

Achat (vs Neutre)	<i>Potentiel</i> 46,5%
Objectif de cours	5,80 € (vs 4,10 €)
Cours au 23/06/2017(c)	3,96 €
Euronext Paris Comp C	
Reuters / Bloomberg	INN.PA / INN.FP

Performances (%)	Ytd	1m	3m	12m
Perf. Absolue	-7,7%	0,8%	0,0%	-20,0%
Perf CAC Small	19,2%	4,3%	13,2%	38,6%

Informations boursières (en M €)	
Capitalisation (M €)	6,6
Nb de titres (en millions)	167
Volume 12 mois (titres)	1683
Extrêmes 12 mois	3,84 € / 5,30 €

Actionnariat	
Denis Thébaud & famille	64%
Flottant	32%
Autocontrôle	5%

Données financières (en M €)				
au 31/03	2016	2017e	2018e	2019e
CA	123,9	102,0	101,2	104,3
var %	8,2%	-17,7%	-0,8%	3,0%
EBE	0,8	-2,8	1,7	2,2
%CA	0,6%	-2,8%	1,7%	2,1%
ROC	-0,2	-3,8	0,7	1,2
%CA	-0,1%	-3,7%	0,7%	1,1%
Rnpg	-0,2	-6,3	0,1	1,1
%CA	-0,2%	-6,1%	0,1%	1,1%
Bnpa (€)	-0,15	-3,94	0,06	0,70
Gearing (%)	7%	11%	52%	37%
ROCE (%)	-1%	-65%	5%	0%
ROE (%)	-1%	-50%	1%	8%
Dettes nettes	14	14	6,5	5,1
Dividende n-1	0,25	0,25	0,25	0,25
Yield (%)	6,3%	6,3%	6,3%	6,3%

Ratios				
	2016	2017e	2018e	2019e
VE/CA (x)	0,1	0,0	0,0	0,1
VE/EBE (x)	ns	5,7	ns	4,1
VE/ROC (x)	ns	ns	ns	9,4
PER (x)	ns	ns	ns	69,8

Analystes:
Cécile Aboulian
01 44 70 20 70
caboulian@elcorp.com

Innelec Multimedia

Équipement Loisirs

Réorganisation et recapitalisation pour un nouveau départ

Résultats 2016/17

Innelec fait suite à la publication de son chiffre d'affaires en mai dernier en publiant des résultats en dessous de nos attentes avec un ROC de -5,5 M€ (dont 1,7 M€ d'éléments non récurrents liés à la restructuration / -3,5 M€) et un RN pg de -6,2 M€ (vs -3,7 M€ et -0,2 M€ en 2016). Le groupe a confirmé le plan de réduction des coûts de 6,0 M€ en année pleine et a annoncé le lancement d'une augmentation de capital de 3 M€ garantie par M. Thébaud (64% du capital avec sa famille), une cession d'actifs pour 2 M€ (4 options possibles non décrites) et 0,5 M€ mobilisés par le CICE. Ces financements de 5,5 M€ serviront la réorganisation interne, à l'international, les produits sous licence et la marque Konix.

Commentaires

L'année 2016 a été marquée par la baisse des ventes de jeux (-28,0% à 35,5 M€), de consoles (-16,3% à 30,5 M€) et d'accessoires pour consoles (-17,3% à 15,7 M€) mais a bénéficié de l'engouement du marché pour la Switch de Nintendo (CA de 2,2 M€ au T4, sur le dernier mois), des débuts satisfaisants des produits sous licence (CA de 1,6 M€) et de la progression des ventes à l'export (+4,2% à 35,8 M€). Innelec a effectivement ouvert 10 nouveaux pays via 3 distributeurs au Royaume-Uni, Allemagne et Espagne pour Konix et 7 ouvertures de magasins dans différents pays africains.

Innelec parvient à afficher un CF opérationnel de 0,8 M€ malgré un RNpg de -6,2 M€ compte tenu de l'optimisation de son BFR qui ressort en baisse de 6,0 M€ (notamment avec des dettes fournisseurs passant de 42 à 57 jours de CA). La dette nette ressort ainsi à 1,3 M€ (vs 1,4 M€ en 2015/16).

Après l'annonce fin mars de la restructuration, l'homologation du PSE par la Directe le 23 mai, 90% des suppressions de postes ont été effectuées à date (sur les 49 postes en CDI et 8 postes en CDD). Les effectifs post plan seront de 70 personnes (baisse de 3,5 M€ des coûts salariaux). Cette décision structurante est accompagnée d'une réorganisation commerciale (concentration sur les comptes à fort potentiel), d'une optimisation du portefeuille produits et des process internes ainsi que d'un plan d'économies de 2,5 M€ sur les frais généraux (fermeture entrepôt, sous-location, renégociations contrats, baisse flotte auto...). Ces mesures devraient permettre d'être rentable sur le S2 2017/18.

Après un CA T4 ressorti quasiment stable, le groupe mise à nouveau sur une stabilité de son CA sur le T1 (env. 14,6 M€). L'exercice devrait ensuite bénéficier de la montée en puissance : 1/ du réseau à l'international, 2/ des ventes de produits sous licence (figurines, montres, jeux de sociétés...) avec un CA attendu supérieur à 4 M€ (vs 1,6 M€ en 2016/17 sur 6 mois), 3/ de la marque Konix (CA de 4 M€ en 2016/17) avec notamment le partenariat passé avec Sony pour développer des accessoires pour la PS4. Suite à cette publication, nous intégrons un redressement plus rapide que prévu de la rentabilité avec un CA 2017/18 de 101,2 M€ et un ROC de 0,7 M€.

Recommandation

Suite à cette publication et à l'actualisation de notre modèle, notre objectif de cours ressort à 5,80 € (vs 4,10 €) et notre recommandation passe à l'Achat.

Compte de résultat (M€)	mars-14	mars-15	mars-16	mars-17e	mars-18e	mars-19e
Chiffre d'affaires	125,7	114,5	123,9	102,0	101,2	104,3
Excédent brut d'exploitation	2,4	-0,9	0,8	-2,8	1,7	2,5
Résultat opérationnel courant	1,5	-2,0	-0,2	-3,8	0,7	1,5
Résultat opérationnel	1,8	-0,7	-0,2	-5,5	0,2	1,5
Résultat financier	-0,4	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2
Impôts	-0,4	1,0	0,1	-0,6	0,0	0,1
Mse en équivalence	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Part des minoritaires	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Résultat net part du groupe	0,7	0,1	-0,2	-6,3	0,1	1,4
Bilan (M€)	mars-14	mars-15	mars-16	mars-17e	mars-18e	mars-19e
Actifs non courants	13,8	15,2	18,2	17,6	17,2	16,7
<i>dont goodwill</i>	1,2	1,1	1,0	1,0	1,0	1,0
BFR	4,2	5,7	3,0	-3,0	2,7	0,0
Disponibilités + VMP	6,6	7,0	7,9	7,5	2,2	3,7
Capitaux propres	16,0	16,2	19,2	12,6	12,7	14,1
Emprunts et dettes financières	7,5	11,0	9,3	8,9	8,7	8,5
Total Bilan	54,8	53,6	54,5	51,4	45,4	47,3
Tableau de flux (M€)	mars-14	mars-15	mars-16	mars-17e	mars-18e	mars-19e
Marge Brute d'autofinancement	1,8	-1,2	0,7	-5,2	1,2	2,5
Variation de BFR	-4,2	1,6	-2,6	-6,0	5,7	0,0
Flux nets de trésorerie généré par l'activité	6,0	-2,8	3,3	0,8	-4,5	2,5
Investissements opérationnels nets	-0,7	0,3	-0,4	-0,4	-0,5	-0,6
Investissements financiers nets	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Flux nets de trésorerie liés aux investissements	-0,7	0,2	-0,4	-0,4	-0,5	-0,6
Augmentation de capital	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0
Variation emprunts	-1,2	3,0	-1,3	-0,4	-0,2	-0,2
Dividendes versés	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	0,0	0,0
Flux nets de trésorerie liés au financement	-1,8	2,5	-1,7	-0,7	-0,2	-0,2
Variation de l'endettement financier net	3,4	-0,1	1,3	-0,3	-5,2	1,8
Ratios (%)	mars-14	mars-15	mars-16	mars-17e	mars-18e	mars-19e
Variation chiffre d'affaires	-10,9%	-8,9%	8,2%	-17,7%	-0,8%	3,0%
Marge EBE	2%	-1%	1%	-3%	2%	2%
Marge opérationnelle courante	1%	-2%	0%	-4%	1%	1%
Marge opérationnelle	1%	-1%	0%	-5%	0%	1%
Marge nette	1%	0%	0%	-6%	0%	1%
Capex/CA	-1%	0%	0%	0%	0%	-1%
BFR/CA	3%	5%	2%	-3%	3%	0%
ROCE	8%	-10%	-1%	-65%	5%	0%
ROCE hors GW	8%	-9%	-1%	-52%	5%	0%
ROE	5%	1%	-1%	-50%	1%	10%
Payout	54%	465%	-164%	0%	0%	0%
Dividend yield	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Ratios d'endettement	mars-14	mars-15	mars-16	mars-17e	mars-18e	mars-19e
Gearing (%)	6%	25%	7%	11%	52%	34%
Dettes nette/EBE	0,4	-4,7	1,8	-0,5	3,8	1,9
EBE/charges financières	5,7	-6,7	3,6	-17,7	10,8	15,4
Valorisation	mars-14	mars-15	mars-16	mars-17e	mars-18e	mars-19e
Nombre d'actions (en millions)	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6
Nombre d'actions moyen (en millions)	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6
Cours (moyenne annuelle en euros)	4,7	5,8	5,5	4,0	4,0	4,0
(1) Capitalisation boursière moyenne	7,6	9,2	8,8	6,3	6,3	6,3
(2) Dette nette (+) / trésorerie nette (-)	1,0	4,0	1,4	1,4	6,5	4,8
(3) Valeur des minoritaires	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
(4) Valeur des actifs financiers	4,0	5,8	5,8	5,8	5,8	5,8
Valeur d'entreprise = (1)+(2)+(3)-(4)	4,6	7,4	4,4	1,9	7,0	5,2
PER	10,3	ns	ns	ns	69,8	4,4
VE/ EBE	1,9	ns	5,7	ns	4,1	2,1
VE/ROC	3,0	ns	ns	ns	9,4	3,6
VE/CA	0,0	0,1	0,0	0,0	0,1	0,1
P/B	0,5	0,6	0,5	0,5	0,5	0,4
Données par action	mars-14	mars-15	mars-16	mars-17e	mars-18e	mars-19e
Bnpa	0,46	0,05	-0,15	-3,94	0,06	0,91
Book value/action	10,1	10,2	12,1	7,9	8,0	8,9
Dividende /action	0,25	0,25	0,25	0,00	0,00	0,00

Système de recommandations :

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

- Achat** : Potentiel de hausse du titre supérieur à 15% en absolu par rapport au cours actuel, assorti d'une qualité des fondamentaux.
Accumuler : Potentiel de hausse du titre compris entre 5% et 15% en absolu par rapport au cours actuel.
Neutre : Potentiel du titre compris entre -5% et +5% en absolu par rapport au cours actuel.
Alléger : Potentiel de baisse du titre compris entre 5% et 15% en absolu par rapport au cours actuel.
Vente : Potentiel de baisse du titre supérieur à 15% en absolu par rapport au cours actuel, valorisation excessive.
Sous revue : La recommandation est sous revue en raison d'une opération capitalistique (OPA / OPE / Augmentation de capital...), d'un changement d'analyste ou d'une situation de conflit d'intérêt temporaire entre EuroLand Corporate et l'émetteur.

Historique de recommandations à compter du 13/05/2016

- Achat** : Du 20/05/2016 au 18/12/2016 et depuis le 23/06/2017
Accumuler : Du 19/12/2016 au 16/02/2017
Neutre : Du 17/02/2017 au 22/06/2017
Alléger : (-)
Vente : (-)
Sous revue : (-)

Méthodes d'évaluation :

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

- Méthode des comparaisons boursières : les multiples de valorisation de la société évaluée sont comparés à ceux d'un échantillon de sociétés du même secteur d'activité, ou d'un profil financier similaire. La moyenne de l'échantillon établit une référence de valorisation, à laquelle l'analyste ajoute le cas échéant des décotes ou des primes résultant de sa perception des caractéristiques spécifiques de la société évaluée (statut juridique, perspectives de croissance, niveau de rentabilité...).
- Méthode de l'ANR : l'Actif Net Réévalué est une évaluation de la valeur de marché des actifs au bilan d'une société par la méthode qui apparaît la plus pertinente à l'analyste.
- Méthode de la somme des parties : la somme des parties consiste à valoriser séparément les activités d'une société sur la base de méthodes appropriées à chacune de ces activités puis à les additionner.
- Méthode des DCF : la méthode des cash-flows actualisés consiste à déterminer la valeur actuelle des liquidités qu'une société dégagera dans le futur. Les projections de cash flows sont établies par l'analyste en fonction de ses hypothèses et de sa modélisation. Le taux d'actualisation utilisé est le coût moyen pondéré du capital, qui représente le coût de la dette de l'entreprise et le coût théorique des capitaux propres estimés par l'analyste, pondérés par le poids de chacune de ces deux composantes dans le financement de la société.
- Méthode des multiples de transactions : la méthode consiste à appliquer à la société évaluée les multiples observés dans des transactions déjà réalisées sur des sociétés comparables.
- Méthode de l'actualisation des dividendes : la méthode consiste à établir la valeur actualisée des dividendes qui seront perçus par l'actionnaire d'une société, à partir d'une projection des dividendes réalisée par l'analyste et d'un taux d'actualisation jugé pertinent (généralement le coût théorique des fonds propres).
- Méthode de l'EVA : la méthode "Economic Value Added" consiste à déterminer le surcroît annuel de rentabilité dégagé par une société sur ses actifs par rapport à son coût du capital (écart également appelé "création de valeur"). Ce surcroît de rentabilité est ensuite actualisé pour les années à venir avec un taux correspondant au coût moyen pondéré du capital, et le résultat obtenu est ajouté à l'actif net comptable.

DETECTION DE CONFLITS D'INTERETS POTENTIELS

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

* Animation boursière comprenant un suivi régulier en terme d'analyse financière avec ou non liquidité

La présente étude est diffusée à titre purement informatif et ne constitue en aucune façon un document de sollicitation en vue de l'achat ou de la vente des instruments financiers émis par la société objet de l'étude.

Cette étude a été réalisée par et contient l'opinion qu'EuroLand Corporate s'est forgée sur le fondement d'information provenant de sources présumées fiables par EuroLand Corporate, sans toutefois que cette dernière garantisse de quelque façon que ce soit l'exactitude, la pertinence ou l'exhaustivité de ces informations et sans que sa responsabilité, ni celle de ses dirigeants et collaborateurs, puisse être engagée en aucune manière à ce titre. Il est important de noter qu'EuroLand Corporate conduit ses analyses en toute indépendance, guidée par le souci d'identifier les atouts, les faiblesses et le degré de risque propre à chacune des sociétés étudiées. Toutes les opinions, projections et/ou estimations éventuellement contenues dans cette étude reflètent le jugement d'EuroLand Corporate à la date à laquelle elle est publiée, et peuvent faire l'objet de modifications par la suite sans préavis, ni notification.

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

Tout investisseur doit se faire son propre jugement quant à la pertinence d'un investissement dans une quelconque valeur mobilière émise par la société mentionnée dans la présente étude, en tenant compte des mérites et des risques qui y sont associés, de sa propre stratégie d'investissement et de sa situation légale, fiscale et financière. Les performances passées et données historiques ne constituent en aucun cas une garantie du futur. Du fait de la présente publication, ni EuroLand Corporate, ni aucun de ses dirigeants ou collaborateurs ne peuvent être tenus responsables d'une quelconque décision d'investissement.

Aucune partie de la présente étude ne peut être reproduite ou diffusée de quelque façon que ce soit sans l'accord d'EuroLand Corporate. Ce document ne peut être diffusé auprès de personnes soumises à certaines restrictions. Ainsi, en particulier, au Royaume-Uni, 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 ce document. Celui-ci ne saurait être distribué ou communiqué, 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. Les valeurs mobilières faisant l'objet de cette publication n'ont pas été enregistrées auprès de la Securities and Exchange Commission et envoyer ces études à un résident des États-Unis est interdit.

Il est possible que EuroLand Corporate 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, ces publications ont été réalisées par EuroLand Corporate de façon indépendante, conformément à la déontologie et aux règles de la profession.

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