

Guillaume ANOMAN

Analyste Financier

guillaume.anoman@inextenso-finance.fr

01.41.09.44.77

Date de première diffusion : 5 juillet 2022

Note sectorielle

Une génération de cash importante**Des investissements en forte hausse****Une concentration sur le secteur des jeux**

Une dynamique long terme préservée

Le marché mondial des jeux vidéo (sur PC, console et mobile) a atteint 175,8 Md\$ en 2021 et s'inscrit dans une dynamique soutenue en affichant un taux de croissance annuel moyen (TCAM) de près de 11 % entre 2012 et 2021. Au sein de ce marché, le jeu sur mobile a progressivement pris des parts de marché avec un chiffre d'affaires en hausse annuelle moyenne de 23,1 % et un poids devenu majoritaire en 2021.

De manière très spécifique, le marché des accessoires PC, qui fut fortement dynamisé par la demande d'équipements liés au confinement durant la pandémie, apparaît en croissance de près de 25 % YoY aux USA. Des niches se distinguent telles que les volants et les joysticks qui affichent tous deux des croissances supérieures à 40 % YoY.

Nous attendons une croissance du marché du jeu vidéo en 2022 grâce à un meilleur déploiement des consoles de nouvelle génération mais aussi et surtout grâce à une actualité éditoriale plus dense qu'en 2021. Nous prévoyons ainsi une croissance de +8,7 % à 191 Md\$ avec un marché du jeu console en hausse de +11,8 % et un marché du jeu mobile en croissance de 9,3 %.

Des leviers pour une rentabilité accrue

Outre les volumes d'affaires en hausse sur le secteur, les prix s'inscrivent également à la hausse. Nous remarquons effectivement que les jeux vendus sur les consoles de nouvelle génération le sont en moyenne avec \$10 de plus que ceux sur ancienne génération. Dans ce contexte, la rentabilité est renforcée à travers : 1/ La hausse importante des ventes de jeux digitaux au détriment des ventes physiques (hausse de la rentabilité des éditeurs) 2/ La multiplication des abonnements (hausse de la rentabilité des fabricants de consoles), 3/ La progression de la monétisation au sein des jeux (hausse de la rentabilité des éditeurs).

Cash disponible pour toujours plus de M&A

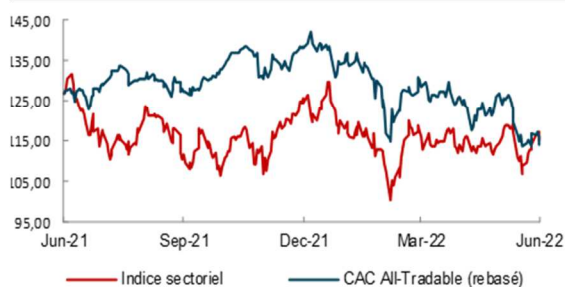
Dans ce secteur rentable et en croissance, les acteurs accélèrent leur développement par des opérations de croissance externe. En 2021, 299 opérations ont ainsi été annoncées pour un montant total de 38 milliards de dollars. Du fait des réserves de cash importantes conservées par les acteurs de l'édition, nous estimons que cette tendance à la consolidation devrait se poursuivre au cours de l'année 2022, comme les méga-acquisitions du S1 le laisse présager (Microsoft/Activision – Blizzard pour 69 milliards de dollars notamment).

Opinion positive sur le secteur

Compte tenu des perspectives de croissance et de rentabilité au sein du secteur, nous sommes positifs sur l'ensemble des sociétés sélectionnées dans notre étude.

Performances indice sectoriel vs CAC All tradable

Absolute	1 mois	6 mois	12 mois
	-1 %	-8,7%	-9%



Source : Factset au 30/06/2022

Synthèse et opinion par société

	Opinion	Objectif de cours	Potentiel
DontNod	Achat	11,65 €	+13,7 %
Focus Home	Achat	52,90 €	+16,1 %
Nacon	Achat	7,15 €	+21,1 %
Guillemot	Achat Fort	19,65 €	+73,9 %
Innelec	Achat Fort	8,45 €	+78,0 %

Ratios du secteur

Développeurs / Editeurs	2021	2022E	2023E	2024E
EV / Sales	4,5	3,4	2,6	2,5
EV / EBITDA	12,4	9,3	6,5	5,8
EV / EBIT	19,1	17,8	11,9	9,5
P / E	25,7	23,1	16,9	14,9
Accessoiristes				
EV / Sales	4,1	3,7	3,3	3,5
EV / EBITDA	9,9	8,6	7,5	7,1
EV / EBIT	11,4	10,1	8,4	7,8
P / E	15,3	11,6	9,7	9,9

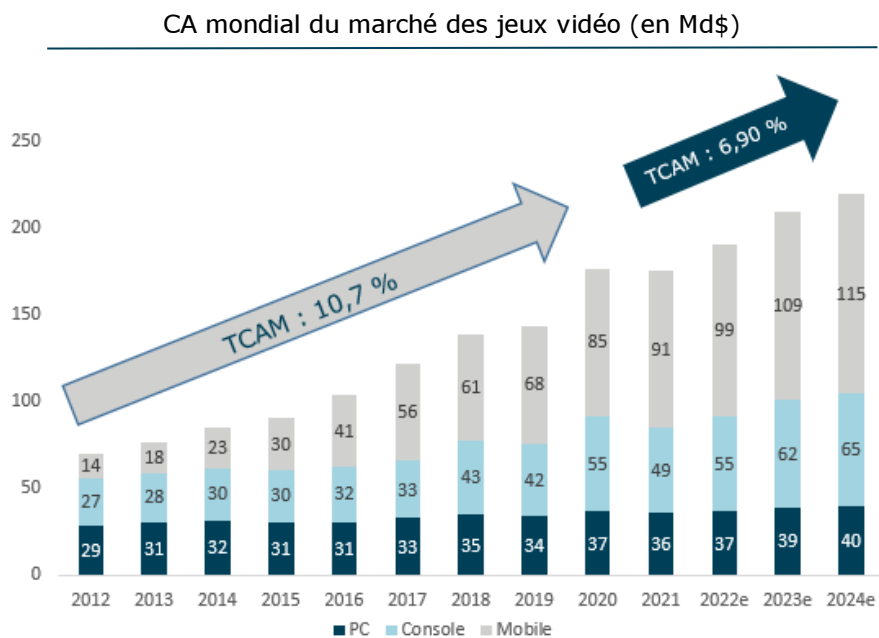
Source : Infront Analytics au 30/06/2022

Sommaire

1	Un marché à fort potentiel	3
1.1	Le mobile : principal driver du secteur d'ici 2030	4
1.2	Des ventes de consoles pressurisées par des tensions logistiques	5
1.3	Une actualité éditoriale en « morne plaine »	7
1.4	Un marché des accessoires dynamique	7
2	Evolution des drivers de rentabilité	8
2.1	Des ventes digitales en hausse	8
2.2	Multiplication des abonnements	8
2.3	Hausse de la monétisation en jeu	9
2.4	Hausse du prix des jeux avec la nouvelle génération de consoles	9
3	Poursuite probable du M&A au sein du secteur	10
3.1	Une année 2021 exceptionnelle, un premier semestre 2022 extraordinaire	10
3.2	Une industrie armée de cash pour poursuivre l'activité	10
4	Les valorisations du secteur	12
4.1	Des valorisations attractives malgré deux années fastes	12
5	Descriptif par société	13
6	Avertissements importants	24
6.1	Définition des opinions et objectifs de cours de In Extenso Financement & Marché	
6.2	Détection de conflits d'intérêts potentiels	24
6.3	Historique des opinions et objectifs de cours relatifs à la valeur au cours des 12 derniers mois	24
6.4	Répartition des opinions	24
6.5	Avertissement complémentaire	25

1 Un marché à fort potentiel

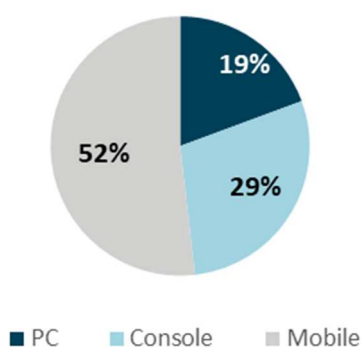
Pour 2022, nous attendons une croissance dynamique du marché (+8,7%) compte tenu d'une actualité éditoriale dense et de bonnes ventes de consoles de nouvelle génération (après une année 2021 marquée par certaines pénuries ayant bridé les ventes de hardware).



Sources : Newzoo, estimations IEFM

Après des années de domination du marché des jeux vidéo par ceux pour consoles et pour PC, les jeux sur mobile occupent, depuis 2021, la majorité du marché en valeur. D'ici 2030, leur place pourrait même devenir largement prépondérante.

Répartition estimée du CA par support en 2022

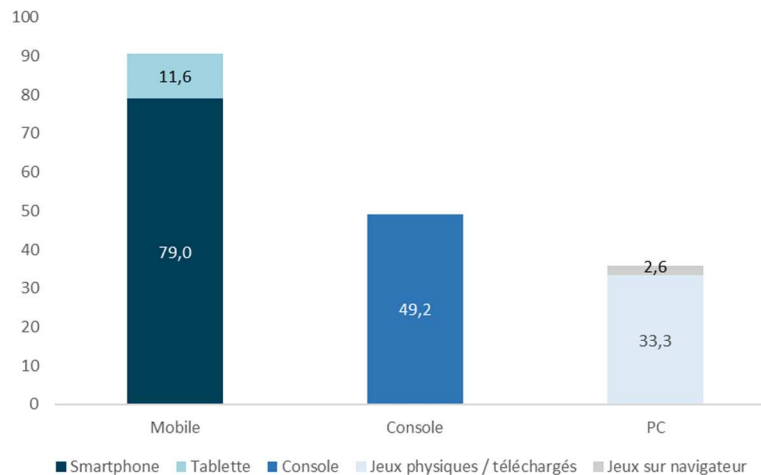


Sources : Newzoo

1.1 Le mobile : principal driver du secteur d'ici 2030

Les grands gagnants de l'année 2021 sont les jeux mobiles. Concentrant 51,7 % du chiffre d'affaires mondial de l'industrie (dont près de 87 % sur smartphone), le mobile affiche un chiffre d'affaires de 90,6 milliards de dollars, en hausse de +6,6 % YoY. Au sein de ces jeux mobiles, le géant du secteur Tencent avec ses deux jeux phares *PUBG Mobile* et *Honor of Kings* affiche, sur l'année 2021, des chiffres de dépenses par les consommateurs de près 5,7 milliards de dollars.

Répartition du CA 2021 du marché global des jeux vidéo par support de jeu (Md\$)



Source : Newzoo

Cette tendance de croissance du mobile est loin d'être terminée, et semblerait même s'accélérer dans les années à venir. A l'heure où le mobile représente plus de la moitié des revenus liés aux jeux, le cloud gaming (en plein essor), permettra prochainement aux smartphones de proposer une qualité de service au moins similaire à celle des consoles. En effet, avec le cloud gaming, le jeu « tourne » grâce aux serveurs. Ce ne sont donc plus les spécificités techniques du téléphone qui sont déterminantes dans la vitesse et la qualité d'exécution du jeu, mais plutôt la connexion internet. Avec l'avènement et le déploiement global de la 5G, le cloud gaming, déjà en forte croissance, devrait continuer à prospérer dans les années à venir.

Aussi, le jeu mobile est de plus en plus joué : en moyenne 10 heures par semaine en 2021 aux USA et au Canada, soit 2 heures de plus en moyenne qu'en 2020 et 4 de plus qu'en 2019. Sur seulement l'année 2021, ces jeux mobiles ont généré près de 19 milliards de dollars de revenus nets aux USA et au Canada.

Global Data estime par exemple que ce marché vaudra 272 milliards de dollars en 2030, avec un taux de croissance annuel moyen aux alentours de 11%.

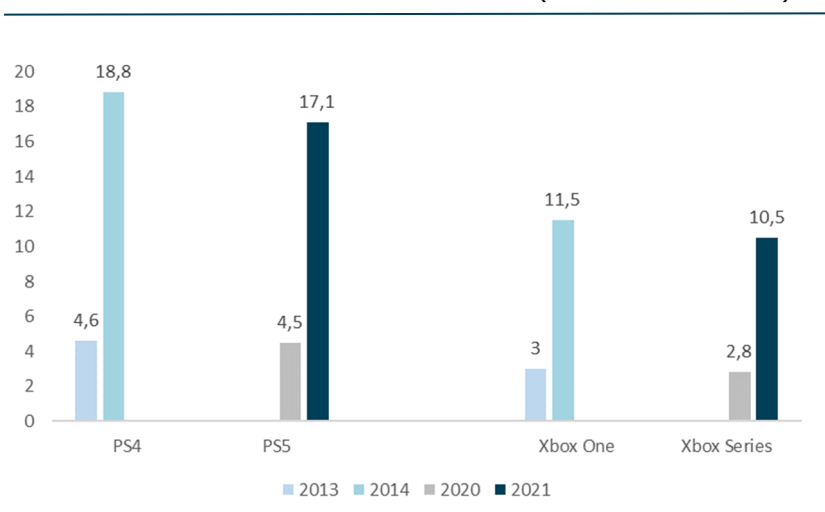
1.2 Des ventes de consoles pressurisées par des tensions logistiques

L'année 2021 fut riche au sein du secteur des jeux vidéo. La récente pandémie fut un immense catalyseur de ventes du fait du quasi-monopole des jeux vidéo comme support de divertissement. Cette dernière a aussi fait croître l'équipement des ménages en accessoires gaming du fait à la fois de la nécessité d'équipement liée au développement du télétravail (notamment les casques audios) mais aussi du transfert de l'épargne disponible vers l'aménagement et l'équipement de l'intérieur, notamment en termes de divertissement.

Pour autant, cette croissance, et notamment au niveau du « hardware », fut muselée par plusieurs éléments liés à la pandémie. En effet, en fin d'année 2020 a eu lieu la sortie des deux consoles de nouvelle génération de Sony et Microsoft : la Playstation® 5 et les Xbox Series S/X.

Les ventes de ces consoles de nouvelle génération n'ont su dépasser leurs grandes sœurs respectives, et ce malgré une demande estimée supérieure qu'en 2013-2014 :

Nombre de ventes cumulées de consoles (en millions d'unités)



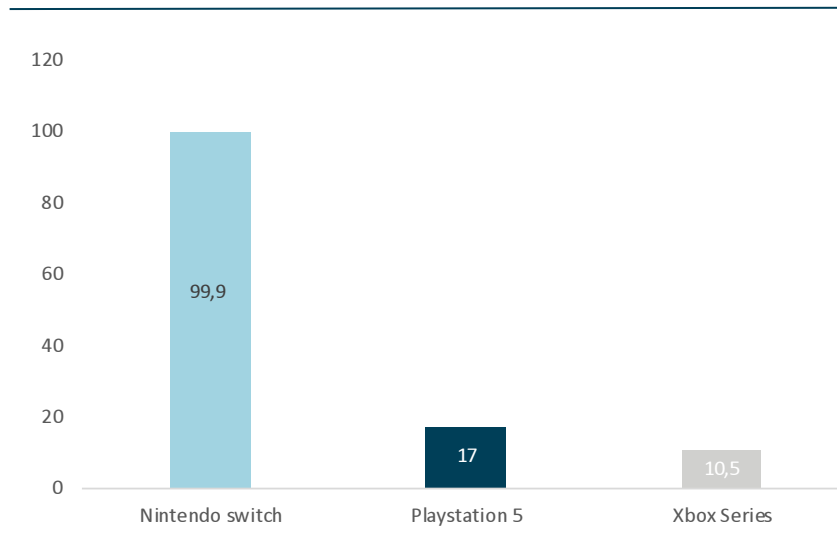
Source : Statista

Ces chiffres de ventes inférieurs à la précédente génération, ne sont pas dus à un problème de demande mais à des difficultés au niveau de l'offre. En effet, le redémarrage très rapide de l'économie à la sortie de la pandémie a entraîné d'importantes tensions aussi bien sur la chaîne logistique mondiale que sur la production de certains composants informatiques, comme les processeurs. Ces consoles, qui sont grossièrement des ordinateurs, sont dotées notamment d'un microprocesseur et d'un processeur graphique, majoritairement produits en Chine. L'importante demande en composants informatiques liée à la fois aux usages numériques de plus en plus importants mais aussi au redémarrage forcé et rapide des usines induit par la pandémie a tendu l'ensemble de la supply chain. Cela a entraîné une congestion dans les transports maritimes, créant des retards dans les livraisons. Ces raisons expliquent donc ces ventes inférieures aux attentes et aux capacités de vente des constructeurs.

Outre ces nouvelles consoles, la *Switch* de Nintendo a poursuivi sa dynamique de croissance en 2021, notamment grâce à la sortie de la *Switch OLED*. La *Switch* s'était en effet excellemment bien vendue à l'heure du confinement, du fait de sa dimension « conviviale et familiale », mais aussi grâce à des sorties attendues par les fans, comme le nouvel opus *Animal Crossing : New Horizons*.

A l'échelle mondiale, la Switch a donc dominé les ventes de Hardware en 2021.

Ventes cumulées selon le type de consoles depuis leurs sorties (en millions d'unités)
(31 décembre 2021)



Source : Ampere Games

Au 31 mars 2022, les ventes cumulées de Playstation 5 et de Xbox Series X/S sont respectivement de 18,7 millions d'unités et de 13,7 millions d'unités. Cette croissance tangible devrait se poursuivre au long de l'année.

Consoles	Ventes est. au T1 2022	Ventes cumulées
Switch	353 540	106 212 076
Xbox Series	220 631	13 658 441
Playstation 5	211 765	18 660 162
Playstation 4	15 213	116 736 056
Xbox One	1 263	50 520 634

Source : VgChartz

Même si le marché des ventes de consoles devrait s'inscrire en croissance en 2022, les divers confinements locaux en Chine au cours du premier trimestre nous incite à être prudents. Le cabinet d'étude *DFC Intelligence* a par exemple abaissé de près de 4% ses prévisions de ventes de consoles pour l'année en cours. Toujours selon cette étude, Sony et sa *Playstation® 5* seraient les plus impactés.

Le nombre de consoles *Xbox Series* et *Playstation 5®* vendues en 2022 devrait ainsi apparaître en croissance par rapport à l'année passée mais sans atteindre le potentiel maximal de vente (du fait des difficultés logistiques qui subsistent).

1.3 Une actualité éditoriale en « morne plaine »

L'actualité éditoriale, limitée par le Covid-19, fut aussi un frein au développement potentiel des ventes de consoles. La récente pandémie a en effet beaucoup pénalisé les studios d'édition et de développement de jeux, entraînant un nombre important de décalage de sorties de blockbusters. Les nouvelles consoles PS5 et Xbox Series disposaient ainsi de peu de jeux « motivant » un passage à la nouvelle génération à leur sortie, et l'année 2021 fut d'un calme plat au niveau des jeux AAA proposés sur ces consoles.

Nous nous attendons à une croissance du marché des jeux vidéo en 2022. Effectivement, cette année le line-up de jeux AAA est fourni et particulièrement attendu par les fans :

Jeu	Date de sortie	Nombre de ventes / joueurs si connu
Tom Clancy's Rainbow Six : Extraction	20 janvier 2022	5 millions de joueurs (février 2022)
Légendes Pokémon : Arceus	28 janvier 2022	6,5 millions de vente (mi-mars 2022)
Dying Light 2 Stay Human	4 février 2022	3 millions de joueurs (mi-février 2022)
Horizon II : Forbidden West	18 février 2022	-
Elden Ring	25 février 2022	12 millions de ventes (16 mars 2022)
Gran Turismo 7	4 mars 2022	-
Grand Theft Auto V (Version PS5 & Xbox Series)	15 mars 2022	-
Vampire : The Masquerade - Swansong	19 mai 2022	-
Saints Row	23 août 2022	-
God of War : Ragnarök	2022	-
Gotham Knights	2022	-
Forza Motorsport 8	2022	-

Sources : sites des éditeurs

1.4 Un marché des accessoires dynamique

Le marché de l'accessoire PC, bien que plus difficile à estimer du fait d'une non-corrélation parfaite du hardware initialement destiné au gaming et celui effectivement utilisé pour le gaming, apparait en hausse¹ en 2021. En effet, notamment aux USA, les ventes liées au « hardware » gaming PC ainsi qu'aux accessoires liés ressortent en hausse de 25 % par rapport à 2020, pour atteindre un montant global de 5,74 milliards de dollars.

Ce marché des accessoires est composé de nombreuses niches, comme les volants. Ce marché représentant en valeur plus 287 M€ en Europe et aux Etats-Unis, a affiché une croissance de +32,5 % en Europe et de +78,1 % aux USA. D'autres niches en forte croissance existent comme les joysticks aériens, ce qui permet à certaines entreprises du secteur d'afficher une croissance supérieure au marché, comme Guillemot.

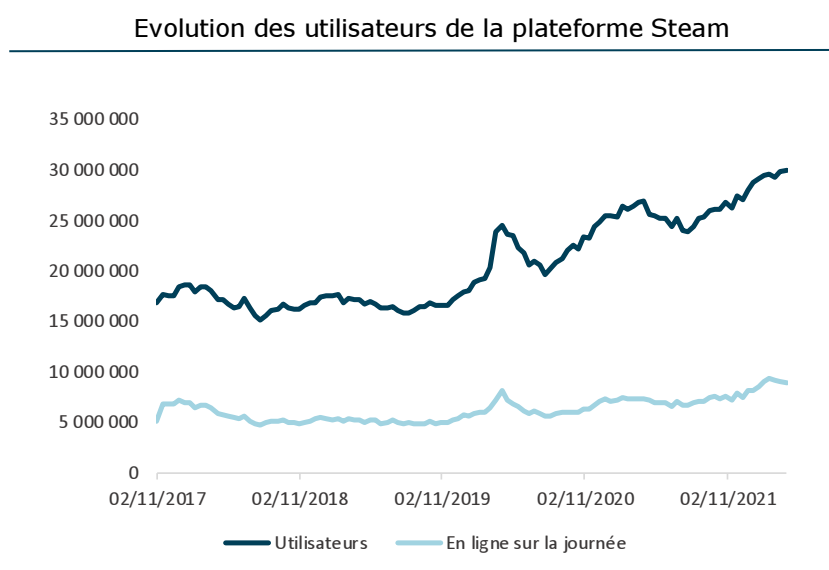
¹ <https://www.npd.com/news/press-releases/2022/the-npd-group-consumer-spend-on-pc-gaming-hardware-and-accessories-in-us-increased-25-in-2021/>

2 Evolution des drivers de rentabilité

Comme décrit précédemment, la croissance du chiffre d'affaires de l'industrie s'inscrit en hausse relativement régulière sur ces dernières années et est accompagnée d'une amélioration structurelle de la rentabilité liée notamment à la digitalisation de la vente de jeux vidéo.

2.1 Des ventes digitales en hausse

Les ventes digitales ont cette année représenté 93 % des ventes totales, notamment sur les consoles qui concentrent 77% du marché (i.e. des ventes digitales). Cette tendance s'observe aussi sur PC : la principale place de téléchargement de jeux PC, Steam, a connu une hausse de ses utilisateurs de 11,4 % sur un an, passant de 26,9 millions au 1^{er} avril 2021 à 30,0 millions au 31 mars 2022.



Source : SteamDB

Ces ventes digitales génèrent des marges supérieures pour les éditeurs de jeux vidéo comparées aux ventes physiques (i.e. marge du magasin à payer).

Cette évolution des canaux de distribution des jeux profite ainsi aux éditeurs.

2.2 Multiplication des abonnements

Ces dernières années, les abonnements se multiplient pour avoir accès au divertissement en ligne : le secteur du jeu vidéo n'échappe pas à cette règle. En effet, les producteurs de consoles (Microsoft, Sony et Nintendo) cherchent à rendre aussi incontournables qu'intéressants leurs abonnements en proposant par exemple des jeux mis à disposition tous les mois ou bien en obligeant la souscription à ce service pour accéder au mode multijoueur de certains jeux.

Cela a pour conséquence d'améliorer la récurrence des revenus des producteurs de consoles précédemment cités.

Cette stratégie semble payante : selon Ampere Analysis, les services d'abonnement représentent aujourd'hui près de 4% du marché total des jeux, tendance qui, selon la même étude, devrait représenter 8,4% de ce même marché en 2027.

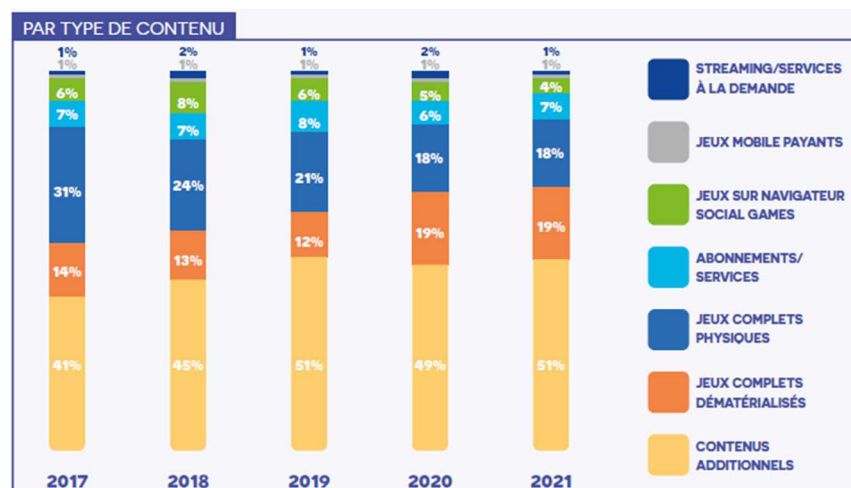
2.3 Hausse de la monétisation en jeu

Sous l'influence de jeux tels que *Fortnite* qui basent leur stratégie sur la hausse des dépenses pendant le jeu, les éditeurs de jeux vidéo cherchent aujourd'hui à augmenter leurs ventes de contenus additionnels.

Les jeux en *Free-to-play* génèrent aujourd'hui d'importants revenus bien qu'étant gratuits. Le joueur va être incité, sans en être obligé, à dépenser pour équiper ou habiller son personnage par exemple. Un sondage produit par *LendEDU* révèle que 68,8 % des joueurs de *Fortnite* ont déjà dépensé de l'argent en jeu, avec un panier moyen de près de 85 dollars.

La tendance en France est également à la hausse des ventes de contenus additionnels depuis 2017.

Répartition des dépenses par type de contenu en France



Source : Sell

Cette hausse de la monétisation au sein des jeux permet aux éditeurs classiques (de jeux payants) d'augmenter les revenus issus d'un titre (i.e. d'avoir d'autres revenus que ceux issus de la vente).

2.4 Hausse du prix des jeux avec la nouvelle génération de consoles

Depuis fin 2020, nous observons une tendance à une hausse globale du prix des jeux AAA sur les consoles de nouvelle génération, qui passe en moyenne de 60 dollars (sur les anciennes générations) à leur sortie à 70 maintenant. Le déploiement progressif des consoles de nouvelle génération viendra donc renforcer de manière mécanique le chiffre d'affaires des éditeurs, mais aussi des fabricants de consoles (via la commission de vente prélevés sur les jeux parus sur leurs consoles).

Au sein de ce secteur à fort potentiel, les entreprises cherchent à accélérer, notamment au travers d'opérations de croissance externe toujours plus significatives en termes de taille.

3 Poursuite probable du M&A au sein du secteur

3.1 Une année 2021 exceptionnelle, un premier semestre 2022 extraordinaire

L'année 2021 fut particulièrement dense au niveau des annonces de deals M&A. En effet, les grands acteurs du secteur ont démontré une appétence forte en termes de croissance externe. Ainsi, la somme des deals annoncés en 2021 dans le secteur s'élève à environ 38 milliards de dollars, pour 299 deals, contre 33,6¹ milliards de dollars en 2020 pour près de 665 transactions.

Exemples de transactions

Date	Acquéreur	Cible	Montant maximum
Février 2021	Electronic Arts	Glu Mobile	\$2 100 M
Février 2021	Embracer	GearBox	\$1 378 M
Février 2021	Embracer	Easy Brain	\$765 M
Mars 2021	Byte Dance	Moonton	\$4 000 M
Juin 2021	Electronic Arts	Playdemic	\$1 400 M
Juillet 2021	Tencent	Sumo	\$1 270 M
Août 2021	Netmarble	SpinXGames	\$2 190 M
Août 2021	Byte Dance	Pico	\$1 500 M
Décembre 2021	Embracer	Asmodee	\$3 200 M
Janvier 2022	Take Two	Zynga	\$12 700 M
Janvier 2022	Microsoft	Activision - Blizzard	\$69 000 M
Juin 2022	Under Control Group	Playrapid	Montant non public

Les trois transactions les plus importantes, à savoir l'acquisition de Moonton par ByteDance, de Asmodee (studio français) par Embracer et de SpinXGames par Netmarble s'élèvent respectivement à 4 milliards, 3,2 milliards et 2,2 milliards de dollars. Sur ces 299 offres, 70 ont eu lieu au T4. Cette bonne cadence des offres et des montants s'est poursuivie au début de l'année 2022, avec des transactions atteignant des niveaux historiquement hauts.

Au cours du mois de janvier 2022, les plus grosses acquisitions du secteur ont été annoncées à quelques jours d'intervalle : le 10 janvier, Take Two a annoncé l'acquisition de Zynga pour un montant de 12,7 milliards de dollars. Le 18 janvier, Microsoft a annoncé son souhait de s'offrir Activision-Blizzard pour la somme record d'environ ... 69 milliards de dollars. L'année 2022 a donc démarré ainsi sur les chapeaux de roues au niveau de l'actualité corporate.

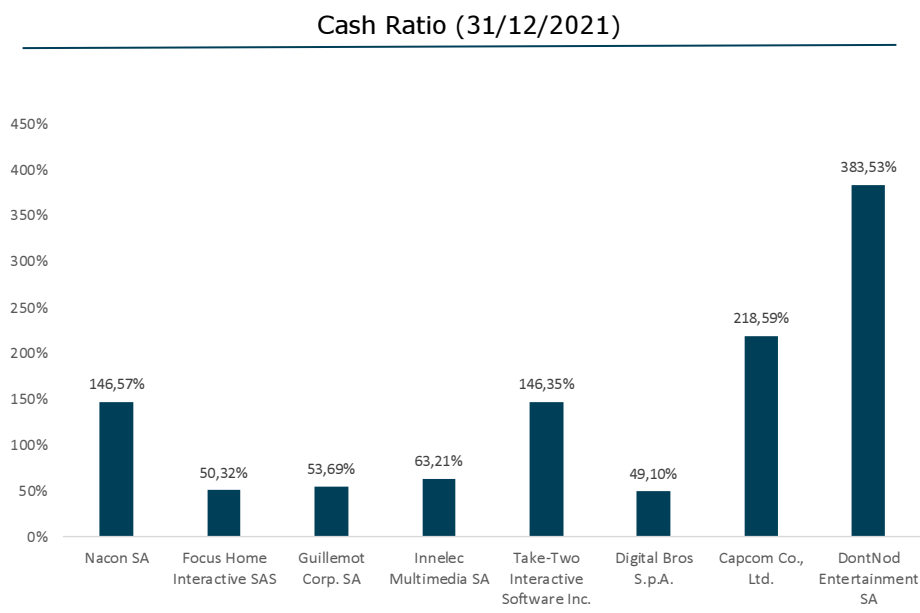
3.2 Une industrie armée de cash pour poursuivre l'activité

Les profits générés par les sociétés durant les deux dernières années ont permis aux acteurs du secteur de disposer d'un matelas de cash confortable pour réaliser de la croissance externe. Malgré la forte activité des sociétés en termes de croissance externe, ces dernières disposent encore aujourd'hui d'un montant de trésorerie intéressant pour poursuivre leur croissance sur ce marché très porteur.

¹ Statista : <https://www.statista.com/topics/8788/video-game-industry-manda/>

Ces importantes liquidités sont représentées ci-dessous par le cash ratio, qui représente la trésorerie (+ titres financiers liquides - non détenus avec un objectif long-terme) divisée par les passifs courants.

Ce ratio nous donne ainsi une indication de la liquidité des sociétés et ainsi potentiellement une indication sur leur capacité à saisir des opportunités de croissance externe.



Source : Infront Analytics

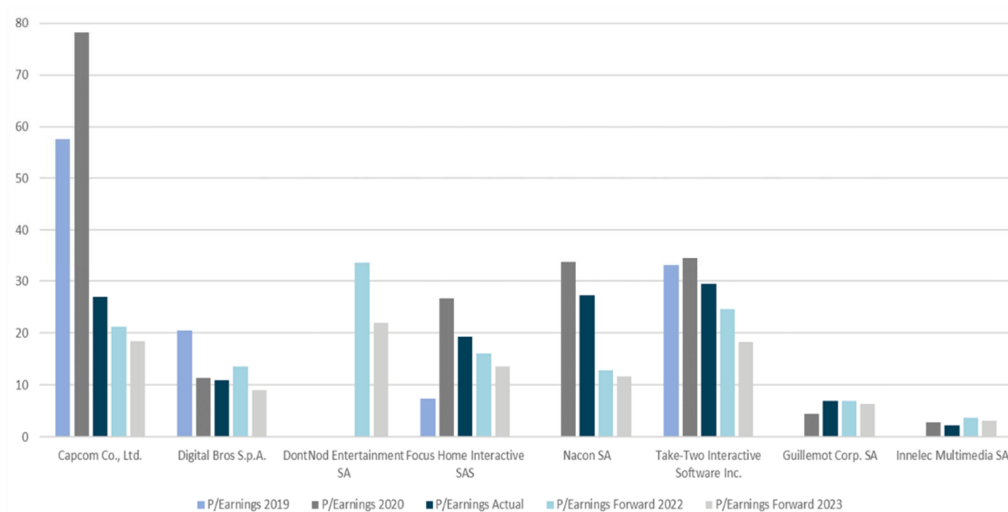
Certaines sociétés françaises comme Nacon ont par ailleurs déjà démontré cette volonté de croissance externe en faisant l'acquisition dès le début d'année de Daedalic Entertainment et de Midgar Studio.

4 Les valorisations du secteur

4.1 Des valorisations attractives malgré deux années fastes

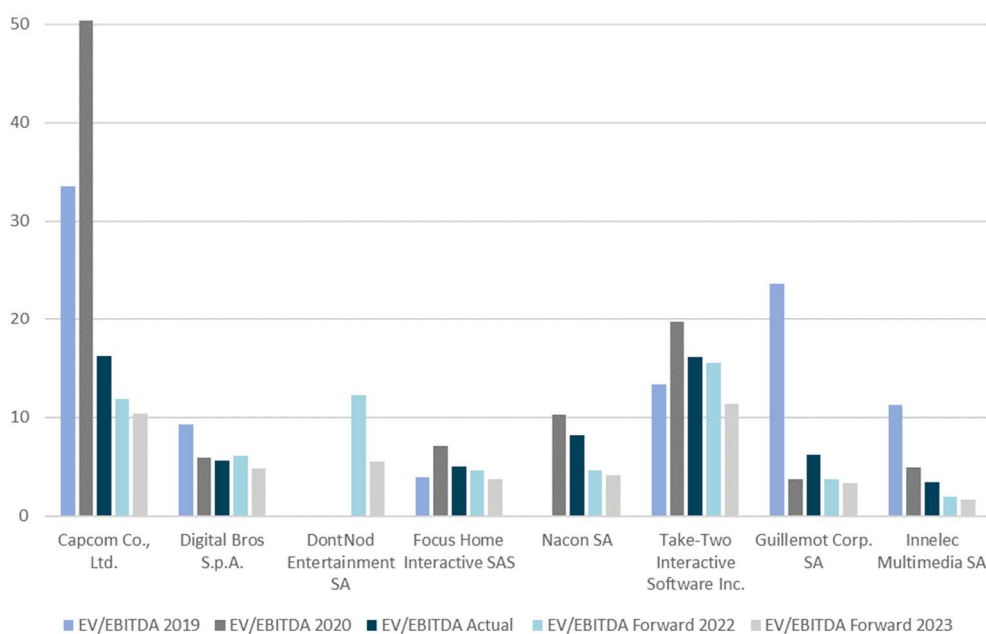
Le secteur des jeux vidéo français dans sa globalité (i.e éditeurs, accessoiristes, distributeurs) se traite aujourd’hui sur des niveaux de valorisation inférieurs à ceux des dernières années. Bien que cela puisse traduire un environnement macroéconomique incertain qui, de fait, augmente la prime de risque du marché actions, ainsi que des tensions logistiques susceptibles d’impacter les marges, ces valorisations nous semblent faibles, compte tenu de la croissance anticipée du secteur.

Ratios de P/E 2019, 2020, actuels, 2022 et 2023



Sources : Infront Analytics, Morningstar

Ratios EV/EBIDTA 2019, 2020, actuels, 2022 et 2023



Sources : Infront Analytics, Morningstar

5 Descriptif par société

Nous vous proposons de retrouver ci-après un focus de sociétés Small & Mid Caps cotées à Paris.

Vous trouverez ainsi une note d'analyse accompagnée d'un objectif de cours sur les sociétés suivantes :

- DontNod Entertainment,
- Focus Entertainment,
- Nacon,
- Guillemot,
- Innelec Multimédia.

Objectif de cours et opinion par société

Société	Objectif de cours	Opinion
DontNod Entertainment	Achat	11,65 €
Focus Entertainment	Achat	52,90 €
Nacon	Achat	7,15 €
Guillemot	Achat Fort	19,65 €
Innelec Multimédia	Achat Fort	8,45 €

Date de première diffusion : 5 juillet 2022

DontNod Entertainment

Cap sur 2025 !

Au titre de l'exercice 2021, DontNod Entertainment a publié un CA de 10,5 M€, en baisse de -22,2 % YoY ainsi qu'un résultat d'exploitation (hors amort. du goodwill) de -7,9 M€. Comme ses pairs français, DontNod cherche actuellement à évoluer vers un modèle d'auto-édition, plus générateur de rentabilité. Ce changement stratégique a intéressé le géant du secteur *Tencent* qui est aussi entré au capital à hauteur de 22,30 %. Ces derniers devraient apporter leur expertise du marché asiatique au groupe, marché particulièrement porteur, mais aussi soutenir DontNod financièrement. DontNod a aujourd'hui les yeux tournés vers l'horizon, avec 2025 pour destination. Le groupe prévoit d'ici 2025 de sortir 8 jeux, dont 5 en auto-édition. Bien que les objectifs soient ambitieux, la rentabilité à court-terme pourrait s'avérer volatile. **TP à 11,65 €, opinion Achat.**

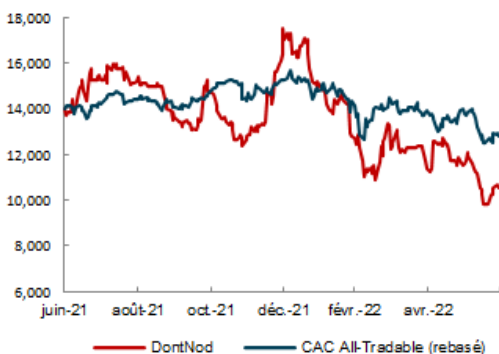
Opinion	2. Achat
Cours (clôture 30 juin 2022)	10,25 €
Objectif de cours	11,65 € (+13,7 %)

Données boursières

Code Reuters / Bloomberg	ALDNE.PA / ALDNE:FP
Capitalisation boursière	83,2 M€
Valeur d'entreprise	28,8 M€
Flottant	33,1 M€ (39,8 %)
Nombre d'actions	8 113 782
Volume quotidien	93 092 €
Taux de rotation du capital (1 an)	28,99%
Plus Haut (52 sem.)	17,55 €
Plus Bas (52 sem.)	9,80 €

Performances

Absolue	1 mois	6 mois	12 mois
	-7%	-34,8 %	-23,6 %



Actionnariat

Flottant : 39,80 % ; Kostandin Yanev : 29,10 % ; Tencent : 22,30 % ; Autres : 8,80 %

Agenda

Non communiqué

Chiffres Clés

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
CA (M€)	13,5	10,5	11,8	21,1	24,3
Evolution (%)	-3,1%	-22,2%	12,3%	78,7%	15,2%
EBE (M€)	0,2	1,4	8,3	15,3	19,3
ROC (M€)	-3,0	-8,2	1,2	6,1	8,1
Marge op. (%)	-22,3%	-77,8%	9,8%	29,0%	33,4%
Res. Net. Pg (M€)	0,9	-3,3	5,7	10,9	13,9
Marge nette (%)	7,0%	-31,0%	48,0%	51,8%	57,3%
BPA	0,19	-0,40	0,70	1,35	1,71

Ratios

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
VE / CA	5,1	-0,1	1,0	1,2	1,3
VE / EBE	na	-1,0	1,5	1,6	1,6
VE / ROP	-22,8	0,2	10,5	4,1	3,9
P / E	90,5	-16,2	9,3	4,8	3,8
Gearing (%)	-43%	-63%	-45%	-27%	-19%
Dettes nette / EBE	-103,5	-38,3	-4,9	-1,8	-1,1
RCE (%)	-28,2%	-37,3%	-6,0%	2,0%	2,6%

Une année 2021 contrastée

DontNod Entertainment a signé en 2021/22 un exercice aux performances contrastées, enregistrant une baisse de son CA de l'ordre de -22,2 %, mais aussi de son résultat d'exploitation (-74,8 %) pour atteindre respectivement 10,5 M€ et -7,9 M€. Cette baisse de chiffre d'affaires s'explique notamment par une importante baisse des redevances versées par les éditeurs, ce qui est parfaitement cohérent avec la stratégie du groupe : devenir un acteur de l'auto-édition.

Toutefois, ce revirement stratégique semble être salué par Tencent, acteur chinois incontournable du secteur, qui a participé à l'augmentation de capital de DontNod en acquérant 22,3 % du capital de la société. Cette importante prise de participation nous semble de bon augure pour la société, du fait à la fois de l'expertise métier que va apporter le géant chinois, mais également à son expertise du marché asiatique qui va vraisemblablement permettre à DontNod d'encore mieux accéder à ce marché extrêmement porteur.

Le groupe fut aussi en capacité, au cours de l'exercice, de renouveler ses partenariats sur des licences fortes comme *Vampyr* comptant + de 6 millions de joueurs.

La trésorerie du groupe au 31/12/2021 apparaissait à 58,4 M€. Cette importante position de cash va permettre au groupe 1/ de financer le développement de ses futurs jeux en auto-édition, notamment en embauchant des collaborateurs supplémentaires ; et 2/ de saisir, s'il s'en présente, des opportunités de croissance externe.

Des perspectives encourageantes à horizon 2025

Au-delà de l'entrée de Tencent dans le capital, le groupe prévoit de sortir d'ici à 2025 8 jeux, dont 5 en auto-édition qui seront plus générateurs de rentabilité.

DontNod Entertainment, en cherchant à auto-éditer ses jeux, devrait à terme augmenter sa rentabilité. Le line-up 2022-2025 étant important, nous nous attendons à d'importants effets sur le volume d'affaires.

Ainsi, nous jugeons les récents changements opérés par le groupe pertinents et positifs pour l'avenir.

Une stratégie pertinente : Opinion Achat

Toutefois, bien que le management s'avère confiant à moyen/long-terme, nous nous devons de garder une certaine prudence sur la rentabilité des jeux à venir. Selon nos estimations, une rentabilité (hors crédit d'impôt) est possible en 2022, bien qu'une performance moindre qu'espérée de *Gerda* pourrait mettre à mal notre scénario.

Après mise en œuvre de notre modèle d'évaluation, notre TP ressort à 11,65 € par titre. Opinion **Achat**.

Présentation de la société

Un important acteur de l'édition

DontNod est un développeur et éditeur français indépendant basé à Paris et Montréal. La société est plus particulièrement spécialisée dans les jeux narratifs originaux. Cette expertise dans les jeux narratifs fut démontrée à maintes reprises, notamment au travers de partenariats avec les plus grands acteurs du secteur : Microsoft, Square Enix, Bandai Namco Entertainment, ... mais aussi par le récent soutien de Tencent.

L'auto-édition comme futur

DontNod Entertainment a désormais décidé d'éditer la majorité de ses jeux. Ce changement de modèle permettra au groupe une plus grande indépendance dans ses choix éditoriaux et ainsi lui permettra de déployer toute son expertise du jeu narratif original. D'un point de vue financier, ce choix s'avèrera à terme relatif pour l'actionnaire, ce-dernier permettant à DontNod de conserver la majorité de ses royalties ainsi que de ses IP (ses propriétés intellectuelles).

Pour mettre en œuvre cette stratégie, le groupe peut compter sur une solide trésorerie au 31 décembre 2021 de 58,4 M€.

L'international et le mobile en ligne de mire

Grâce à sa récente augmentation de capital, DontNod peut donc compter sur une importante trésorerie, mais aussi sur un actionnaire majeur dans le secteur : Tencent. Le géant chinois du secteur va permettre à la société de disposer du soutien d'un expert du marché asiatique du jeu vidéo, marché le plus porteur du monde. Du fait de l'importance grandissante du jeu mobile dans l'industrie, nous ne doutons pas que Tencent aura également à cœur de développer l'offre de jeux mobile au sein de DontNod.

Afin de mettre en place cette stratégie ambitieuse, le groupe qui compte aujourd'hui plus de 320 talents a pour projet de recruter dans les mois à venir.

SWOT

Forces

- Un positionnement reconnu dans le jeu narratif original,
- Un actionnaire leader dans le secteur,
- Des partenariats de qualité,
- Un back-catalogue entraînant une certaine récurrence des revenus.

Faiblesses

- Dépendance aux cycles du marché des jeux vidéo,
- Un CA qui risque de souffrir dans un premier temps de l'expiration du positionnement du groupe,
- Une trop faible rentabilité à l'heure actuelle, partiellement soutenue par le CIJV.

Opportunités

- Développement de l'offre de jeux mobile,
- Meilleure pénétration du marché asiatique sous l'impulsion de Tencent,
- Développer ses IP,
- Une bonne pénétration de marché du line-up prévu jusqu'en 2025.

Menaces

- Des décalages de sorties de jeux,
- Un redémarrage plus lent qu'espéré des ventes de consoles,
- Besoin éventuel de nouvelles sources de financement pour financer les jeux.

Méthode de valorisation

DCF

Nous anticipons des chiffres d'affaires de 11,8 M€ en 2022 et de 21,1 M€ en 2023, soit des taux de croissance de l'activité respectifs de +12,3 % et +78,7 %.

Notons que dans nos estimations, nous prévoyons une hausse de la production immobilisée plus rapide que le chiffre d'affaires du fait de la stratégie du groupe. Ainsi, nous prévoyons une production immobilisée de 20,8 M€ en 2022.

Au total, l'actualisation des flux de trésorerie d'exploitation disponibles après prise en compte d'un coût moyen pondéré des ressources de 16,02 % valorise le titre DontNod Entertainment à 10,99 € par action.

Comparables

Notre échantillon de comparables se compose de Focus Entertainment, Ubisoft, Digital Bros, Konami et Capcom. Cet échantillon permet de représenter les activités du groupe.

L'approche par les multiples boursiers appliquée aux données 2022 et 2023 nous conduit à une valorisation de l'action DontNod Entertainment de 12,31 € par titre.

Notre objectif de cours, obtenu comme la moyenne des valorisations issues des méthodes DCF et par comparaison boursière, ressort à 11,65 € par action, soit un potentiel d'upside de 13,7 % par rapport au cours de 10,25 € à la clôture du 28 juin 2022.

Synthèse et Opinion

Un repositionnement éditorial

DontNod Entertainment souhaite aujourd'hui repositionner son activité en faveur de l'auto-édition. Ce changement stratégique permettra au groupe de disposer de plus de liberté éditoriale, et ainsi de potentiellement sortir des jeux mieux adoptés par les publics visés. D'un point de vue financier, ce changement permettra au groupe de ne plus verser de royalties (sur les jeux produits en auto-édition) et de cultiver ses propres IP, ce qui améliorera de fait la rentabilité de chaque jeu.

Cap sur 2025

DontNod, du fait des investissements menés ces dernières années, nourrit des ambitions à horizon 2025. Le groupe prévoit en effet de sortir 8 jeux, dont 5 en auto-édition. Au-delà du line-up, nous pensons que l'arrivée de Tencent au capital va entraîner le développement de jeux mobile, qui permettront au groupe de diversifier son portefeuille de jeux, mais aussi de profiter de la croissance de ce segment. Le géant chinois du secteur devrait aussi permettre au groupe de mieux pénétrer le marché asiatique, et plus précisément le marché chinois.

La solide trésorerie du groupe au 31 décembre 2021 (58,4 M€) va permettre au groupe de poursuivre ses investissements, à la fois en recrutant davantage de talents, mais aussi potentiellement par croissance externe.

Un titre intéressant : Opinion Achat

Le groupe présente des perspectives de développement ambitieuses, qui devraient lui permettre d'accroître aussi bien son CA de manière pérenne mais aussi sa rentabilité. La reconnaissance du groupe dans le jeu narratif original, conjuguée à l'arrivée d'un expert du jeu mobile et du marché asiatique, laisse entrevoir un futur positif.

Toutefois, une certaine vigilance s'impose. Rappelons que jusqu'ici la rentabilité du groupe fut souvent sauvée par le CIJV. Aussi, des risques de décalage sont présents, et ces derniers pourraient mettre à mal notre scénario. Des impairments ont récemment eu lieu, nous obligeant aussi à une certaine prudence. Nous sommes toutefois positifs quant à la capacité du groupe à mettre en œuvre sa stratégie. Nous soutenons un objectif de cours à 11,65 € (upside de + 13,7 %).

Date de première diffusion : 5 juillet 2022

Focus Entertainment

Un changement de modèle pertinent

Au titre de l'exercice 2021/22, Focus Entertainment a publié un CA de 134,4 M€, en baisse de -16,6 % YoY, en lien notamment avec la fin des droits de distribution sur la licence *Farming Simulator*. Du fait de la forte proportion des ventes digitales (86 %), ce CA est réalisé à 97 % à l'international. Autrefois éditeur/distributeur de jeux, le groupe cherche aujourd'hui à se positionner comme développeur/éditeur, développant ses propres IP et intégrant des studios par croissance externe (4 acquisitions sur l'exercice). Pénalisé notamment par un impairment du goodwill, le RNPG apparaît en baisse de -78 % YoY (3,0 M€). Toutefois, compte tenu de l'important line-up prévu sur les trois prochains exercices et du volontarisme du groupe en termes de croissance externe, nous sommes positifs sur la valeur. TP à **52,90 €**, opinion **Achat**.

Un début d'exercice encourageant

Focus Entertainment a signé en 2021/22 un exercice de relative mauvaise facture, enregistrant une baisse de son CA de l'ordre de -17 %, mais aussi de sa rentabilité nette (-78 %) pour atteindre respectivement 142,6 M€ et 3,0 M€. Notons toutefois qu'à périmètre constant, le CA s'établit à 136,9 M€, soit une diminution du CA de -19,9 %. Ces baisses s'expliquent respectivement par l'expiration des droits de distribution de *Farming Simulator*, mais aussi par l'impairment des écarts d'acquisition.

Malgré ce volume d'affaires en décroissance, le groupe a su maintenir une marge d'EBITDA constante par rapport à l'exercice précédent, soit 30 %.

Toutefois, le début de l'exercice en cours marque une note plus positive après ces chiffres contrastés : le jeu *Hardspace : Shipbreaker* lancé le 24 mai comptabilisait déjà au 16 juin près de 500 000 ventes.

Des perspectives encourageantes à moyen/long-terme

Compte tenu du nombre d'investissements menés par le groupe, il est aujourd'hui primordial de considérer les perspectives à venir. En acquérant 4 studios de développement sur l'exercice 2021/22, le groupe affirme clairement son souhait de passer d'un statut d'éditeur/distributeur à celui de développeur/éditeur. Ce nouveau positionnement va permettre au groupe de développer son portefeuille d'IP (que le groupe espère à 50 % de son CA à long-terme), ce qui de fait améliorera la rentabilité du groupe.

Du fait de ces investissements, le groupe nous promet un line-up historiquement fourni sur les trois prochaines années, avec 31 jeux prévus d'ici mars 2025. Nous pensons que le positionnement actuel du groupe au niveau de la distribution devrait permettre une bonne pénétration de marché. En effet, le groupe réalise près de 90 % de son CA en digital, et plus de 95 % de ce dernier à l'international. Ainsi, le groupe apparaît en capacité d'adresser chaque gamer intéressé par les jeux à venir.

Un segment porteur : Opinion Achat

Focus Entertainment semble avoir parfaitement appréhendé les enjeux actuels du secteur, se repositionnant en tant que développeur/éditeur, proposant des jeux mobile (le segment en plus forte croissance) et cherchant à consolider son groupe en acquérant des studios.

Bien que le management s'avère confiant à moyen/long-terme et que les décisions prises nous semblent pertinentes, il nous faut garder une certaine prudence, notamment en termes de décalages possibles de jeux. L'absence de guidance exprimée par le management semble aussi indiquer une certaine volatilité et incertitude au niveau du CA des prochains exercices.

Après mise en œuvre de notre modèle d'évaluation, notre TP ressort à 52,90 € par titre. Opinion **Achat**.

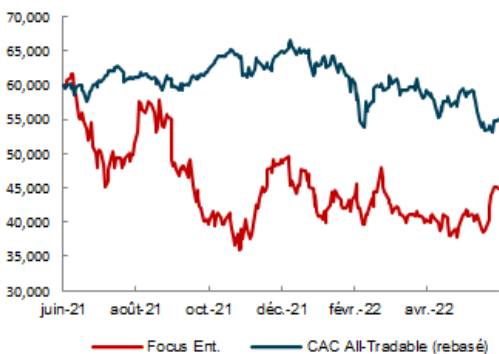
Opinion	2. Achat
Cours (clôture 30 juin 2022)	45,55 €
Objectif de cours	52,90 € (+16,1 %)

Données boursières

Code Reuters / Bloomberg	ALFOC.PA / ALFOC.FP
Capitalisation boursière	295,3 M€
Valeur d'entreprise	299,4 M€
Flottant	147,9 M€ (50,1 %)
Nombre d'actions	6 482 276
Volume quotidien	270 545 €
Taux de rotation du capital (1 an)	23,73%
Plus Haut (52 sem.)	61,50 €
Plus Bas (52 sem.)	36,00 €

Performances

Absolue	1 mois	6 mois	12 mois
	13%	-8,2 %	-25,0 %



Actionariat

Flottant : 50,10 % ; Neology Holding : 44,80 % ; Dirigeants et salariés : 5,10 %

Agenda

CA T1 2022/23 publié le 21 juillet 2022

Chiffres Clés

	2020/21	2021/22	2022/23E	2023/24E	2024/25E
CA (M€)	171,0	142,6	155,2	163,4	171,8
Evolution (%)	19,8%	-16,6%	8,8%	5,3%	5,1%
EBE (M€)	24,8	13,2	18,3	21,6	23,6
ROC (M€)	24,8	9,2	18,3	21,6	22,6
Marge op. (%)	14,5%	6,4%	11,8%	13,2%	13,1%
Res. Net. Pg (M€)	13,3	3,0	10,6	12,9	-7,3
Marge nette (%)	7,8%	2,1%	6,9%	7,9%	-4,2%
BPA	2,38	0,47	1,64	1,99	-0,97

Ratios

	2020/21	2021/22	2022/23E	2023/24E	2024/25E
VE / CA	2,0	0,3	0,4	0,4	0,4
VE / EBE	14,0	3,5	3,6	2,9	2,7
VE / ROP	14,0	5,1	3,6	2,9	2,8
P / E	26,6	14,0	4,0	3,3	-5,8
Gearing (%)	-10%	3%	16%	13%	14%
Dettes nette / EBE	-0,3	0,3	1,3	0,9	0,9
RCE (%)	50,0%	8,9%	13,9%	15,5%	28,6%

Voir avertissements importants en fin de document. Pour plus d'informations sur In Extenso et ses procédures internes, se référer au site Internet www.genesta-finance.com.

Présentation de la société

Un important acteur de l'édition

Focus Entertainment est une société française opérant dans l'édition et le développement de jeux vidéo et est plus particulièrement spécialisé dans les jeux AA. Sa vocation est d'accompagner les studios français et internationaux dans le développement, le suivi de production, le marketing, la commercialisation et le financement de leurs projets.

Un business model en pleine évolution

Il y a quelques années, le groupe se positionnait comme éditeur/distributeur de jeux, le groupe confiait alors totalement à des studios indépendants le soin de développer ses jeux. Depuis l'année 2020, le groupe cherche à remonter la chaîne de valeur en visant à devenir un développeur/éditeur. Pour cela, Focus Entertainment a réalisé 4 acquisitions de studios sur l'exercice 2021/22 et vise à augmenter la part de CA généré par des jeux dont l'IP est détenue en propre par le groupe (objectif de 50 % à moyen terme).

Le groupe compte aujourd'hui poursuivre sa stratégie de croissance, et pourra s'appuyer sur son importante position de trésorerie au 31 mars 2022 (enveloppe de 62,6 M€).

Un acteur en avance sur la dématérialisation

Très tôt, le groupe a compris l'importance de la distribution dématérialisée du jeu vidéo. En effet, Focus Home a depuis longtemps intégré le fait que la distribution dématérialisée sur PC et Consoles permettait de générer un chiffre d'affaires et une rentabilité supérieurs à la distribution physique. A ce titre, le chiffre d'affaires digital représentait en 2021/22 86 % du chiffre d'affaires du groupe. Ainsi, la dématérialisation permet notamment 1/ de ne pas avoir de contrainte géographique et 2/ d'exploiter l'ensemble du catalogue de jeu de l'éditeur, et notamment le back catalogue.

SWOT

Forces

- Un positionnement de mid-publisher permettant un fort ROI,
- Une majeure partie du CA réalisée en dématérialisé, augmentant de fait la marge par jeu,
- Une forte présence à l'international,
- Un back-catalogue de qualité entraînant une certaine récurrence des revenus.

Faiblesses

- Dépendance aux cycles du marché des jeux vidéo,
- Une relative faible diversification des ventes,
- Part minoritaire des jeux pour lesquels la propriété intellectuelle est détenue par le groupe

Opportunités

- Poursuivre son volontarisme sur le marché de la M&A,
- Augmenter la part de Propriété Intellectuelle,
- Développer ses IP,
- Editer un nouveau blockbuster à l'image de Farming Simulator.

Menaces

- Récente perte d'une licence majeure, pouvant entraîner des revenus plus incertains sur les prochains exercices,
- Rachat des studios partenaires par des concurrents,
- Besoin éventuel de nouvelles sources de financement pour financer les jeux.

Méthode de valorisation

DCF

Nous anticipons des chiffres d'affaires 155,2 M€ en 2022/23 et 163,4 M€ en 2023/24, soit des taux de croissance de l'activité respectifs de +8,8 % et +5,3 %.

Au niveau de la rentabilité, du fait des différents investissements menés par le groupe, nous prévoyons un résultat net à 10,6 M€ en 2022/23 et à 12,9 M€ en 2023/24, soit des hausses respectives de +253 % et +21,7 %.

Au total, l'actualisation des flux de trésorerie d'exploitation disponibles après prise en compte d'un coût moyen pondéré des ressources de 15,09 % valorise le titre Focus Entertainment à 53,37 € par action.

Comparables

Notre échantillon de comparables se compose de Activision Blizzard, Ubisoft, Digital Bros, Konami et Capcom. Cet échantillon permet de représenter chacune des activités du groupe

L'approche par les multiples boursiers appliquée aux données 2022 et 2023 nous conduit à une valorisation de l'action Focus Entertainment de 52,42 € par titre.

Notre objectif de cours, obtenu comme la moyenne des valorisations issues des méthodes DCF et par comparaison boursière, ressort à 52,90 € par action, soit un potentiel d'upside de 16,1 % par rapport au cours de 45,55 € à la clôture du 29 juin 2022.

Synthèse et Opinion

Une nouvelle orientation stratégique

Focus Entertainment opère, comme décrit au sein de notre note, sur un marché des jeux vidéo en pleine consolidation. En passant d'un modèle d'éditeur/distributeur à celui de développeur/éditeur, le groupe se trouve dans la nécessité d'atteindre une taille critique afin d'exister dans ce marché : challenge parfaitement relevé en acquérant sur l'exercice 4 studios de développement.

Le groupe s'est aussi, depuis quelques années, investi dans le segment du jeu mobile, qui s'avère être le segment le plus porteur, ce que soit actuellement ou bien à l'avenir.

Focus Entertainment a aussi su, très tôt, digitaliser ses ventes et internationaliser ses ventes, ce qui lui permet de toucher un public large.

Cap sur 2025

Le groupe nourrit des ambitions à moyen/long-terme, démontrées par la véhémence du groupe en termes de croissance externe. A la vue de la situation de trésorerie du groupe au 31 mars 2022 (62,6 M€), nous pensons que des acquisitions sont à prévoir sur l'exercice 2022/23.

Ces investissements vont permettre au groupe d'augmenter de manière significative ses IP, et ainsi accroître sa rentabilité.

Le groupe nous promet également un line-up particulièrement fourni, « le plus ambitieux jamais créé » jusqu'à l'année 2025 avec 31 jeux prévus.

Un titre intéressant : Opinion Achat

Le groupe présente des perspectives de développement ambitieuses, qui devraient lui permettre d'accroître aussi bien son CA de manière pérenne mais aussi sa rentabilité.

Toutefois, compte tenu de décalages possibles de jeux (gestion d'un *pipe* très dense), de l'absence de guidance exprimée par le management pouvant indiquer une certaine volatilité et incertitude au niveau du CA des prochains exercices, nous nous devons de conserver une certaine prudence.

TP à 52,90 €, opinion Achat.

Date de première diffusion : 5 juillet 2022

Guillaume ANOMANAnalyste Financier
guillaume.anoman@inextenso-finance.fr
06.47.25.53.79

Opinion	2. Achat
Cours (clôture au 30/06/2022)	5,91 €
Objectif de cours	7,15 € (+21,1 %)

Données boursières

Code Reuters / Bloomberg	NACON.PA / NACON:FP
Capitalisation boursière	506,0 M€
Valeur d'entreprise	559,7 M€
Flottant	123,0 M€ (24,3 %)
Nombre d'actions	85 613 442
Volume quotidien	318 055 €
Taux de rotation du capital (1 an)	16,28%
Plus Haut (52 sem.)	6,20 €
Plus Bas (52 sem.)	4,44 €

Performances

Absolue	1 mois	6 mois	12 mois
	+4,3 %	+14,9 %	+6,4 %

**Actionnariat**Bigben : 70,97 % ; Flottant : 24,30 % ;
CDC Croissance : 2,63 % ; BPI Participations : 2,11 %**Agenda**

CA T1 2022/23 publié le 25 juillet 2022

Chiffres Clés

	2020/21	2021/22	2022/23E	2023/24E	2024/25E
CA (M€)	292,8	155,9	263,5	275,4	286,4
Evolution (%)	11,1%	-12,3%	69,0%	4,5%	4,0%
EBE (M€)	67,6	44,6	104,8	103,3	108,8
ROC (M€)	36,2	19,0	55,4	57,2	60,8
Marge op. (%)	12,4%	12,2%	21,0%	20,8%	21,2%
Res. Net. Pg (M€)	14,7	10,0	37,0	38,4	41,1
Marge nette (%)	5,0%	6,4%	14,1%	13,9%	14,4%
BPA	0,76	0,12	0,43	0,45	0,48

Ratios

	2020/21	2021/22	2022/23E	2023/24E	2024/25E
VE / CA	1,2	3,6	1,9	1,7	1,5
VE / EBE	5,2	12,5	4,8	4,4	4,0
VE / ROP	11,8	41,9	9,9	8,6	7,7
P / E	26,5	50,8	13,7	13,2	12,3
Gearing (%)	-13%	18%	0%	-14%	-16%
Dette nette / EBE	-0,6	120%	1%	-50%	-61%
RCE (%)	7,2%	2,8%	11,6%	12,5%	12,3%

Voir avertissements importants en fin de document. Pour plus d'informations sur In Extenso et ses procédures internes, se référer au site Internet www.genesta-finance.com.**Nacon****Une année record attendue**

Au titre de ses résultats 2021/22, Nacon affiche un ROC de 19,0 M€ (-41,6 % YoY) soit une marge opérationnelle courante de 12,2 % (vs. 18,3 % en 2020/21), conforme à sa dernière guidance, ainsi qu'un CA de 155,9 M€, en retrait de -12,3 % YoY. La marge opérationnelle courante s'est vue diminuée du fait d'une part plus importante de l'activité Accessoires dans le CA mais aussi par la baisse de volume des ventes de jeux vidéo, conjuguée à des charges relativement stables. Pour 2022/23, le management réitère ses ambitions d'une forte croissance pour le prochain exercice, en lien avec le décalage de plusieurs jeux qui déplace un important volume d'affaires sur le prochain exercice. La société communique ainsi un objectif de CA > 250 M€ et d'une MOC supérieure à 50 M€. **TP à 7,15 €, opinion Achat.**

Des résultats en baisse ...

La société **Nacon** (155,9 M€ de CA) a affiché un résultat opérationnel courant de 19,0 M€ pour son exercice 2021/22, en contraction de -41,6 % YoY. Cette importante baisse s'explique par plusieurs facteurs. Tout d'abord, le volume d'affaires de 155,9 M€ en baisse tangible (-12,3 % YoY) du fait du décalage de plusieurs jeux sur le prochain exercice. De ce fait, le mix d'activités du segment fut en faveur des accessoires, qui est un secteur plus consommateur de marge que le jeu et d'autant plus dans le contexte actuel de hausse des coûts logistiques. Bien que relativement stables, les frais généraux, du fait d'un plus faible volume d'affaires, ont eu un effet marginal plus important sur la rentabilité finale. Ainsi, Nacon affiche un résultat net de 10,0 M€, en contraction de -45,3 % YoY.

... mais des prévisions en hausse pour les prochains exercices

Lors de l'exercice passé et du fait des divers confinements ayant affecté l'Europe, Nacon s'est vue dans l'obligation de décaler sur l'exercice 2022/23 plusieurs jeux afin de préserver la qualité de ces derniers. De ce fait, la société propose un impressionnant line-up pour l'exercice avec plusieurs sorties majeures, comme *Vampire : The Masquerade®-Swansong*, *The Lord of the Rings Gollum*. Ainsi le groupe s'attend pour l'exercice à un chiffre d'affaires supérieur à 250 M€. Au-delà de l'important chiffre d'affaires prévu, la rentabilité de la société devrait s'améliorer. En effet, du fait notamment de l'acquisition de 5 studios en 2021/22, la part des revenus issus des prochains jeux sera davantage concentrée au sein du groupe (via une diminution des royalties versées) et améliorera ainsi sa rentabilité.

En conséquence, le management communique un objectif de MOC supérieure à 50 M€.

Bien que les objectifs soient ambitieux pour l'exercice en cours, les récents investissements menés par le groupe, aussi bien en développement de jeux qu'en croissance externe devraient profiter au bon développement de Nacon pour les exercices suivants. Le groupe a par ailleurs confirmé la sortie de *Test Drive Unlimited Solar Crown* sur l'exercice 2023/24, jeu qui devait certes paraître sur l'exercice en cours, mais ce décalage devrait sécuriser le groupe sur une nouvelle progression de son activité à horizon 18 mois.

Nous prévoyons ainsi un CA de 263,5 M€ pour l'exercice 2022/23 et un CA de 275,4 M€ pour l'exercice 2023/24.

Opinion Achat, TP à 7,15 €

Du fait des tensions persistantes sur la chaîne logistique des consoles, nous prévoyons un BPA 2022/23 de 0,43 € et un BPA 2023/24 de 0,45 €. **Opinion Achat, TP à 7,15 €**

Présentation de la société

Leader européen de la conception d'accessoires

Nacon est une société issue du groupe Bigben Interactive, leader européen de la conception et de la distribution d'accessoires pour les téléphones mobiles. Bigben Interactive était à l'origine un grossiste du secteur des jeux. Après avoir changé de business model, en devenant un accessoiriste tiers et un développeur-éditeur de jeux, le groupe a souhaité séparer ses activités gaming et a ainsi introduit en bourse la société Nacon, qui concentre aujourd'hui les activités de développement-édition de jeux vidéo, mais aussi la conception et la distribution d'accessoires liés au gaming.

Au titre de l'exercice 2021/22, la société a généré un CA de 155,9 M€ pour un EBITDA de 44,6 M€.

L'édition en phase d'investissement

Sous l'impulsion de sa holding et de son plan « Bigben 2023 » mettant le secteur gaming et plus particulièrement l'édition-développement de jeux AA au cœur de son plan stratégique, Nacon concentre ses investissements (près de 60 M€ par an aujourd'hui) dans la création de contenus propriétaires, conjuguant développements internes et rachats de studios. Le groupe souhaite ainsi faire de Nacon l'acteur incontournable du segment mid-publishing.

L'accessoire prêt au futur

Bien que l'accessoire ne devrait connaître sa plus belle année en 2022/23, la société se montre prête pour l'avenir. Le cloud-gaming, aidé par la 5G, devrait continuer à augmenter la part du mobile dans le chiffre d'affaires du secteur du jeu vidéo. Ainsi, Nacon développe plusieurs accessoires aidant le gaming sur mobile, qui devraient dans les années à venir les positionner comme leader dans les manettes pour smartphones. Le positionnement de Bigben devrait aussi leur permettre d'accéder à d'importants marchés.

Préparé à un futur meilleur déploiement des consoles de nouvelle génération, Nacon a signé un important partenariat Microsoft pour produire des accessoires pour Xbox Series X/S.

SWOT

Forces

- Positionnement reconnu sur les accessoires gaming,
- Importante présence au sein des grandes surfaces françaises,
- Grande variété de studios de développement permettant à Nacon de diversifier son portefeuille de jeux,
- Référencement gratifiant par la presse spécialisée

Faiblesses

- Maillage international pouvant encore être amélioré,
- Dépendance à la cyclicité du marché

Opportunités

- De nouvelles opérations de croissance externe,
- Avènement de la 5G et du cloud-gaming profitant aux accessoires de gaming smartphones dans les prochaines années,
- Parution de titres de licences reconnues (*The Lord of Rings*) entraînant potentiellement un fort dynamisme des ventes sur l'exercice,

Menaces

- Tensions logistiques limitant le déploiement des consoles de nouvelle génération, ainsi limitant la vente d'accessoires,
- Ventes moins importantes qu'espérées sur certains jeux.

Méthode de valorisation

DCF

Pour les exercices 2021/22 et 2022/23, nos prévisions de CA s'établissent respectivement à 263,5 M€ et à 275,4 M€, soit des taux de croissance annuels de +69,0 % et +4,5 %.

Nos prévisions de rentabilité nette s'établissent pour l'exercice 2022/23 à 37,0 M€ et à 38,4 M€ pour l'exercice 2023/24.

La valorisation par la méthode des DCF, en appliquant un WACC de 13,51 % ressort à 7,82 € par action.

Comparables

Au regard de l'élargissement du positionnement du groupe, et en particulier au niveau des activités d'Édition, nous retenons aujourd'hui les acteurs suivants afin de valoriser Nacon :

- Take-two Interactive ;
- DontNod Entertainment ;
- Digital Bros ;
- Logitech International ;
- Capcom Co ;
- Paradox Interactive ;
- Guillemot

L'approche par les multiples boursiers nous conduit à une valorisation de l'action Nacon de 6,47 € par titre.

Opinion Achat.

Synthèse et Opinion

Une année record attendue

Dans le cadre de la présentation de ses résultats annuels, Nacon a annoncé des objectifs de CA mais aussi de rentabilité records, à savoir un CA 2022/23 supérieur à 250 M€ et un ROC supérieur à 50 M€.

Le line-up apparaît particulièrement fourni en lien avec le décalage de plusieurs jeux sur l'exercice 2023/23. Les acquisitions de studios sur l'exercice vont permettre au groupe d'augmenter le chiffre d'affaires du back-catalogue dans un premier temps, et sur les prochains exercices de développer son portefeuille de jeux. Bien que le groupe s'attende à des perturbations sur les ventes d'accessoires gaming sur l'exercice, la confiance du management reste intacte, notamment en lien avec les sorties des *attendus Vampire : The Masquerade®-Swansong, The Lord of the Rings Gollum*.

Un groupe tourné vers l'avenir

Les acquisitions successives de studios portent désormais le nombre de jeux en cours de développement à 46, contre 31 il y a un an. Le groupe nous confiait aussi son souhait d'augmenter progressivement sur certains jeux le montant de développement par jeu dans le but de se placer leader sur le segment des AA.

Au-delà du développement de jeux, le groupe investit actuellement dans le développement d'accessoires gaming pour smartphones, leur permettant, lors de l'avènement du cloud-gaming, d'être les pionniers et de fait les leaders de ce marché. Le groupe signe aussi des partenariats avec Sony et Microsoft afin de développer des accessoires pour consoles de nouvelle génération.

Opinion Achat avec un objectif de cours à 7,15 €

Après mise en place de notre modèle, la valorisation de Nacon ressort à 7,15 € par titre, soit un potentiel de +21,1 %. Opinion Achat.

Date de première diffusion : 5 juillet 2022

Guillaume ANOMANAnalyste Financier
guillaume.anoman@inextenso-finance.fr
06.47.25.53.79

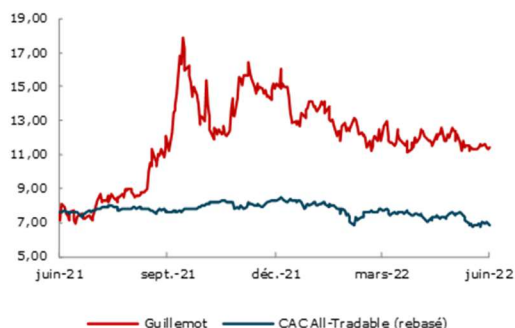
Opinion **1. Achat Fort**
Cours (clôt. au 30 juin 2022) **11,30 €**
Objectif de cours **19,65 € (+73,9 %)**

Données boursières

Code Reuters / Bloomberg	GTCN.PA / GUI:FP
Capitalisation boursière	172,7 M€
Valeur d'entreprise	167,6 M€
Flottant	52,22 M€ (30,2 %)
Nombre d'actions	15 287 480
Volume quotidien	365 404 €
Taux de rotation du capital (1 an)	31,09%
Plus Haut (52 sem.)	16,54 €
Plus Bas (52 sem.)	10,80 €

Performances

Absolute	1 mois	6 mois	12 mois
	-12,3%	-23,8%	-10%

**Actionnariat**Flottant : 30,2 % ; Guillemot Brothers & Co : 69,49 %
Autocontrôle : 0,28 %**Agenda**

CA S1 2021 attendu le 28 juillet 2022

Chiffres Clés

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
CA (M€)	120,6	176,8	216,7	238,6	258,2
Evolution (%)	98,1%	46,5%	22,6%	10,1%	8,2%
EBE (M€)	26,1	39,7	47,6	60,0	66,6
ROP (M€) **	23,1	33,0	37,9	47,9	53,5
Marge op. (%)	19,1%	18,7%	17,5%	20,1%	20,7%
Res. Net. Pg (M€) *	22,1	30,0	34,2	46,2	51,8
Marge nette (%) *	18,3%	17,0%	15,8%	19,4%	20,1%
BPA *	1,45	1,96	2,24	3,02	3,39

*Éléments retraités des plus / moins values latentes sur le portefeuille de titres

Ratios (Hors Valorisation des titres Ubisoft)

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
VE / CA	0,7	0,9	0,5	0,3	0,1
VE / EBE	3,2	4,2	2,4	1,2	0,4
VE / ROP	3,7	5,1	3,0	1,5	0,5
P / E *	4,6	5,8	5,0	3,7	3,3
Gearing (%)	-23%	-6%	-66%	-83%	-84%
Dette nette / EBE	-0,7	-0,1	-1,2	-1,7	-2,2
RCE (%)	93%	49%	71%	108%	127%

** Incluant, au titre de l'exercice 2020, 4,1M€ de reprises sur la marque Thrustmaster

Guillemot**Un trimestre exceptionnel ... comme d'habitude !**

En parfaite cohérence avec une année 2021 hors norme, Guillemot débute l'exercice 2022 avec un niveau d'activité de 55,9 M€ au titre du 1^{er} trimestre, en croissance de +56 % YoY. Cette forte croissance, qui a dépassé nos attentes (50,1 M€ est.), fut tirée principalement par la sortie du jeu *Gran Turismo 7*, venant ainsi illustrer les efforts d'adressage de marché et de développement produit menés par la marque. Le segment *Thrustmaster* clôture ainsi le trimestre en croissance de +56 % YoY. Les produits de la marque Hercules réalisent aussi une belle percée (+67 % YoY pour atteindre 3,0 M€), soutenus par une bonne pénétration de marché des consoles *DJControl Inpulse*. Cette forte croissance conforte le management dans ses objectifs 2022 et nous pousse à rehausser notre BPA 2022 (2,24 € vs. 2,15 € préc.). Opinion Achat Fort réitérée, TP à **19,65 € (vs. 19,30 préc.)**.

Une croissance forte et globale

Guillemot débute ainsi son exercice 2022 d'une très belle manière affichant une croissance de +56 % par rapport au T1 2021, qui était lui-même déjà en hausse de +167 % (vs. T1 2020). Le groupe démontre sa capacité à s'étendre à l'international, faisant notamment progresser ses ventes en Amérique du Nord de +87 %. Dans le détail :

- **Thrustmaster** affiche un volume d'affaires de 52,9 M€, en hausse de +56 % YoY. Cette croissance fut principalement tirée par les ventes de produits *Racing* du fait de la sortie de *Gran Turismo 7* le 4 mars dernier. Cet événement a fait exploser les ventes des volants produits sous licence officielle *Gran Turismo* ainsi que celles des autres volants, notamment le *T248*. Bien qu'exogène à la sortie de *GT7*, le groupe a lancé son volant *T248* sur Xbox Series et One, permettant au groupe de dynamiser ses ventes sur le trimestre. Les ventes de produits *Flying* sont aussi dynamiques grâce à la bonne implémentation du yoke sous licence *Boeing*.
- La marque **Hercules** a enregistré un volume de ventes exceptionnel pour un T1 à 3,0 M€ (+67 % YoY). Cette croissance s'explique par le fort dynamisme des consoles *DJControl Inpulse* mais aussi de la montée en puissance progressive du produit *DJControl Mix*.

Du fait des ventes globales de volants gaming en hausse aussi bien en 2021 qu'en ce début d'année, Guillemot semble largement en capacité de maintenir sa prévision de plus de 200 M€ de CA et de plus de 30 M€ de résultat opérationnel sur l'exercice, ce qui amène le management à réitérer sa guidance 2022.

De bonnes perspectives pour l'exercice

L'an dernier, Guillemot avait su croître plus fort que le marché des volants gaming en Europe et s'était placé deuxième détenteur de parts de marché sur ce continent. Le marché des volants aux Etats-Unis avait cru de plus de 78 % en valeur. Le T1 démontre la capacité de ce marché à poursuivre sa croissance. De plus, la potentielle sortie d'un *Forza Motorsport 8* en fin d'année ainsi que le déploiement progressif des consoles de nouvelle génération devraient profiter aux ventes du groupe. Le groupe a aussi lancé jeudi dernier sa nouvelle manette à destination des gamers aguerris qui devrait compléter les ventes 2022 du groupe.

Cette année, les produits *Flying* devraient poursuivre leur croissance, en particulier avec comme catalyseur que la sortie du prochain film *Top Gun*.

Opinion Achat Fort réitérée, TP ajusté à 19,65 €

Après prise en compte de nos nouvelles hypothèses de CA 2022 (216,7 M€ vs. 209,7 M€ préc.) et de ROC (37,9 M€ vs. 36,4 M€ préc.), notre objectif de cours, du fait des conditions de marché s'actualise à **19,65 € (vs. 19,30 € précédemment)**. **Opinion Achat Fort réitérée.**

Présentation de la société

Acteur incontournable du marché des loisirs interactifs, avec 2 marques : Hercules et Thrustmaster

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 : d'une part, Hercules sur le segment des matériels audio de Djing et périphériques, et d'autre part, 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 à près de 95 % au travers de Thrustmaster, d'où la nécessité pour Guillemot d'investir sur Hercules pour rééquilibrer ses activités.

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, évoluant vers le haut. 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
- Référencement gratifiant par la presse spécialisée

Faiblesses

- Maillage géographique pouvant encore être amélioré
- En dehors de la valorisation de l'activité propre de Guillemot, une valorisation boursière pouvant être affectée par les évolutions du cours de bourse des titres Ubisoft détenus en portefeuille (baisse de 16 % au cours du dernier mois).

Opportunités

- Fort déploiement des consoles de nouvelle génération (Xbox Series & PS5) conjugué à la sortie de *Gran Turismo 7*
- Essor du e-sport, devant permettre une plus grande récurrence de l'activité d'accessoiriste de jeu vidéo
- Segment Djing en constante progression, tiré par la convergence numérique
- Potentiel de croissance à l'international, notamment dans les pays émergents

Menaces

- Cyclicité du marché des jeux vidéo
- Difficultés pour retrouver un niveau global d'activité significatif sur les produits de la marque Hercules

Méthode de valorisation

DCF

Suite à cette publication des résultats 2021 et au regard de la confiance exprimée par le management, nous revoyons nos scénarios de croissance pour la société, à court et moyen termes : CA 2022 de 216,7 M€ (+22,6 % YoY) et CA 2023 de 238,6 M€ (+10,1 % yoy), alliés à des niveaux de résultat opérationnel de 37,9 M€ en 2022 et de 47,9 M€ en 2023.

Après mise à jour du WACC, l'actualisation des flux de trésorerie d'exploitation disponibles, avec un coût moyen pondéré des ressources de 14,04 %, valorise le titre à 24,94 € par action.

Comparables

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, ...)

La valorisation par les comparables boursiers fait ressortir une valeur de 14,36 € par titre.

Notre objectif de cours, obtenu par la moyenne des méthodes DCF et Comparables Boursiers, ressort à 19,65 € par action, impliquant un upside de +73,9 % sur la valeur en tenant compte du cours de Guillemot à 11,30 € au 30 juin 2022.

Opinion Achat Fort.

Synthèse et Opinion

Guillemot entend accompagner ses marchés adressés

Tenant compte des accélérations majeures en cours pour l'industrie du jeu vidéo, Guillemot va accroître significativement ses investissements (6,5 M€ investis en R&D en 2021) pour accélérer le développement de ses gammes de produits et services, pour le compte de sa marque Thrustmaster, mais également pour ses produits Djing sous la marque Hercules.

Les perspectives de croissance mises au jour au travers de la performance enregistrée au cours de l'exercice 2021 rendent le management de Guillemot conscient du potentiel de croissance à moyen terme pour ses deux pôles d'activités.

Guillemot met ainsi en avant une guidance de chiffre d'affaires de plus de 200 M€ pour 2022, soit d'ores et déjà une croissance envisagée substantielle de près de +13 %, considérant les efforts consentis en 2021 sur ses capacités de production, la multiplication des réseaux de distribution adressés, mais aussi un meilleur calendrier éditorial.

Un nouveau profil de rentabilité opérationnelle

Lors de la présentation de ses résultats 2021, Guillemot a démontré le levier opérationnel possible sur ses activités, avec un niveau de ROC 2021 correspondant à plus de 18,5 % de son chiffre d'affaires.

Le groupe ayant largement travaillé sur ses capacités d'approvisionnement et de production tout en ayant clairement défini sa stratégie de distribution (choix pertinent des canaux), nous considérons que Guillemot sera à l'avenir à même d'afficher des taux de marge opérationnelle s'approchant des 20 %.

Opinion Achat Fort avec un objectif de cours à 19,65 €

Après mise à jour de notre modèle, la valorisation de Guillemot ressort à 19,65 € par titre, soit un potentiel de +73,9 %. Opinion Achat Fort réitérée.

Date de première diffusion : 5 juillet 2022

Guillaume ANOMAN

Analyste Financier
guillaume.anoman@inextenso-finance.fr
06.47.25.53.79

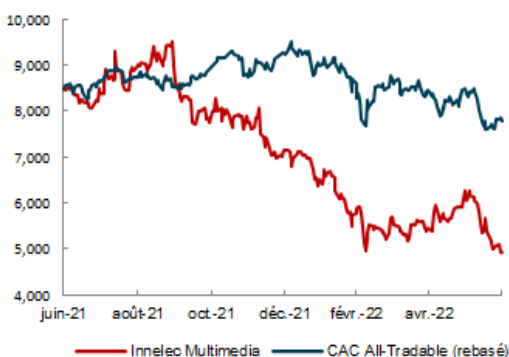
Opinion	1. Achat Fort
Cours (clôture 30 juin 2022)	4,75 €
Objectif de cours	8,45 € (+78,0 %)

Données boursières

Code Reuters / Bloomberg	INN.PA / INN:FP
Capitalisation boursière	13,9 M€
Valeur d'entreprise	-2,6 M€
Flottant	4,7 M€ (33,5 %)
Nombre d'actions	2 936 224
Volume quotidien	15 955 €
Taux de rotation du capital (1 an)	29,63%
Plus Haut (52 sem.)	9,52 €
Plus Bas (52 sem.)	4,96 €

Performances

Absolute	1 mois	6 mois	12 mois
	-22%	-30,5 %	-42,2 %

**Actionnariat**

Thébaud family : 62,74 % ; Flottant : 33,50 % ;
Autocontrôle : 2,78 % ; Autres : 0,98 %

Agenda

Chiffre d'affaires T1 2022/23 publié le 11 août 2022

Chiffres Clés

	2020/21	2021/22	2022/23E	2023/24E	2024/25E
CA (M€)	125,6	134,4	141,5	148,5	155,3
Evolution (%)	22,8%	7,0%	5,3%	4,9%	4,6%
EBE (M€)	3,5	2,6	2,5	2,9	3,4
ROC (M€)	2,4	1,5	1,4	1,7	2,0
Marge op. (%)	5,6%	1,1%	0,8%	2,3%	3,7%
Res. Net. Pg (M€)	7,1	1,2	1,1	1,4	2,7
Marge nette (%)	5,6%	0,9%	0,8%	1,0%	1,7%
BPA	2,54	0,42	0,39	0,52	0,96

Ratios

	2020/21	2021/22	2022/23E	2023/24E	2024/25E
VE / CA	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1
VE / EBE	0,5	2,2	3,9	4,2	4,2
VE / ROP	0,2	3,8	8,9	3,5	2,5
P / E	2,6	15,5	16,9	12,6	6,8
Gearing (%)	-70%	-50%	-33%	-23%	-15%
Dettes nette / EBE	-4,7	-4,8	-3,4	-2,1	-1,2
RCE (%)	94,6%	14,0%	8,0%	13,6%	17,9%

Innelec Multimedia**Un recentrage des activités au service de la rentabilité**

Au titre de l'exercice 2021/22, Innelec Multimedia a publié un CA de 134,4 M€, en croissance de +7,0 % YoY, malgré un effet de base exigeant.

Reconnu historiquement comme distributeur de produits culturels et de loisirs, le groupe propose aujourd'hui une offre diversifiée en investissant sur sa marque propre Konix et sur son activité de Licensing.

Le groupe récolte les fruits de son travail, son segment lié aux produits dérivés affiche une hausse de +67,5 % YoY, celui lié aux produits Konix de +12,0 % YoY.

Grâce à cette réussite, le management se montre confiant quant à ses perspectives de CA à 3 ans. Nous affichons ainsi un objectif de CA de 141,5 M€ pour le prochain exercice, TP à 8,45 €, opinion **Achat Fort**.

Retour sur l'exercice 2021

Innelec Multimedia a signé en 2021/22 un exercice de bonne facture, enregistrant une croissance dynamique à la fois de son CA mais aussi de sa rentabilité. A ce titre, la société avait généré un CA de 134,4 M€, en croissance de +7,0 % par rapport au précédent exercice, lui-même déjà en croissance de +22,8 % YoY. En lien avec les tensions logistiques actuelles, le CA du segment « Jeux Vidéo et Consoles » apparaît en baisse à -4,1 % YoY. L'activité « Accessoires » progresse de +7,5 % YoY, représentant 27,1 % du CA.

Le groupe affiche aussi une forte croissance sur deux segments stratégiques dans son optique de diversification : les « Produits dérivés sous licence » (+67,5 % YoY) qui atteignent 9,8 % du CA, et sa marque Konix (+12,0 % YoY).

En matière de rentabilité, la société a enregistré un EBITDA de 2,6 M€, en baisse de près de 25 % en lien notamment avec l'impact des coûts de transport et les coûts logistiques. Toutefois, ces résultats ne remettent pas en doute la pertinence de la politique de diversification de son mix produits en faveur des produits sous licence et de sa marque propre : Konix.

La société se positionne en effet désormais comme un développeur de produits en propre et sous licences à travers une gamme d'accessoires gaming et de produits loisirs. Plus générateurs de marges, ces segments viennent aussi diminuer le risque client du groupe.

Développement et internationalisation comme maîtres-mots

Innelec place aujourd'hui le développement de son offre de produits Konix au cœur de sa stratégie. Cela devrait permettre au groupe d'accroître sa rentabilité (relativement faible en lien avec son métier historique de distributeur / grossiste) mais aussi d'asseoir son positionnement de leader sur les accessoires en France.

Au-delà de cette stratégie par segment, le groupe va chercher à s'étendre à l'international, cherchant ainsi à diversifier sa clientèle et diminuer son « risque pays ».

Des perspectives ambitieuses : Opinion Achat Fort

Le management réitère sa confiance quant à ses objectifs à moyen-terme d'accroître son activité et sa rentabilité. Compte tenu du fort développement de la gamme d'accessoires du groupe mais aussi de sa capacité démontrée à croître plus vite que son secteur, nous sommes positifs sur les perspectives à moyen-terme de croissance.

Après mise en œuvre de notre modèle d'évaluation, notre TP ressort à 8,45 € par titre. Opinion **Achat Fort**.

Présentation de la société

Un positionnement reconnu et affirmé

Fort de plus de 35 ans d'existence dans la distribution spécialisée de produits liés aux jeux vidéo (jeux, consoles, logiciels, accessoires), le groupe jouit d'un positionnement de leader français de la distribution multimédia.

En lien avec un marché du jeu vidéo en pleine mutation, le groupe a diversifié ses activités, pour se définir aujourd'hui comme un animateur de licences, proposant à la fois son offre historique mais également une gamme complémentaire et cohérente d'accessoires gaming (marque propre) et de produits sous licences.

Une répartition de l'activité en faveur des jeux et consoles

Le groupe réalise aujourd'hui plus de la moitié de son chiffre d'affaires via la distribution de produits en grande distribution et grands magasins, son canal de distribution « historique ». Au total, c'est plus de 90 % du CA du groupe qui est réalisé via les canaux de distribution physiques.

Outre cette répartition par canaux de distribution, le groupe réalise, malgré son repositionnement, 54,2 % en 2021/22 de son CA via la vente de jeux vidéo et consoles. Vient ensuite l'activité Accessoires (dont la marque Konix) avec 27,1 % du CA. L'activité liée aux produits dérivés sous licence, bien qu'en croissance, ne représente que 9,8 % du CA.

Un développement de Konix au service de la rentabilité

De toutes les activités du groupe, la plus génératrice de marges est la distribution des produits en marque propre, notamment les produits Konix. Depuis plusieurs années, le groupe déploie toutes ses compétences pour développer la marque. Sur le S2 2021/22, le groupe a lancé une gamme de produits Naruto sur Konix, lui permettant notamment une croissance du CA lié à la marque de +12 % sur l'exercice 2021/22.

SWOT

Forces

- Des partenariats de distribution avec des marques fortes (Sony Audio, Seagate, ...),
- Une forte implantation dans le réseau de distribution physique,
- Une puissante structure logistique,
- Un important nombre de références commercialisées.

Faiblesses

- Forte saisonnalité des revenus : le groupe supporte 50 % de ses coûts sur son S1 (avril – septembre) tandis qu'il n'y réalise qu'environ 1/3 de ses revenus annuels,
- Son positionnement de distributeur majoritairement physique est peu générateur de rentabilité,

Opportunités

- Développer l'activité à l'international,
- Des technologies plus immersives au niveau sonore sur les consoles de nouvelle génération,
- Développer ses licences propriétaires,
- Signer de nouveaux accords de licences.

Menaces

- Changement d'habitude des consommateurs en faveur du commerce en ligne,
- Prix agressifs des plateformes de e-commerce et de streaming.

Méthode de valorisation

DCF

Nous anticipons des chiffres d'affaires 141,5 M€ en 2022/23 et 148,5 M€ en 2023/24, soit des taux de croissance de l'activité respectifs de +5,3 % et +4,9 %.

Nous anticipons une croissance limitée en lien avec les tensions logistiques qui subsistent et qui pourraient s'étendre jusqu'à fin 2023, limitant le potentiel de croissance de la société.

Au total, l'actualisation des flux de trésorerie d'exploitation disponibles après prise en compte d'un coût moyen pondéré des ressources de 15,29 % valorise le titre Innelec Multimedia à 7,73 € par action.

Comparables

Notre échantillon de comparables se compose de Bigben Interactive, Guillemot, Plantronics et Best Buy. Cet échantillon permet de représenter chacune des activités du groupe.

L'approche par les multiples boursiers appliquée aux données 2022 et 2023 nous conduit à une valorisation de l'action Innelec Multimedia de 9,18 € par titre.

Notre objectif de cours, obtenu comme la moyenne des valorisations issues des méthodes DCF et par comparaison boursière, ressort à 8,45 € par action, soit un potentiel d'upside significatif de +78,0 % par rapport au cours de 4,75 € à la clôture du 30 juin 2022.

Synthèse et Opinion

Une nouvelle cohérence stratégique

Innelec Multimédia opère sur un marché (jeux vidéo et consoles) actuellement confronté à de grandes difficultés logistiques, en lien avec les tensions sur les semi-conducteurs, tensions qui devraient perdurer jusqu'en 2023. Le marché des accessoires se voit challengé en raison d'une base de comparaison élevée induite par les récents confinements et le télétravail inhérent à ces derniers. Or, ces deux segments représentent l'immense majorité des revenus du groupe. Pour autant, sur le dernier exercice, le groupe a réussi à afficher une croissance, notamment sur le segment des Accessoires.

Cette croissance, malgré un contexte difficile, démontre la pertinence du positionnement du groupe, à la fois distributeur mais aussi animateur de licences. Grâce à sa marque en propre Konix, le groupe espère augmenter sa rentabilité, historiquement faible du fait de son métier de distributeur.

Cap sur 2023

Innelec Multimédia nourrit des ambitions à moyen-terme, démontrées par la véhémence du groupe à diversifier ses activités et à faire grandir sa gamme de produits Konix (y compris sous licence). Le groupe s'est aussi doté d'importantes capacités de stockage qui devraient leur permettre d'adresser au mieux leur clientèle.

Un titre sous valorisé : Opinion Achat Fort

Le groupe présente des perspectives de développement (organique) ambitieuses, qui devraient lui permettre d'accroître aussi bien son CA de manière pérenne mais aussi sa rentabilité. La reconnaissance du groupe ainsi que son implantation en tant que distributeur sur le territoire et bientôt à l'international constituent d'excellentes atouts, tout comme son positionnement de leader sur les accessoires, pour mettre en œuvre sa stratégie.

Nous sommes donc confiants quant à la capacité du groupe à atteindre ses objectifs. Nos méthodes de valorisation confortent ce sentiment positif avec un objectif de cours à 8,45 € (upside de +78,0 %).

6 Avertissements importants

6.1 Définition des opinions et objectifs de cours de In Extenso Financement & Marché

Les opinions mentionnées par In Extenso Financement & Marché 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 Financement & Marché pour la détermination de ses objectifs de cours est disponible sur le site Internet www.genesta-finance.com.

6.2 Détection de conflits d'intérêts potentiels

Société	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
DontNod Entertainment	Non	Non	Non	Non	Non	Non	Non
Focus Entertainment	Non	Non	Non	Non	Non	Non	Non
Nacon	Non	Non	Non	Non	Non	Oui*	Non
Guillemot	Non	Non	Non	Non	Oui	Non	Non
Innelec Multimedia	Non	Non	Non	Non	Non	Non	Non

* : Prestations récurrentes correspondant à l'établissement du Document de Référence / URD de l'émetteur. Prestations de conseil pour les rachats de Cyanide et d'Eko Software.

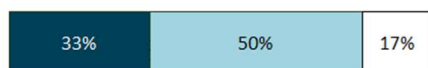
En qualité d'Analyste Financier Indépendant au sens du Règlement Général de l'AMF, In Extenso se réfère aux modalités administratives et organisationnelles définies par la profession, en particulier dans le respect des best practices et en matière de gestion des conflits d'intérêts. Des procédures spécifiques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

6.3 Historique des opinions et objectifs de cours relatifs à la valeur au cours des 12 derniers mois

Société	Opinion	Objectif de cours
DontNod Entertainment	Achat	11,65 €
Focus Entertainment	Achat	52,90 €
Nacon	Achat	7,05 €
Guillemot	Achat Fort	19,60 €
Innelec Multimédia	Achat Fort	8,50 €

6.4 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

6.5 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 Financement & Marché 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 Financement & Marché 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 Financement & Marché 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 Financement & Marché de façon indépendante, conformément à la déontologie et aux règles de la profession.

Cette publication reste la propriété de In Extenso Financement & Marché et ne peut être reproduite ou diffusée sans autorisation préalable de In Extenso Financement & Marché.