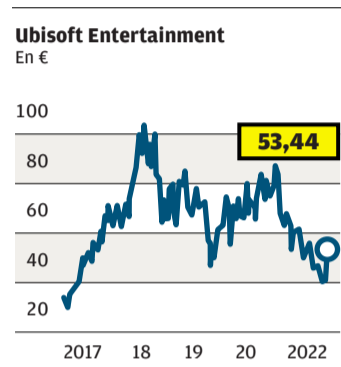


## Le conseil de la semaine d'Investir



Par Muriel Breiman

# Ubisoft Ent. Après Activision, prochaine cible possible des géants de la tech



À peine 2022 commencée et déjà deux opérations vont marquer l'année dans le secteur du jeu vidéo. Quelques jours après l'offre de l'éditeur Take-Two (*Grand Theft Auto*) sur le spécialiste des jeux mobiles Zynga (*FarmVille*), moyennant 12,7 milliards de dollars (11,2 milliards d'euros), c'est au tour de Microsoft d'abattre ses cartes. Le géant américain va mettre la main sur Activision Blizzard (lire aussi page 16), une opération qui valorise l'éditeur américain 68,7 milliards de dollars, en intégrant sa trésorerie nette.

### MOINS BIEN VALORISÉ

Ces deux annonces ont aussitôt relancé les spéculations autour d'un possible rachat d'Ubisoft, d'autant que la famille fondatrice ne détient que 15 % du capital... Le titre a bondi de plus de 30 %

en deux semaines. Malgré tout, les prix consentis par Take-Two et Microsoft laissent encore espérer du potentiel. Selon les multiples considérés, la fourchette de valorisation du groupe des frères Guillemot est large. Mais, si l'on retient le ratio valeur d'entreprise sur résultat opérationnel, communément utilisé dans le secteur, on arrive à un niveau de 19 fois pour Activision Blizzard et 21

pour Zynga, sur la base des estimations 2021 de FactSet, contre 17,4 fois pour Ubisoft au titre de l'exercice en cours (clôture fin mars).

Certes, le groupe français est pour l'heure moins rentable et son exposition au segment mobile encore marginale (8 % du chiffre d'affaires 2020-2021), mais cela ne justifie pas un tel écart. « Par sa capacité de production unique, la taille et la diversité de son catalogue, ainsi que la propriété [intellectuelle] de la majorité des [jeux] qu'il commercialise, Ubisoft est la prochaine cible naturelle », soutient le bureau d'analyse TP Icap. Tous les regards se tournent donc vers cette proie potentielle des poids lourds de la tech (Microsoft, mais aussi Google, Amazon, Netflix...) qui cherchent à enrichir leur catalogue et à se tailler une place de choix sur le marché mondial du jeu vidéo.

Après une année 2021 stable, celui-ci devrait croître de 8 % par an, en moyenne, pour approcher 220 milliards de dollars en 2024. Pour Ubisoft, qui a déjà résisté par le passé aux assauts d'Electronic Arts et de Vivendi, il faudra donc « montrer [...] l'intérêt de rester indépendant, estime-t-on chez Oddo BHF. Dans le cas contraire, de nombreux prêteurs pourraient se manifester, parmi lesquels Vivendi et Tencent (dont l'engagement de ne pas acheter d'actions prend fin en 2023) ». Le groupe chinois détient déjà 5 % du capital.

### NOTRE CONSEIL

**ACHETER** Notre avis positif s'appuie à la fois sur les perspectives de croissance rentable et sur un réel intérêt spéculatif. **Objectif : 70 € (UBI).** Prochain rendez-vous : le 17 février, chiffre d'affaires trimestriel.

## LAVIS DU GÉRANT SUR CETTE VALEUR

### Un grand intérêt spéculatif

RÉMY JEANNEAU, GÉRANT DE GUTENBERG ACTIONS



Nous avons acheté Ubisoft en juillet 2020, lorsque le titre valait 73 €, dans l'anticipation du lancement d'un jeu de Battle Royale, le premier de la société pour ce type très porteur, en août suivant. Malheureusement, ce jeu n'a pas eu le succès escompté. En outre, l'entreprise a révisé plusieurs fois à la baisse, en 2021, ses perspectives pour l'exercice 2021-2022, en raison du report de lancements de nouveaux jeux. C'est pourquoi nous avons réduit la position à 60 € en juillet dernier, avant de nous renforcer dans le creux de décembre dernier, à 43 €. Globalement, notre prix de revient est légèrement inférieur à 60 €. Le titre a un intérêt spéculatif certain, car, en raison de coûts de lancement de nouveaux jeux démultipliés en quelques années pour atteindre plusieurs dizaines de millions d'euros, Ubisoft est devenu trop petit, alors qu'il s'agit d'un des seuls acteurs encore indépendants. Or les frères Guillemot ne sont plus tout jeunes. S'ils ne vendent pas assez rapidement, la société aura du mal à perdurer dans cette industrie devenue très capitalistique. Activision va être racheté par Microsoft sur la base d'un ratio valeur d'entreprise sur chiffre d'affaires de 9 fois. Actuellement, Ubisoft ne se traite qu'à 3 fois ce ratio, avec un chiffre d'affaires estimé à 2,3 milliards en 2021-2022 et 2,7 milliards l'année suivante, qui bénéficiera de la mise sur le marché de nouveaux jeux. Le résultat opérationnel pourrait passer d'environ 430 millions cette année à plus de 600 millions l'an prochain. Certes, Activision étant nettement plus rentable, une prime est logique. Mais, en cas de vente, un ratio de 5 fois serait justifié, avec à la clé un cours d'au moins 80 €. C'est pourquoi nous avons un objectif de cours de 75 € à horizon d'un an.

« Ubisoft est devenu trop petit, alors qu'il s'agit d'un des seuls acteurs encore indépendants »

### CRITÈRES D'INVESTISSEMENT

COMPORTEMENT DE L'ACTION	PERFORMANCE OPÉRATIONNELLE	CONFIANCE DANS LA SOCIÉTÉ	INTÉRÊT BOURSIER
<b>PERFORMANCE DU TITRE</b> COURS AU 20-1-22 : 53,44 € VARIATION 52 SEMAINES : -36,46 % 2022 : 24,08 % <b>VOLATILITÉ</b> BÊTA 52 S. : 0,3 FOIS EXTRÊMES 52 S. : 88,16 € / 39,65 €	<b>ÉVOLUTION DE L'ACTIVITÉ</b> ÉVOL. MOYENNE (2017-2020) : 9 % ÉVOL. 2021 : STABLE <b>BNPA</b> ÉVOL. MOYENNE (2017-2020) : 11 % ÉVOL. 2021 : -21 %	<b>SOLIDITÉ DU BILAN</b> DETTE NETTE / FONDS PROPRES : 14 % DERNIER ACTIF NET PAR ACTION : 13,55 € <b>CONSENSUS DES ANALYSTES</b> A 50 % C 38 % V 12 %	<b>RENDEMENT</b> DIVIDENDE 2021 ESTIMÉ : 0 € RDT 2020 : NUL RDT 2021 : NUL <b>VALORISATION ESTIMÉE</b> PER 2021 : 27,2 FOIS PER 2022 : 21,8 FOIS

NOTE ESG : 56 (7/83) ; ENVIRONNEMENT : 57 ; SOCIAL : 55 ; GOUVERNANCE : 58

Les données environnementales, sociales et de gouvernance (ESG) sont fournies par Moody's ESG Solutions. Note sur 100 (classement sectoriel en Europe).

## SERVICES AUX ENTREPRISES

# EDF Une modération des tarifs très lourde de conséquences

L'électricien a continué de s'enfoncer un peu plus en Bourse, cette semaine, vers ses plus-bas de mars 2020, accusant une baisse de 21 % sur cinq séances (à jeudi soir), dont un plongeon de 14,6 % vendredi 14 janvier.

L'élément déclencheur a été double. Le premier a été politique, avec les dispositions annoncées par le gouvernement pour modérer à 4 %, le 1<sup>er</sup> février, l'augmentation des tarifs réglementés de l'électricité pour les ménages et les artisans.

Sans ces mesures, c'est une hausse de presque 45 % qui devrait être infligée aux consommateurs, compte tenu de la flambée des prix de marché, a indiqué mercredi la Commission de régulation de l'énergie (CRE). Pour EDF, c'est un manque à gagner d'environ 8 milliards d'euros (à affiner selon l'évolution des cours de l'électricité), qui va grever son Ebitda 2022. Ce résultat était estimé jusque-là autour de 20 milliards par le consensus FactSet.

L'autre élément est venu de l'entreprise. Au soir du 12 janvier, elle a annoncé ramener entre

300 et 330 térawattheures (TWh) son estimation de production nucléaire pour 2022, contre une fourchette précédente déjà faible. En cause, l'indisponibilité d'une part plus importante et pour une durée plus longue que prévu du parc nucléaire, après la découverte de corrosion sur les soudures des quatre plus gros réacteurs français, Civaux 1 et 2, Chooz 1 et 2, auxquels s'est ajouté Penly 1.

### LA NOTATION EN SUSPENS

Sur 56 réacteurs, 10 au total sont indisponibles (du fait, aussi, des maintenances programmées) contribuant, en plein hiver, à la cherté des prix de marché. Les conséquences financières de cette faible production seront précisées au plus tard le 18 février par EDF. Les analystes ont tenté d'estimer le manque à gagner pour le groupe, exercice délicat car soumis à l'évolution des prix de l'électricité et à la durée des arrêts de réacteurs. La note devrait être très salée. Oddo BHF a avancé un coût de 7,5 milliards au niveau de l'Ebitda, UBS de 8,6 milliards. Quant à l'agence de notation Fitch Ratings, elle éva-

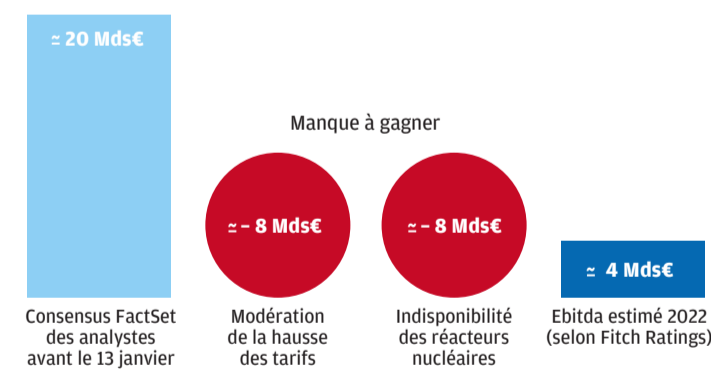
lue désormais l'Ebitda d'EDF pour 2022 « aux environs de 4 milliards, 75 % au-dessous de [son] estimation précédente ».

Dès lundi, les trois grandes agences de notation (Standard & Poor's et Moody's pour les deux autres) ont placé EDF sous surveillance avec implication négative, soit une menace de dégradation des notes, face au risque de fragilisation des équilibres financiers du groupe. Ce dernier a assuré, le 14 janvier, examiner « les mesures appropriées pour renforcer [sa] structure bilantielle », ce qui a été interprété comme un projet d'augmentation de capital et plombé un peu plus l'action.

Au sein de l'entreprise, si son PDG, Jean-Bernard Lévy, a déclaré à ses cadres que les décisions de l'Etat actionnaire pour

### Des résultats 2022 déjà plombés par les annonces du 13 janvier

Ebitda excédent brut d'exploitation



limiter la hausse des tarifs avait été « un choc », les salariés ne décolèrent pas non plus, en particulier sur un point : le gouvernement a décidé de porter de 100 à 120 TWh la quantité d'électricité qu'EDF est autorisé à vendre à ses concurrents (et obligé s'ils le demandent) dans le cadre de l'Arenh. L'achat de ce courant à très bas prix doit inciter les distributeurs alternatifs à modérer eux aussi leurs tarifs. Mais,

compte tenu de sa production nucléaire réduite, EDF se voit contraint d'acheter de l'électricité au prix fort (autour de 200 € le mégawattheure jeudi soir) sur le marché, alors qu'il lui est imposé de vendre son courant à 42 € le mégawattheure aux guichets de l'Arenh. Le tarif a simplement été porté à 46,20 € pour les 20 TWh supplémentaires, avec l'accord de Bruxelles, a assuré le ministre de l'Economie.

Les deux fonds d'actionariat salarié d'EDF se disent prêts à « engager tous les moyens de recours » une fois que les décisions de l'Etat seront officialisées « par la publication d'un décret ou d'un arrêté », explique l'un de leurs représentants, qui s'interroge aussi sur la validité des annonces gouvernementales au regard du droit européen.

Energie en actions, association de salariés actionnaires d'EDF, avance comme angle d'attaque éventuel l'interdiction faite en France de revendre à perte, sur ce point du tarif fixé dans le cadre de l'Arenh. Affaire à suivre, donc.

— C. L. C.

### NOTRE CONSEIL

**ACHAT SPÉCULATIF** Le cours ne représente plus que la moitié de l'actif net au 30 juin dernier et peut être saisi comme un pari. Des bureaux d'analyse ont dégradé la valeur, mais le consensus reste majoritairement acheteur. **Objectif : 10 € (EDF).** Prochain rendez-vous : le 18 février, résultats 2021.

### CRITÈRES D'INVESTISSEMENT

COMPORTEMENT DE L'ACTION	PERFORMANCE OPÉRATIONNELLE	CONFIANCE DANS LA SOCIÉTÉ	INTÉRÊT BOURSIER
<b>PERFORMANCE DU TITRE</b> COURS AU 20-1-22 : 8,14 € VARIATION 52 SEMAINES : -32,65 % 2022 : -21,24 % <b>VOLATILITÉ</b> BÊTA 52 S. : 0,8 FOIS EXTRÊMES 52 S. : 13,25 € / 7,76 €	<b>ÉVOLUTION DE L'ACTIVITÉ</b> ÉVOL. MOYENNE (2017-2020) : STABLE ÉVOL. 2021 : 12 % <b>BNPA</b> ÉVOL. MOYENNE (2017-2020) : -40 % ÉVOL. 2021 : 548 %	<b>SOLIDITÉ DU BILAN</b> DETTE NETTE / FONDS PROPRES : 77 % DERNIER ACTIF NET PAR ACTION : 14,72 € <b>CONSENSUS DES ANALYSTES</b> A 67 % C 20 % V 13 %	<b>RENDEMENT</b> DIVIDENDE 2021 ESTIMÉ : 0,55 € RDT 2020 : 2,6 % RDT 2021 : 6,8 % <b>VALORISATION ESTIMÉE</b> PER 2021 : 6 FOIS PER 2022 : 10,2 FOIS

NOTE ESG : 72 (3/65) ; ENVIRONNEMENT : 71 ; SOCIAL : 76 ; GOUVERNANCE : 68