

Achat

Objectif de cours **3,00 € (vs 3,40 €)**Cours au 28/11/2023 1,70 €
Potentiel **76,5%**

Données valeur

NACON.PA / NACON.FP	
Euronext Paris	
Capitalisation (M€)	149,3
Nb de titres (en millions)	87,9
Volume moyen 12 mois (titres)	74 650
Extrêmes 12 mois	11€ 3,1€

Performances boursières

Performances (%)	Ytd	1m	3m	12m
Perf. Absolue	-36,2%	34,8%	2,3%	-23,2%
Perf CAC Small	-11,2%	9,2%	-10,8%	-10,8%

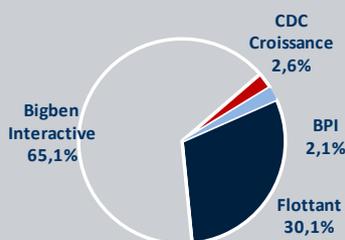
Données financières (en M€)

au 31/03	22/23	23/24e	24/25e	25/26e
CA	156,0	180,2	205,8	227,1
var %	0,0%	15,6%	14,2%	10,3%
EBE	44,9	61,1	74,0	83,6
% CA	28,8%	33,9%	35,9%	36,8%
ROC	13,3	21,6	26,6	31,5
% CA	8,5%	12,0%	12,9%	13,9%
RN	12,8	16,7	19,4	23,3
% CA	8,2%	9,2%	9,4%	10,3%
Bnpa (€)	0,1	0,2	0,2	0,3
ROCE (%)	4,3%	6,0%	7,0%	7,9%
ROE (%)	5,3%	6,4%	7,0%	7,7%
Gearing (%)	47,1%	50,8%	46,5%	39,9%
Dette nette (ex IFRS 16)	114,3	131,7	129,4	120,4
Dividende n (€)	0,0	0,0	0,0	0,0
Yield (%)	-	-	-	-

Multiples de valorisation

	22/23	23/24e	24/25e	25/26e
VE/CA (x)	2,6	1,3	1,1	1,0
VE/EBE (x)	9,2	3,8	3,1	2,6
VE/ROC (x)	31,0	10,7	8,6	6,9
P/E (x)	27,1	8,9	7,6	6,3

Actionnariat



Un S2 très dynamique est attendu

Publication des résultats semestriels 2023/2024

Après avoir publié un chiffre d'affaires semestriel en recul (70,8 M€, -8,7%), principalement dû à une actualité éditoriale très limitée sur la période, Nacon communique des résultats S1 en demi-teinte. Le REX de la société ressort à 3,7 M€ (vs 9,8 M€) pour une marge de 5,4% (vs 12,7%) et le RN à 3,2 M€, en décroissance de -61,6% par rapport au S1 2022/2023 (8,4 M€). La société confirme toutefois anticiper une croissance forte et rentable pour l'ensemble de l'exercice du fait d'un S2 qui devrait être très dynamique (nombreuses sorties de jeux, effet de base favorable sur les accessoires).

+280 bps sur la marge brute

Sous l'effet 1/ d'une top line moins impactée par le recul des jeux vidéo (-5,7% à 44,3 M€) que par celui des accessoires (-12,7% à 24,9 M€) et 2/ d'un moindre repli du back catalogue (-1,8% à 21,2 M€), relativement mieux margé, par rapport au catalogue (-9% à 23,1 M€), le taux de marge brute de Nacon progresse de +280 bps pour atterrir à 64,2%. Toutefois, la marge brute absolue a suivi de manière linéaire la tendance de CA et ressort à 43,5 M€ (-8,5% YoY).

Un P&L peu normatif sur la période

Si les charges de structure du groupe ont été bien maîtrisées sur le semestre, deux éléments exceptionnels ont boosté l'EBITDA (29,3 M€, en hausse de +20,1%) : 1/ un reclassement de 3M€ suite à la cession d'environ 11% des droits de Gollum à un partenaire et 2/ une reprise d'earn-outs non versés d'environ 7M€ du fait de la performance commerciale du jeu, en dessous des attentes fixées. Les DAP comptabilisées (25,6 M€ vs 14,5 M€ au S1 2022/2023) ont, elles, très fortement augmenté et reflètent l'amortissement des jeux sortis ces derniers mois, dont Gollum (c15 M€ de coûts de développement) au T1. Pour rappel, les jeux développés par Nacon suivent une règle d'amortissement dégressive, avec une grosse part (c40%) réalisée sur la première année suivant la sortie, dont environ 29% au premier semestre. Le REX S1 2023/2024 de Nacon s'établit ainsi à 3,7 M€, soit une marge de 5,4% (vs 12,7% au S1 2022/2023).

Bilan solide

Au 30 septembre, les capitaux propres du groupe ressortent à 248,7 M€, pour une dette nette (inc. IFRS 16 et dettes d'earn-outs) de 88,6 M€. Le groupe a consommé près de 30 M€ de trésorerie sur la période, dont -15,8 M€ de FCF et -8,7 M€ de remboursements d'emprunts, Nacon ayant significativement réduit son recours à la dette du fait du cout de financement actuel.

Perspectives et révision des estimations

Après un premier semestre compliqué, Nacon devrait bénéficier au S2 1/ d'une activité éditoriale importante, avec en premier lieu *Robocop*, sorti au T3 et qui a connu le meilleur démarrage de l'histoire du groupe (le management table sur environ 15M€ de CA à la clôture fiscale), 2/ d'un back catalogue rempli (13 jeux sortis en 2022/2023) et 3/ du rebond des accessoires, avec un taux d'équipement en nouvelles consoles qui commence enfin à décoller chez les joueurs. En synthèse, nous ajustons notre prévision de chiffre d'affaires 2023/2024e à 180,2 M€, impliquant une croissance annuelle de +15,6% et de +38,9% au S2, et tablons sur un REX de 21,6 M€, soit une marge de 12% (+350 bps).

Recommandation

Suite à cette publication et à la mise à jour de notre modèle, notre objectif de cours ressort à **3,00 € (vs 3,40 €)** et notre recommandation sur Nacon reste à **Achat**.



Pierre LAURENT
Analyste
01 44 70 20 78
plaurant@elcorp.com



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

Présentation de la société

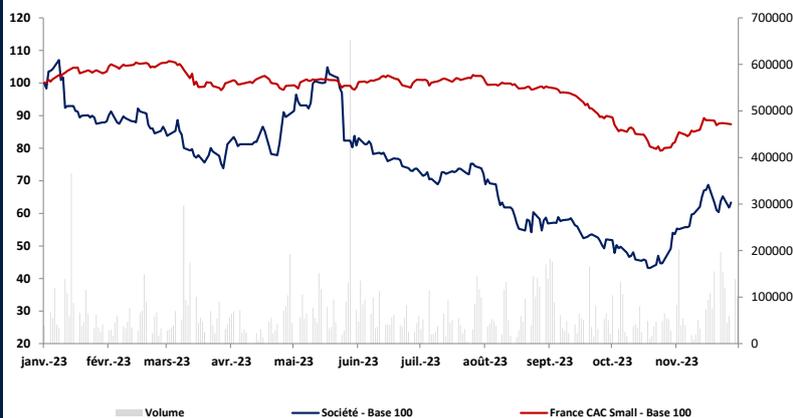
Créé en octobre 2019 par un apport partiel d'actifs de la société Bigben, Nacon s'articule autour de deux activités :

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.

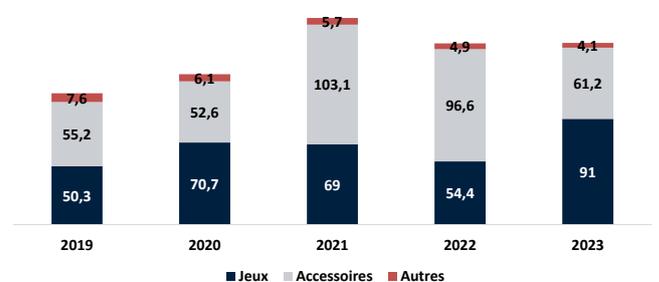
La seconde c'est une activité de conception et de distribution d'accessoires gaming. Le groupe s'appuie ici sur une expertise développée depuis plus de 20 ans et propose une gamme complète d'accessoires, des manettes, casques ou claviers par exemple.

Pour son exercice décalé 2022/23, le groupe a réalisé un chiffre d'affaires de 156,3 M€ et un RO de 17,3 M€. L'exercice qui s'ouvre devrait afficher une forte croissance liée au lancement de près de 20 jeux.

Evolution du cours (base 100)



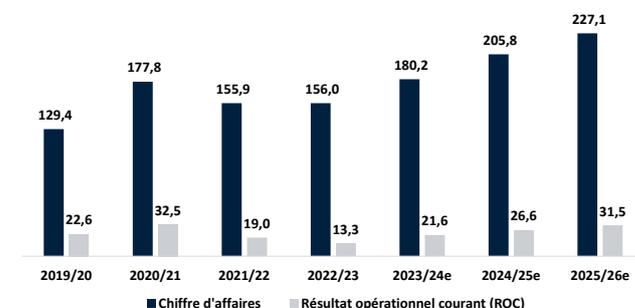
Evolution du mix de chiffre d'affaires (M€)



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 2023/24 explosif.** Concernant le prochain exercice, celui-ci devrait bénéficier d'une activité éditoriale très riche (notamment avec les différents décalages évoqués ces derniers mois) : une vingtaine de jeux sont attendus dont Gollum (S1 2023/24), RoboCop : Rogue City, Gangs of Sherwood et TestDrive Unlimited Solar Crown (Live Ops). Dans le même temps, le Back Catalogue bénéficiera de l'intégration des plus de 10 jeux sortis cet exercice, assurant une importante contribution à la top line mais aussi à la marge. Enfin, les ventes d'Accessoires devraient bénéficier de l'augmentation du parc de console ainsi que d'un effet de base favorable. In fine, l'exercice 2023/24 devrait allier très forte croissance et amélioration des marges.
- **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 (M€)



Compte de résultat (M€)	2020/21	2021/22	2022/23	2023/24e	2024/25e	2025/26e
Chiffre d'affaires	177,8	155,9	156,0	180,2	205,8	227,1
Excédent brut d'exploitation	60,3	44,6	44,9	61,1	74,0	83,6
Résultat opérationnel courant	32,5	19,0	13,3	21,6	26,6	31,5
Résultat opérationnel	27,5	13,3	17,3	21,6	26,6	31,5
Résultat financier	-1,5	0,1	-2,3	-2,3	-2,3	-2,3
Impôts	-7,7	-3,4	-2,2	-2,6	-4,9	-5,8
Mise en équivalence	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Part des minoritaires	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Résultat net part du groupe	18,3	9,9	12,8	16,7	19,4	23,3
Bilan (M€)	2020/21	2021/22	2022/23	2023/24e	2024/25e	2025/26e
Actifs non courants	133,5	241,5	339,9	367,8	382,8	392,6
<i>dont goodwill</i>	<i>31,2</i>	<i>96,7</i>	<i>138,1</i>	<i>138,1</i>	<i>138,1</i>	<i>138,1</i>
BFR	40,0	50,3	29,9	38,8	40,9	45,3
Disponibilités + VMP	96,7	82,1	47,6	15,2	17,5	26,5
Capitaux propres	210,5	228,4	242,6	259,2	278,6	302,0
Emprunts et dettes financières	54,8	92,5	114,9	99,9	99,9	99,9
Compléments de prix	0,0	44,3	47,0	47,0	47,0	47,0
Total Bilan	317,5	412,3	483,3	492,5	521,3	552,7
Tableau de flux (M€)	2020/21	2021/22	2022/23	2023/24e	2024/25e	2025/26e
Marge Brute d'autofinancement	60,0	44,3	45,6	56,1	66,8	75,5
Variation de BFR	3,7	-8,7	0,7	-8,8	-2,1	-4,5
Flux net de trésorerie généré par l'activité	55,7	32,4	47,4	47,3	64,7	71,0
Investissements opérationnels nets	-52,1	-58,8	-80,4	-66,7	-61,7	-61,3
Investissements financiers nets	-1,6	-22,6	-35,5	-0,7	-0,7	-0,7
Flux nets de trésorerie liés aux investissements	-53,7	-81,4	-115,9	-67,4	-62,4	-62,0
Augmentation de capital	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Variation emprunts	-13,9	37,4	36,5	-15,0	0,0	0,0
Dividendes versés	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Autres	0,0	-0,1	-0,2	0,0	0,0	0,0
Flux nets de trésorerie liés au financement	-15,6	35,3	33,9	-15,0	0,0	0,0
Variation de trésorerie	-13,6	-13,1	-34,5	-35,1	2,3	9,0
Ratios (%)	2020/21	2021/22	2022/23	2023/24e	2024/25e	2025/26e
Variation chiffre d'affaires	37,4%	-12,3%	0,0%	15,6%	14,2%	10,3%
Marge EBE	33,9%	28,6%	28,8%	33,9%	35,9%	36,8%
Marge opérationnelle courante	18,3%	12,2%	8,5%	12,0%	12,9%	13,9%
Marge opérationnelle	15,5%	8,6%	11,1%	12,0%	12,9%	13,9%
Marge nette	10,3%	6,3%	8,2%	9,2%	9,4%	10,3%
CAPEX (% CA)	29,3%	37,7%	51,6%	37,0%	30,0%	27,0%
BFR (% CA)	22,5%	32,3%	19,2%	21,5%	19,9%	20,0%
ROCE	13,8%	4,8%	2,7%	4,0%	4,7%	5,4%
ROCE hors GW	16,8%	7,2%	4,3%	6,0%	7,0%	7,9%
ROE	8,7%	4,3%	5,3%	6,4%	7,0%	7,7%
Payout	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Dividend yield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Ratios d'endettement	2020/21	2021/22	2022/23	2023/24e	2024/25e	2025/26e
Gearing (%)	-19,9%	23,9%	47,1%	50,8%	46,5%	39,9%
Dette nette/EBE	-0,7	1,2	2,5	2,2	1,8	1,4
EBE/charges financières	40,0	858,3	19,4	26,4	31,9	36,1
Valorisation	2020/21	2021/22	2022/23	2023/24e	2024/25e	2025/26e
Nombre d'actions (en millions)	86,9	86,9	86,9	86,9	86,9	86,9
Nombre d'actions moyen (en millions)	0,1	86,9	86,9	86,9	86,9	86,9
Cours (moyenne annuelle en euros)	6,5	5,5	4,0	1,7	1,7	1,7
(1) Capitalisation boursière moyenne	0,6	479,9	346,0	147,8	147,8	147,8
(2) Dette nette (+)/ trésorerie nette (-)	-41,9	54,7	114,3	131,7	129,4	120,4
(3) Valeur des minoritaires	-0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
(4) Valeur des actifs financiers	-1,1	-1,7	-2,4	-3,1	-3,8	-4,4
Valeur d'entreprise = (1)+(2)+(3)-(4)	-40,5	536,3	462,7	282,6	281,0	272,6
VE/CA	2,0	3,1	2,6	1,3	1,1	1,0
VE/EBE	5,8	10,9	9,2	3,8	3,1	2,6
VE/ROC	10,8	25,6	31,0	10,7	8,6	6,9
PER	21,5	48,3	27,1	8,9	7,6	6,3
P/B	1,9	2,1	1,4	0,6	0,5	0,5
Données par action (€)	2020/21	2021/22	2022/23	2023/24e	2024/25e	2025/26e
Bnpa	0,27	0,18	0,10	0,19	0,22	0,27
Book value/action	2,4	2,6	2,8	3,0	3,2	3,5
Dividende /action	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00

Pierre LAURENT

Analyste

01 44 70 20 78

plarent@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