

Date de première diffusion : 25 juillet 2023

**Maud Servagnat**

Analyste Financier

[Maud.servagnat@inextenso-finance.fr](mailto:Maud.servagnat@inextenso-finance.fr)

**Opinion** **1. Achat Fort**  
**Cours (clôture au 24/07/2023)** **1,94 €**  
**Objectif de cours** **2,80 € (+46,7 %)**

**Données boursières**

Code Reuters / Bloomberg	NACON.PA / NACON:FP
Capitalisation boursière	168,7 M€
Valeur d'entreprise	234,0 M€
Flottant	50,8 M€ (30,1 %)
Nombre d'actions	86 936 295
Volume quotidien	192 565 €
Taux de rotation du capital (1 an)	29,46%
Plus Haut (52 sem.)	5,60 €
Plus Bas (52 sem.)	1,85 €

**Performances**

Absolute	1 mois	6 mois	12 mois
	-4,0 %	-18,1 %	-63,6 %

**Actionnariat**

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

**Agenda**

CA T2 2023/24 le 30 octobre 2023 (après bourse)

**Chiffres Clés**

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

\* avant éléments non-récurrents

**Ratios**

	2021/22	2022/23	2023/24E	2024/25E	2025/26E
VE / CA	1,5	1,5	1,3	1,2	1,1
VE / EBE	5,3	5,0	3,8	3,3	3,1
VE / ROP	12,4	14,7	9,0	7,4	6,7
P / E	22,7	13,5	8,7	6,7	6,0
Gearing (%) *	5%	27%	40%	40%	37%
Dette nette / EBE	23%	137%	144%	134%	125%
ROCE (%)	4,4%	5,3%	7,6%	8,9%	9,1%

\* Endettement net / capitaux propres pg

**Nacon****CA T1 pénalisé par un effet de base élevé**

Nacon a publié un chiffre d'affaires de 38,5 M€ au T1 2023-24, en baisse de 9,3% YoY, sur une base de comparaison élevée (+26% YoY au T1 l'an dernier). Le CA catalogue (nouveaux jeux) était en hausse de 4,5% YoY à 15,6 M€, en dépit du faible démarrage du jeu Gollum. Nacon a récemment communiqué sur une réorganisation en cours au sein du studio Daedalic, qui ne remet pas en cause son riche catalogue de jeux pour l'exercice en cours. Le Management a réitéré ses attentes de forte croissance de l'activité et des résultats sur l'exercice 2023-24 et nous conservons nos estimations inchangées à ce stade.

**Nous réitérons notre opinion Achat Fort et notre objectif de cours à 2,80 €.** Le titre continue d'offrir un potentiel d'appréciation de ses multiples à 4x l'EV/EBITDA.

**Chiffre d'affaires T1 à 38,5 M€ en baisse de 9,3%**

Nacon a publié un chiffre d'affaires de 38,5 M€ au T1 2023-24, en baisse de 9,3% YoY, sur une base de comparaison élevée (CA T1 l'an dernier en hausse de 26% YoY). L'activité Jeux était stable YoY à 27,4 M€. Le CA catalogue (nouveaux jeux) était en hausse de 4,5% YoY à 15,6 M€, en dépit du faible démarrage du jeu Gollum. Le CA du back catalogue a atteint 11,8 M€, en baisse de 6,8% (après +39% au T1 l'an passé). Les accessoires ont publié un CA de 10,4 M€ (-25,5% YoY). Néanmoins les pré-commandes sur les nouveaux produits sont excellentes et la tendance devrait s'inverser dès septembre.

**Restructuration en cours chez Daedalic**

A la suite du démarrage en demi-teinte du jeu Gollum le 25 mai 2023 (nous avons divisé par 2 nos attentes de CA pour le jeu), le groupe a annoncé le 10 juillet qu'une réorganisation est en cours au sein du studio, qui se recentre sur ses activités d'édition. Environ 25 postes sont concernés. Le management a souligné que le catalogue de jeux de Daedalic pour FY 2023-24 reste inchangé et fort avec 12 jeux prévus. Ainsi les objectifs du groupe ne sont pas remis en cause.

**Perspectives maintenues**

Le Management a réitéré ses attentes de forte croissance de l'activité et des résultats sur l'exercice 2023-24 basées sur (a) une activité éditoriale riche (+20 nouveaux jeux vs 13 nouveaux lors de l'exercice précédent) ; (b) un back catalogue qui devrait être en croissance dès le T2 ; (c) des accessoires qui devraient rebondir à partir du T3 (augmentation du parc de consoles et sorties de nouveaux produits) et (d) la division Bigben Audio-Vidéo/Telco qui devrait afficher une bonne dynamique, notamment dans l'activité mobiles.

**Nous réitérons notre opinion Achat Fort – OC 2,80 €**

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

**Potentiel d'appréciation des multiples de valorisation**

Du fait de sa sous-performance (-64% sur 12 mois), et compte tenu de nos prévisions de rebond de l'activité en 2023-24 sur fond de marché du Jeux Vidéo redevenu porteur, **nous pensons que le titre continue d'offrir un potentiel d'appréciation de ses multiples.** Le titre Nacon se traite actuellement à 4x l'EV/EBITDA, vs sa moyenne historique à 6,3x (sur 5 ans).

## Chiffre d'affaires T1 2023-24 en baisse de 9,3% YoY

Nacon a publié un chiffre d'affaires de 38,5 M€ au T1 2023-24, en baisse de 9,3% YoY, sur une base de comparaison élevée (CA T1 l'an dernier en hausse de 26% YoY).

L'activité Jeux était stable YoY à 27,4 M€.

- Le CA catalogue (nouveaux jeux) était en hausse de 4,5% YoY à 15,6 M€, en dépit du faible démarrage du jeu Gollum.
- Le CA du back catalogue a atteint 11,8 M€, en baisse de 6,8% (après +39% au T1 l'an passé).

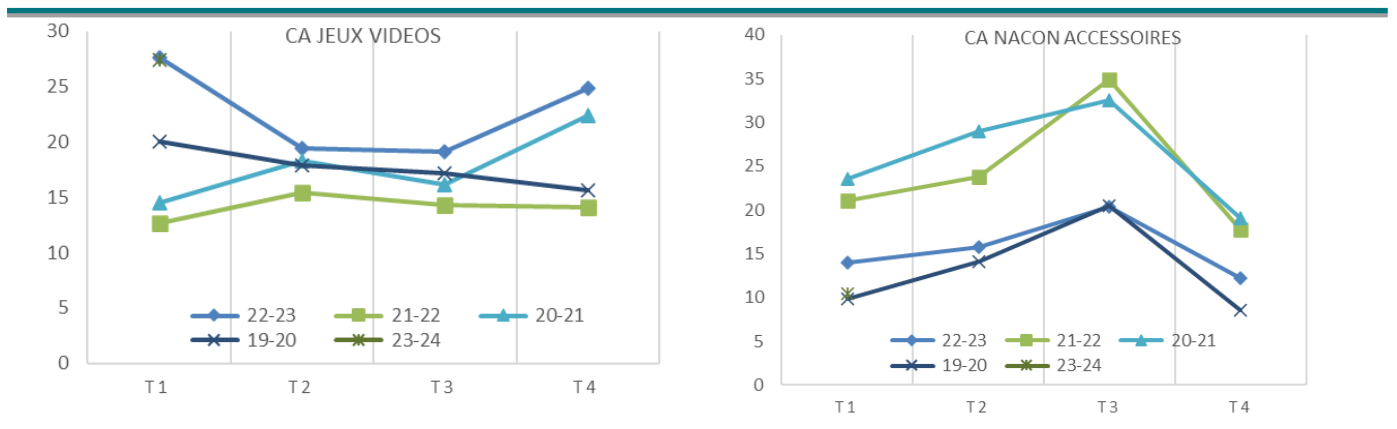
Les accessoires ont publié un CA T1 de 10,4 M€ (-25,5% YoY). Néanmoins les pré-commandes sur les nouveaux produits sont excellentes et la tendance devrait s'inverser dès septembre.

## Chiffre d'affaires par trimestre

(M€, à fin mars)	FY 19-20	FY 20-21	T1	T2	H1	T3	9M	T4	H2	FY 21-22	T1	T2	S1	T3	9M	T4	S2	FY 22-23	T1 23-24
	A	A								A	A	A	A	A	A	A	A	A	A
<b>Nacon Gaming</b>	<b>129,4</b>	<b>177,8</b>	<b>33,7</b>	<b>39,2</b>	<b>72,9</b>	<b>51,2</b>	<b>124,1</b>	<b>31,9</b>	<b>83,1</b>	<b>156,0</b>	<b>42,4</b>	<b>35,1</b>	<b>77,5</b>	<b>41,1</b>	<b>118,6</b>	<b>37,7</b>	<b>78,8</b>	<b>156,3</b>	<b>38,5</b>
Jeux Vidéos	70,7	71,3	12,7	15,5	28,1	14,3	42,4	14,1	28,4	56,5	27,6	19,4	47,0	19,1	66,1	24,9	44,0	91,0	27,4
Catalogue (nouveaux jeux)			3,1	8,0	11,1	8,7	19,8				14,9	10,5	25,4	10,2	35,6	13,7	23,9	49,3	15,6
Back catalogue			9,2	7,1	16,2	5,5	21,8				12,7	8,9	21,6	8,8	30,4	11,2	20,0	41,6	11,8
Accessoires	53,0	104,1	21,1	23,8	44,8	34,9	79,7	17,8	52,7	97,5	14,0	15,7	29,7	20,4	50,1	12,2	32,6	62,3	10,4
Autres	6,1	5,7			2,0	2,0	4,0	0,9	2,9	4,9			2,0	1,6	3,6	0,6	2,2	4,2	0,6
<b>% var. YoY</b>	<b>FY 19-20</b>	<b>FY 20-21</b>	<b>T1</b>	<b>T2</b>	<b>H1</b>	<b>T3</b>	<b>9M</b>	<b>T4</b>	<b>H2</b>	<b>FY 21-22</b>	<b>T1</b>	<b>T2</b>	<b>S1</b>	<b>T3</b>	<b>9M</b>	<b>T4</b>	<b>S2</b>	<b>FY 22-23</b>	<b>T1 23-24</b>
<b>Nacon Gaming</b>	<b>37,4%</b>		<b>-11,3%</b>	<b>-19,3%</b>	<b>-15,8%</b>	<b>5,3%</b>	<b>-8,2%</b>	<b>-25,1%</b>	<b>-8,9%</b>	<b>-12,3%</b>	<b>25,8%</b>	<b>-10,4%</b>	<b>6,3%</b>	<b>-19,7%</b>	<b>-4,4%</b>	<b>18,2%</b>	<b>-5,2%</b>	<b>0,2%</b>	<b>-9,2%</b>
Jeux Vidéos		0,8%	-12,8%	-15,6%	-14,3%	-11,2%	-13,3%	-37,1%	-26,2%	-20,8%	118,2%	25,6%	67,3%	33,6%	55,9%	76,6%	54,9%	61,1%	-0,7%
Catalogue (nouveaux jeux)											380,6%	31,1%	128,6%	17,2%	79,7%	130,1%			4,7%
Back catalogue											38,7%	25,7%	33,0%	59,5%	39,7%	61,2%			-7,1%
Accessoires		96,4%	-10,4%	-18,1%	-14,7%	7,4%	-6,2%	-6,8%	2,1%	-6,3%	-33,5%	-33,9%	-33,7%	-41,5%	-37,1%	-31,5%	-38,1%	-36,1%	-25,7%
Autres		-6,4%								-13,7%									-14,5%

Source : Société & In Extenso Finance

## Saisonnalité du chiffre d'affaires pour les segments d'activités de Nacon



Source : Société & In Extenso Finance

## Perspectives 2023-24 maintenues

Le Management a réitéré ses attentes de forte croissance de l'activité et des résultats sur l'exercice 2023-24 grâce aux facteurs suivants :

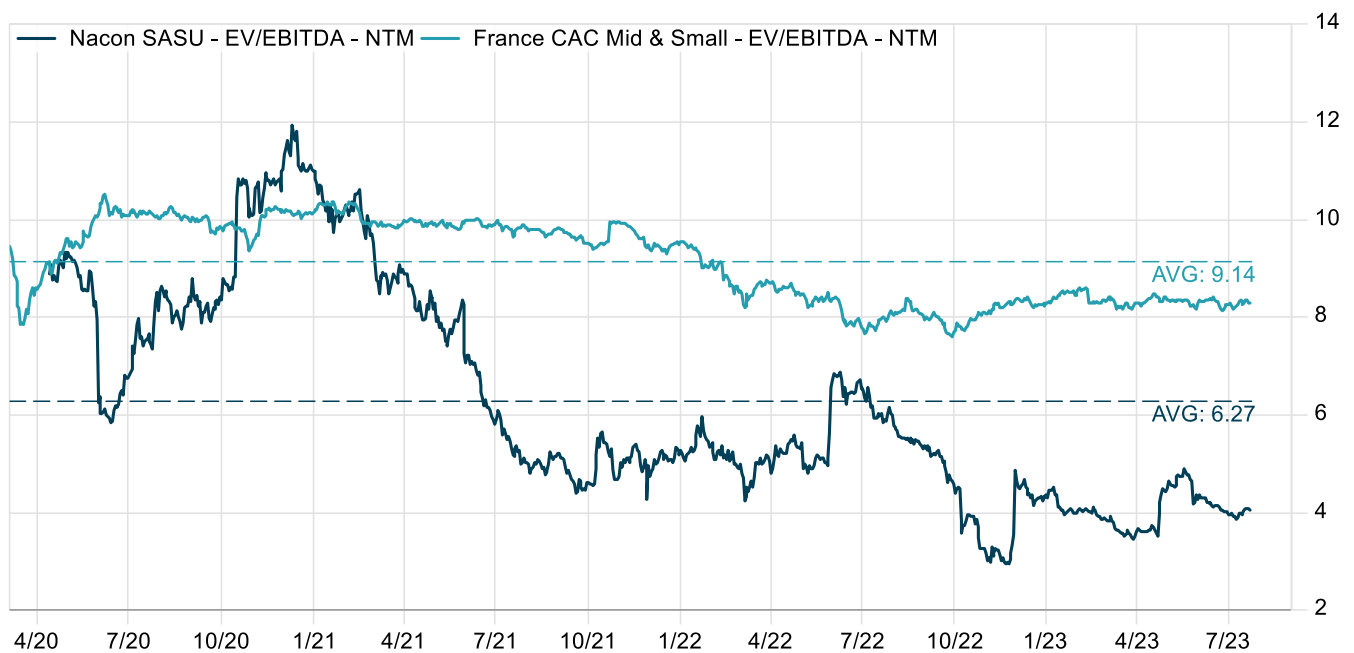
- Une activité éditoriale riche (+20 nouveaux jeux vs 13 nouveaux lors de l'exercice précédent) ;
- Le back catalogue devrait être en croissance dès le T2 ;
- Les accessoires devraient rebondir à partir du T3 (augmentation du parc de consoles et sorties de nouveaux produits).

## Potentiel de revalorisation des multiples du groupe

Du fait de sa sous-performance de -64% sur 12 mois, et compte tenu de nos prévisions de rebond de l'activité en 2023-24, sur fond de marché du Jeux Vidéo redevenu porteur, **nous pensons que le titre continue d'offrir un potentiel d'appréciation de ses multiples.**

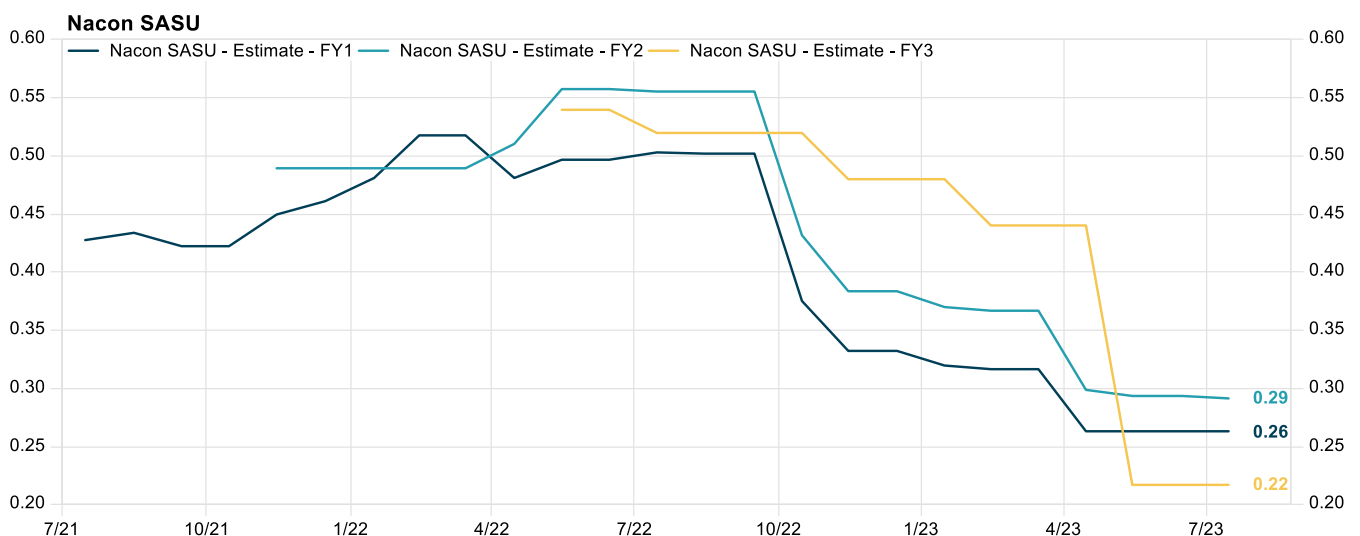
Le titre Nacon se traite actuellement à 4x l'EV/EBITDA, vs une moyenne historique à 6,3x, reflétant les révisions en baisse des attentes du consensus pour intégrer de plus faibles prévisions de ventes du jeu Gollum, les incertitudes des investisseurs quant à la trajectoire du marché des jeux vidéo au cours des 12 prochains mois, ainsi que l'environnement macroéconomique incertain (inflation, anticipations de la poursuite de la remontée des taux, craintes sur le ralentissement de l'économie européenne etc.) et, en conséquence, des arbitrages et rotations entre secteurs.

## Multiple EV/EBITDA 12 mois glissant de Nacon vs CAC Mid & Small



Source : Factset & In Extenso Finance

## Consensus de BPA



Source : Factset & In Extenso Finance

## Avertissements importants

### Définition des opinions et objectifs de cours de In Extenso Finance

Les opinions mentionnées par In Extenso Finance traduisent la performance absolue attendue, à un horizon compris entre 6 et 12 mois, pour chaque valeur considérée, et ce, en monnaie locale.

1. Achat fort	Le titre devrait réaliser une performance absolue supérieure à +25 %
2. Achat	Le titre devrait réaliser une performance absolue comprise entre +10 % et +25 %
3. Neutre	Le titre devrait évoluer entre +10 % et -10 %
4. Vente	Le titre devrait réaliser une contre performance absolue comprise entre -10 % et -25 %
5. Vente fort	Le titre devrait réaliser une contre performance absolue supérieure à -25 %

Le détail des méthodes appliquées par In Extenso Finance pour la détermination de ses objectifs de cours est disponible sur le site Internet :

[https://finance.inextenso.fr/wp-content/uploads/2022/11/Methodologie\\_Valo\\_Analyse\\_Fin\\_IEFM.pdf](https://finance.inextenso.fr/wp-content/uploads/2022/11/Methodologie_Valo_Analyse_Fin_IEFM.pdf)

### Détection de conflits d'intérêts potentiels

Participation de l'analyste, de In Extenso et/ou de ses salariés au capital de l'émetteur	Participation de l'émetteur au capital de In Extenso	Autres intérêts financiers importants entre l'émetteur et In Extenso	Existence d'un contrat de teneur de marché ou d'apporteur de liquidité entre l'émetteur et In Extenso	Rémunération de In Extenso par l'émetteur au titre de l'établissement de la présente analyse financière	Rémunération de In Extenso par l'émetteur au titre d'autres prestations que l'établissement de la présente analyse financière	Communication de l'analyse financière à l'émetteur préalablement à sa diffusion
Non	Non	Non	Non	Oui	Oui*	Non

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

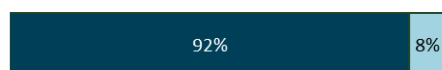
En qualité d'Analyste Financier Indépendant au sens du Règlement Général de l'AMF, In Extenso se réfère aux modalités administratives et organisationnelles définies par la profession, en particulier dans le respect des best practices et en matière de gestion des conflits d'intérêts. Des procédures spécifiques strictes définissent le fonctionnement interne des activités d'analyse financière au sein de In Extenso. Des informations supplémentaires peuvent être obtenues sur simple demande écrite adressée à la société In Extenso quant à ces règles de fonctionnement.

### Changement d'opinion et/ou d'objectif de cours au cours des 12 derniers mois

Date	Opinion	Objectif de cours
Date	Opinion	Objectif de cours
25 juillet 2023	Flash Valeur <b>Achat Fort</b>	<b>2,8 €</b>
1 <sup>er</sup> juin 2023	Flash Valeur <b>Achat Fort</b>	<b>2,8 €</b>
25 avril 2023	Flash Valeur <b>Achat Fort</b>	<b>2,8 €</b>
24 janvier 2023	Flash Valeur <b>Achat Fort</b>	<b>4,90 €</b>
30 novembre 2022	Flash Valeur <b>Achat Fort</b>	<b>5,45 €</b>

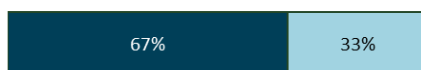
### Répartition des opinions

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



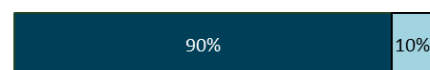
■ Achat Fort ■ Achat ■ Neutre ■ Vente ■ Vente Fort

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



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

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



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

## Avertissement complémentaire

Les informations présentées dans les pages précédentes restent partielles. Elles ne peuvent être considérées comme ayant une valeur contractuelle.

Cette publication a été rédigée par In Extenso et est délivrée à titre informatif. Elle ne constitue en aucun cas un ordre d'achat ou de vente de la (les) valeur(s) mobilière(s) qui y est (sont) mentionnée(s). Elle est destinée aux investisseurs professionnels et ne constitue en aucun cas une décision d'investissement. De ce fait, ni In Extenso Financement & Marché, ni ses dirigeants, ni ses employés ne peuvent être tenus responsables d'une quelconque décision d'investissement.

Les informations, estimations et commentaires exprimés dans cette étude proviennent de sources jugées dignes de foi. Toutefois, In Extenso Finance n'en garantit ni l'exactitude, ni l'exhaustivité, ni la fiabilité. Ainsi, sa responsabilité, ni celle de ses dirigeants, ni de ses employés, ne pourrait être engagée d'aucune manière à ce titre. Les opinions, appréciations, estimations et prévisions contenues dans cette publication reflètent le jugement de In Extenso Finance à la date mentionnée en première page du document, et peuvent ultérieurement faire l'objet de modifications ou d'abandons sans préavis, ni notification.

Cette publication ne peut être diffusée auprès de personnes soumises à certaines restrictions. Ainsi, en particulier, au Royaume-Uni, seules les personnes considérées comme 'personnes autorisées ou exemptées' selon le 'Financial Services Act 1986' du Royaume-Uni, ou tout règlement passé en vertu de celui-ci ou les personnes telles que décrites dans la section 11 (3) du 'Financial Services Act 1986 (Investment Advertisement) (Exemption) order 1997' peuvent avoir accès à la publication ci-présente. Celle-ci ne saurait être distribuée ou communiquée, directement ou indirectement, à tout autre type de personne. Toute personne qui viendrait à être en possession de cette publication doit s'informer et respecter de telles restrictions. De même, cette publication ne peut être diffusée aux Etats-Unis ni à ses ressortissants. La (les) valeur(s) mobilière(s) faisant l'objet de cette publication n'a (n'ont) pas été enregistrée(s) auprès de la Securities and Exchange Commission et envoyer cette étude à un résident des États-Unis est interdit.

Il est possible que In Extenso Finance ait conclu avec l'émetteur sur lequel porte l'analyse financière un contrat en vue de rédiger et diffuser une (ou plusieurs) publication(s), laquelle (lesquelles) a (ont) été relue(s) par celui-ci. Toutefois, le cas échéant, cette publication pourra être réalisée par In Extenso Finance de façon indépendante, conformément à la déontologie et aux règles de la profession.

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