'une progression des revenus Jeux (+72,3% à 47,0 M€) en lien avec le lancement de nouveaux jeux et à la contribution d'un back catalogue important (notamment suite à l'intégration de Daedalic Entertainment et de son back catalogue dans le périmètre du Groupe) et 2/ d'une baisse significative des revenus issus de la vente d'Accessoires, -34,7% à 28,5 M€.

Conséquence d'un poids plus important des Jeux (63% du CA Groupe) dans le mix-produits, le taux de marge brute s'apprécie fortement pour totaliser 61,4% des revenus de Nacon contre 52,1% l'an passé. Le ROC ressort ainsi en progression de +31,4% à 11,1 M€ soit une marge opérationnelle courante de 14,3% (vs 11,6% un an auparavant).

Poursuite des investissements

Conformément à sa stratégie, le Groupe a poursuivi ses investissements, tant sur le volet de la création de nouveaux jeux, avec notamment 50 jeux en cours de développement représentant plus de 33 M€ de CAPEX incorporels au S1 2022/23, que sur le volet de la croissance externe avec un montant de 34,1 M€ investis sur la période, notamment pour l'importante acquisition de Daedalic (avril 2022 – 32 M€).

Au global, l'endettement net du Groupe ressort à 63,6 M€ à fin septembre 2022 (vs 10,4 M€ au 31 mars) pour une trésorerie disponible de 38,1 M€ (vs 82,1 M€ à fin mars 2022).

Croissance et ROC attendus en légère progression

Comme évoqué lors de la publication de son chiffre d'affaires semestriel, plusieurs jeux ont vu leurs sorties décalées : *Blood Bowl 3*, *Chef life*, *Clash* et *Transport Fever 2* ont vu leurs lancements glisser du T3 au T4 et le très attendu *The Lord of the Rings Gollum* sortira au S1 2023/24.

Dans le même temps, l'activité Accessoires devrait afficher la même tendance au S2 qu'au S1 et ressortir donc en repli sur l'exercice.

Malgré ces éléments, Nacon confirme les attentes communiquées lors de la publication de son chiffre d'affaires semestriel et vise pour l'exercice un chiffre d'affaires et un résultat opérationnel courant en légère progression. Nous maintenons nos attentes, déjà actualisées lors de la précédente publication, et visons un chiffre d'affaires 2022/23 de 169,3 M€ ainsi qu'un ROC de 22,0 M€.

Après la publication d'un chiffre d'affaires S1 marqué par l'annonce de plusieurs décalages ainsi que par la révision à la baisse des objectifs annuels, cette publication est rassurante quant à l'atterrissage de l'exercice en cours et laisse entrevoir de belles perspectives pour l'exercice 2023/24 avec notamment 1/ la sortie prévue d'une vingtaine de jeux et 2/ l'intégration au back catalogue des 13 jeux annoncés/sortis pour 2022/23.

Recommandation

Suite à cette publication et à la mise à jour de notre modèle, notre objectif de cours ressort inchangé à 6,00 € et notre opinion reste à Achat compte tenu d'un potentiel de hausse supérieur à 15%.

Achat

Objectif de cours	6,00 €
Cours au 29/11/2022	2,36 €
Potentiel	155%

Données valeur

NACON.PA / NACON FP		
Euronext Paris		
Capitalisation (M€)		204,6
Nb de titres (en millions)		86,88
Volume moyen 12 mois (titres)		70 805
Extrêmes 12 mois	2,02 €	6,30 €

Performances boursières

Performances (%)	Ytd	1m	3m	12m
Perf. Absolue	-58,7%	-13,0%	-55,7%	-59,4%
Perf CAC Small	-20,8%	1,2%	-6,6%	-16,6%

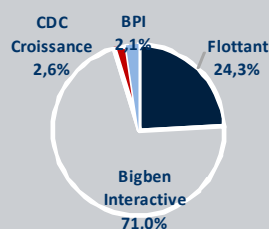
Données financières (en M€)

au 31/03	2022	2023e	2024e	2025e
CA	155,9	169,3	269,2	289,6
var %	-12,3%	8,6%	59,1%	7,5%
EBE	44,6	51,5	95,2	105,4
% CA	28,6%	30,4%	35,3%	36,4%
ROC	19,0	22,0	51,8	57,7
% CA	12,2%	13,0%	19,3%	19,9%
RN	9,9	11,0	33,1	37,5
% CA	6,3%	6,5%	12,3%	13,0%
Bnpa (€)	0,18	0,19	0,45	0,50
ROCE (%)	7%	8%	16%	17%
ROE (%)	4%	5%	12%	12%
Gearing (%)	5%	1%	1%	-6%
Dette nette	10,4	1,3	3,8	-19,5
Dividende n (€)	0,00	0,00	0,00	0,00
Yield (%)	-			

Ratios

	2022e	2023e	2024e	2025e
VE/CA (x)	3,1	1,2	0,8	0,6
VE/EBE (x)	10,9	3,9	2,2	1,7
VE/ROC (x)	25,6	9,2	4,0	3,2
PE (x)	48,3	18,4	6,1	5,4

Actionnariat



Prochaine publication : CA 9 mois le 23 janvier 2023

Analyste

Louis-Marie de Sade
01 44 70 20 77
lmdsade@elcorp.com



Retrouvez l'actualité boursière des small caps chaque jour dans votre boîte mail, gratuitement. [Inscription ici.](#)

Présentation de la société

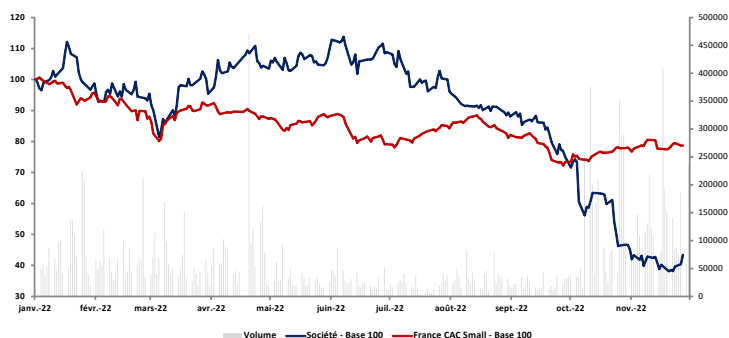
Créé en octobre 2019 par un apport partiel d'actifs de la société Bigben, Nacon s'articule autour de deux activités :

La première c'est une activité de développement et d'édition de jeux vidéo. Positionné sur le segment des jeux double A, le groupe s'est construit grâce à une politique d'acquisitions de studios soutenue lui permettant de s'appuyer aujourd'hui sur 15 sites de développement dans le monde, soit près de 600 développeurs.

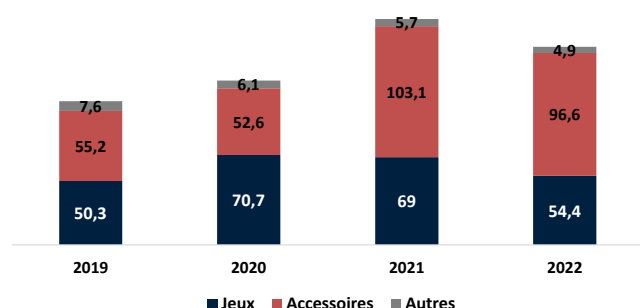
La seconde c'est une activité de conception et de distribution d'accessoires gaming. Le groupe s'appuie ici sur une expertise développée depuis plus de 20 ans et propose une gamme complète d'accessoires, des manettes, casques ou claviers par exemple.

Après avoir profité de la dynamique exceptionnelle du marché des jeux vidéo l'an passé, la société a réalisé pour son exercice décalé 2021/22 un chiffre d'affaires 155,9 M€ et un ROC de 19,0 M€.

Evolution du cours (base 100)



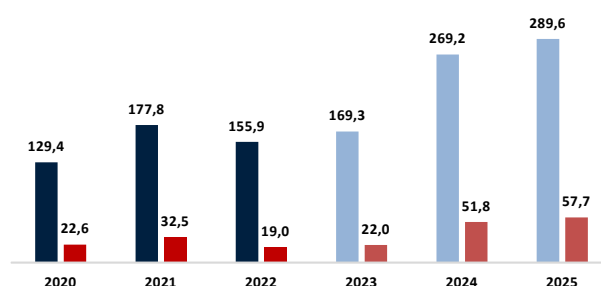
Evolution du split de chiffre d'affaires (en M€)



Argumentaire d'investissement

- **Un marché porteur.** Le gaming est aujourd'hui l'un des marchés majeur du divertissement. C'est un marché ultra porteur, en croissance continue, qui pèse près de 180 Mds\$. C'est aussi un marché en profonde transformation qui va bénéficier de nombreux catalyseurs à l'avenir comme l'avènement du Cloud gaming ou le développement de l'e-sport.
- **Un exercice 2022/23 explosif.** Si l'exercice 2021/22 est un exercice de transition, Nacon devrait pouvoir capitaliser sur une activité éditoriale très dynamique pour son exercice 2022/23 avec la sortie de 15 jeux, dont plusieurs très attendus par les joueurs, ainsi que sur la commercialisation de ses manettes pour consoles de nouvelle génération. Le groupe devrait ainsi réaliser un exercice exceptionnel et vise un chiffre d'affaires de 250 M€ ainsi qu'une marge opérationnelle courant supérieure à 50 M€.
- **Une politique active d'acquisitions.** Le groupe se renforce très régulièrement par le biais d'acquisitions tant sur ses activités de développement de jeux vidéo que de distribution d'accessoires. Il a annoncé qu'il continuerait à renforcer ces activités par ce biais là, ce qui pourrait nous apporter un newsflow positif et un renforcement des compétences de la société.

Evolution du CA et du ROC (en M€)



Sociétés de l'éco-système cotées en bourse

MULTIPLIERS DE VALORISATION

Société	VE / CA			VE / EBITDA			VE / EBIT			P/E		
	2023	2024	2025	2023	2024	2025	2023	2024	2025	2023	2024	2025
Ubisoft Entertainment SA	1,6x	1,4x	1,3x	3,8x	3,2x	2,8x	11,1x	8,4x	7,1x	20,8x	13,5x	11,0x
Focus Entertainment SA	1,9x	1,4x	1,3x	5,9x	4,3x	3,5x	13,7x	10,3x	7,6x	21,3x	13,6x	10,4x
Embracer Group AB Clas	1,9x	1,6x	1,5x	7,0x	5,1x	4,4x	8,0x	6,9x	6,0x	13,8x	11,6x	8,2x

Analyste

Louis-Marie de Sade
01 44 70 20 77
lmdesade@elcorp.com



Compte de résultat (M€)	mars-21	mars-22	mars-23	mars-24	mars-25
Chiffre d'affaires	177,8	155,9	169,3	269,2	289,6
Excédent brut d'exploitation	60,3	44,6	51,5	95,2	105,4
Résultat opérationnel courant	32,5	19,0	22,0	51,8	57,7
Résultat opérationnel	27,4	13,3	16,4	46,2	52,1
Résultat financier	-1,5	0,1	-1,5	-1,5	-1,5
Impôts	-7,3	-3,4	-3,7	-11,2	-12,6
Mise en équivalence	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Part des minoritaires	0,0	0,1	0,1	0,4	0,4
Résultat net part du groupe	18,6	9,9	11,0	33,1	37,5
Bilan (M€)	mars-21	mars-22	mars-23	mars-24	mars-25
Actifs non courants	133,5	241,5	247,8	257,0	265,8
dont goodwill	31,2	96,7	96,7	96,7	96,7
BFR	40,0	50,3	46,0	75,1	80,9
Disponibilités + VMP	96,7	82,1	91,2	88,7	112,0
Capitaux propres	210,5	228,4	239,6	273,1	311,0
Emprunts et dettes financières	54,8	92,5	92,5	92,5	92,5
Total Bilan	317,5	412,3	425,0	480,2	522,2
Tableau de flux (M€)	mars-21	mars-22	mars-23	mars-24	mars-25
Marge Brute d'autofinancement	55,7	44,3	40,6	76,8	85,6
Variation de BFR	0,0	-8,7	4,3	-29,0	-5,8
Flux net de trésorerie généré par l'activité	55,7	32,4	44,9	47,8	79,8
Investissements opérationnels nets	-54,8	-58,8	-35,3	-52,0	-55,9
Investissements financiers nets	-1,6	-22,6	-0,6	-0,6	-0,6
Flux nets de trésorerie liés aux investissements	-56,4	-81,4	-35,8	-52,5	-56,4
Augmentation de capital	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Variation emprunts	-12,8	37,4	0,0	0,0	0,0
Dividendes versés	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Autres	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0
Flux nets de trésorerie liés au financement	-12,8	35,3	0,0	0,0	0,0
Variation de trésorerie	-13,6	-13,1	9,1	-4,7	23,3
Ratios (%)	mars-21	mars-22	mars-23	mars-24	mars-25
Variation chiffre d'affaires	37,4%	-12,3%	8,6%	59,1%	7,5%
Marge EBE	34%	29%	30%	35%	36%
Marge opérationnelle courante	18%	12%	13%	19%	20%
Marge opérationnelle	15%	9%	10%	17%	18%
Marge nette	10%	6%	7%	12%	13%
Investissements opérationnels nets/CA	31%	38%	21%	19%	19%
BFR/CA	23%	32%	27%	28%	28%
ROCE	14%	5%	6%	11%	12%
ROCE hors GW	17%	7%	8%	16%	17%
ROE	9%	4%	5%	12%	12%
Payout	0%	0%	0%	0%	0%
Dividend yield	0%	0%	0%	0%	0%
Ratios d'endettement	mars-21	mars-22	mars-23	mars-24	mars-25
Gearing (%)	-20%	5%	1%	1%	-6%
Dettes nette/EBE	-0,7	0,2	0,0	0,0	-0,2
EBE/charges financières	40,2	858,3	34,3	63,4	70,3
Valorisation	mars-21	mars-22	mars-23	mars-24	mars-25
Nombre d'actions (en millions)	86,3	86,3	86,3	86,3	86,3
Nombre d'actions moyen (en millions)	0,1	86,3	86,3	86,3	86,3
Cours (moyenne annuelle en euros)		2,4	2,4	2,4	2,4
(1) Capitalisation boursière moyenne	0,0	204,1	204,1	204,1	204,1
(2) Dette nette (+)/trésorerie nette (-)	-41,9	10,4	1,3	3,8	-19,5
(3) Valeur des minoritaires	-0,3	0,0	0,1	0,5	0,9
(4) Valeur des actifs financiers	-1,1	-1,7	-2,3	-2,9	-3,4
Valeur d'entreprise = (1)+(2)+(3)-(4)	-41,1	216,2	207,8	211,3	188,9
PER	21,1	48,3	18,5	6,2	5,4
VE / EBE	5,8	10,9	4,0	2,2	1,7
VE / ROC	10,8	25,6	9,3	4,0	3,2
VE / CA	2,0	3,1	1,2	0,8	0,6
P/B	1,9	2,1	0,9	0,7	0,7
Données par action (€)	mars-21	mars-22	mars-23	mars-24	mars-25
Bnpa	0,27	0,18	0,19	0,45	0,50
Book value/action	2,4	2,6	2,8	3,2	3,6
Dividende /action	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00

Analyste

Louis-Marie de Sade

01 44 70 20 77

lmdesade@elcorp.com



Système de recommandations :

Les recommandations d'EuroLand Corporate portent sur les douze prochains mois et sont définies comme suit :

Achat : Potentiel de hausse du titre supérieur à 15% en absolu par rapport au cours actuel, assorti d'une qualité des fondamentaux.

Accumuler : Potentiel de hausse du titre compris entre 0% et 15% en absolu par rapport au cours actuel.

Neutre : Potentiel du titre compris entre -5% et +5% en absolu par rapport au cours actuel.

Alléger : Potentiel de baisse du titre compris entre 0% et 15% en absolu par rapport au cours actuel.

Vente : Potentiel de baisse du titre supérieur à 15% en absolu par rapport au cours actuel, valorisation excessive.

Sous revue : La recommandation est sous revue en raison d'une opération capitalistique (OPA / OPE / Augmentation de capital...), d'un changement d'analyste ou d'une situation de conflit d'intérêt temporaire entre EuroLand Corporate et l'émetteur.

Historique de recommandations :

Achat: Depuis le 25/01/2021

Accumuler: Du 29/04/2020 au 24/01/2021

Neutre : (-)

Alléger : (-)

Vente : (-)

Sous revue : (-)

Méthodes d'évaluation :

Ce document peut évoquer des méthodes d'évaluation dont les définitions résumées sont les suivantes :

1/ Méthode des comparaisons boursières : les multiples de valorisation de la société évaluée sont comparés à ceux d'un échantillon de sociétés du même secteur d'activité, ou d'un profil financier similaire. La moyenne de l'échantillon établit une référence de valorisation, à laquelle l'analyste ajoute le cas échéant des décotes ou des primes résultant de sa perception des caractéristiques spécifiques de la société évaluée (statut juridique, perspectives de croissance, niveau de rentabilité...).

2/ Méthode de l'ANR : l'Actif Net Réévalué est une évaluation de la valeur de marché des actifs au bilan d'une société par la méthode qui apparaît la plus pertinente à l'analyste.

3/ Méthode de la somme des parties : la somme des parties consiste à valoriser séparément les activités d'une société sur la base de méthodes appropriées à chacune de ces activités puis à les additionner.

4/ Méthode des DCF : la méthode des cash-flows actualisés consiste à déterminer la valeur actuelle des liquidités qu'une société dégagera dans le futur. Les projections de cash flows sont établies par l'analyste en fonction de ses hypothèses et de sa modélisation. Le taux d'actualisation utilisé est le coût moyen pondéré du capital, qui représente le coût de la dette de l'entreprise et le coût théorique des capitaux propres estimés par l'analyste, pondérés par le poids de chacune de ces deux composantes dans le financement de la société.

5/ Méthode des multiples de transactions : la méthode consiste à appliquer à la société évaluée les multiples observés dans des transactions déjà réalisées sur des sociétés comparables.

6/ Méthode de l'actualisation des dividendes : la méthode consiste à établir la valeur actualisée des dividendes qui seront perçus par l'actionnaire d'une société, à partir d'une projection des dividendes réalisée par l'analyste et d'un taux d'actualisation jugé pertinent (généralement le coût théorique des fonds propres).

7/ Méthode de l'EVA : la méthode "Economic Value Added" consiste à déterminer le surcroît annuel de rentabilité dégagé par une société sur ses actifs par rapport à son coût du capital (écart également appelé "création de valeur"). Ce surcroît de rentabilité est ensuite actualisé pour les années à venir avec un taux correspondant au coût moyen pondéré du capital, et le résultat obtenu est ajouté à l'actif net comptable.

DETECTION DE CONFLITS D'INTERETS POTENTIELS

Corporate Finance	Intérêt personnel de l'analyste	Détention d'actifs de l'émetteur	Communication préalable à l'émetteur	Contrat de liquidité	Contrat Eurovalue*
Non	Non	Non	Oui	Non	Oui

« Disclaimer / Avertissement »

La présente étude a été préparée par EuroLand Corporate indépendamment de Nacon (la « Société ») et est diffusée à titre purement informatif.

Cette étude ne constitue ni ne fait partie d'aucune offre de cession ou de souscription de titres ni d'aucune invitation à une offre d'achat ou de souscription de titres. Ni la présente étude, ni une quelconque partie de cette étude, ne constitue le fondement d'un quelconque contrat ou engagement, et ne doit être utilisé à l'appui d'un tel contrat ou engagement ou constituer une incitation pour conclure un tel contrat ou engagement.

Toutes opinions, prévisions, projections et/ou estimations éventuellement formulées dans ce document sont entièrement celles d'EuroLand Corporate et sont données dans le cadre de ses activités usuelles de recherche et ne doivent pas être considérées comme ayant été autorisées ou approuvées par toute autre personne.

Toutes opinions, prévisions, projections et/ou estimations éventuellement contenues dans cette étude reflètent le jugement d'EuroLand Corporate à la date à laquelle elle est publiée, et il ne peut être garanti que les résultats ou événements futurs soient en ligne avec ces opinions, prévisions, projections et/ou estimations. Ces opinions, prévisions, projections et/ou estimations peuvent faire l'objet de modifications par la suite sans préavis ni notification, leur exactitude n'est pas garantie et elles peuvent être incomplètes ou synthétisées. Ce document peut donc ne pas contenir toutes les informations relatives à la Société.

EuroLand Corporate attire l'attention du lecteur sur le fait que dans le respect de la réglementation en vigueur, il peut arriver que ses dirigeants ou salariés possèdent à titre personnel des valeurs mobilières ou des instruments financiers susceptibles de donner accès aux valeurs mobilières émises par la Société, sans que ce fait soit de nature à remettre en cause l'indépendance d'EuroLand Corporate dans le cadre de l'établissement de cette étude.

Tout investisseur doit se faire son propre jugement quant à la pertinence d'un investissement dans une quelconque valeur mobilière émise par la Société, en tenant compte des mérites et des risques qui y sont associés, de sa propre stratégie d'investissement et de sa situation légale, fiscale et financière.

EuroLand Corporate n'a pas vérifié de manière indépendante les informations fournies dans cette étude. A ce titre, aucune déclaration ou garantie, implicite ou explicite, n'est donnée quant à la sincérité, l'exactitude, l'exhaustivité ou la véracité des informations, opinions, prévisions, projections et/ou estimations contenues dans la présente étude. EuroLand Corporate, ni aucun de ses membres, dirigeants, employés ou conseillers, ni toute autre personne n'accepte d'être tenu d'une quelconque responsabilité (en raison d'une négligence ou autrement) pour tout préjudice de quelque nature que ce soit qui résulterait de l'utilisation de la présente étude, de son contenu, de son exactitude, de toute omission dans la présente étude, ou encore lié d'une quelconque manière à la présente étude.

La présente étude ne peut être reproduite, communiquée ou diffusée, directement ou indirectement, dans son intégralité ou en partie, de quelque façon que ce soit sans l'accord d'EuroLand Corporate.

Ce document ne peut être diffusé auprès de personnes soumises à certaines restrictions. Ainsi, en particulier, au Royaume-Uni, ce document s'adresse uniquement aux personnes qui (i) sont des professionnels en matière d'investissements au sens de l'article 19(5) du Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotion) Order 2005 (tel qu'actuellement en vigueur, ci-après le « Financial Promotion Order »), (ii) sont visées à l'article 49(2) (a) à (d) (« high net worth companies, unincorporated associations etc. ») du Financial Promotion Order, (iii) sont en dehors du Royaume-Uni, ou (iv) sont des personnes à qui une invitation ou une incitation à s'engager dans des activités d'investissement (au sens de la section 21 du Financial Services and Markets Act 2000) dans le cadre de l'émission ou de la cession de toutes valeurs mobilières peut être légalement communiquée, directement ou indirectement (toutes ces personnes étant dénommées ensemble, les « Personnes Habilitées »). Ce document s'adresse uniquement aux Personnes Habilitées et ne peut être utilisé par aucune personne autre qu'une Personne Habilitée. Toute personne autre qu'une Personne Habilitée doit s'abstenir d'utiliser ou de se fonder sur le présent document et les informations qu'il contient.

Ni ce document ni aucune copie de celui-ci ne peut être transmis ou distribué aux Etats-Unis d'Amérique, ou être distribués, directement ou indirectement, aux Etats-Unis d'Amérique. Tout manquement à cette restriction peut constituer une violation de la réglementation boursière des Etats-Unis d'Amérique.

Ni le présent document ni aucune copie de celui-ci ne peut être transmis ou distribué au Canada, en Australie, ou au Japon. La distribution du présent document dans d'autres juridictions peut constituer une violation des dispositions légales et réglementaires en vigueur. Les personnes entrant en possession de ce document doivent s'informer et se conformer à ces lois et règlements. En acceptant de recevoir cette note de recherche, vous acceptez d'être lié par les restrictions visées ci-dessus."

EuroLand Corporate
17 avenue George V
75008 Paris
01 44 70 20 80