



Distribution Multimédia

Innelec Multimédia

Eurolist C

En attendant le Père Noël

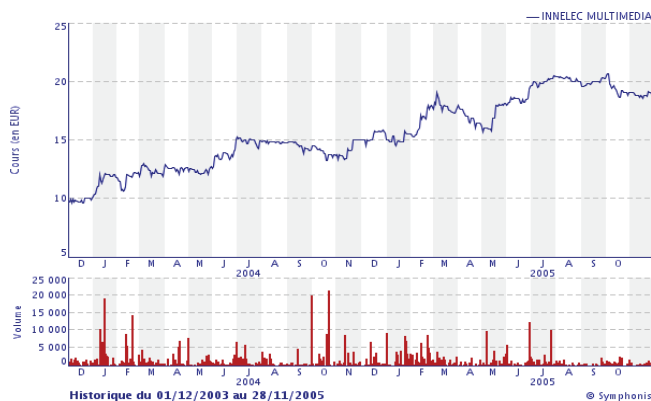
EDITORIAL

Leader français de la distribution de produits multimédia, Innelec Multimédia organise son activité autour de 4 pôles (logiciels et consoles de jeux, logiciels professionnels, CD Rom et accessoires, DVD vidéo). Malgré un secteur marqué par la baisse des prix des constructeurs de consoles de jeux vidéo, Innelec a bien résisté dans un marché morose en explorant de nouveaux univers tels que les DVD. Les relais de croissance attendus, liés à la sortie des consoles nouvelle génération au cours du 2S 2005 et en 2006, permettent d'anticiper de bonnes perspectives pour les deux prochains exercices.

Au 30 novembre 2005

Capitalisation : 29,5 M€
 Nombre de titres : 1 552 200 titres
 Volume moyen / 6 mois : 930 titres
 Extrêmes / 12 mois : 14,25 € / 20,65 €
 Rotation du capital / 6 mois : 7,8 %
 Flottant : 27,88 %
 Code ISIN : FR 0000064297

Evolution du cours et des volumes sur 2 ans



A noter !

Valeur d'entreprise	21,4 M€
VE/CA 05	0,15
VE/REX 05	5,9
PER 05	11,7
VE/CA 06	0,14
VE/REX 06	5,5
PER 06	10,9

OVERVIEW

Actionnariat

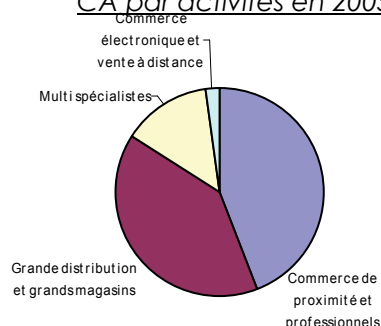
Denis Thébaud	67,2 %
AAZ Finances	4,2 %
Autocontrôle	1,1 %
Flottant	27,5 %

Forces	Faiblesses
<ul style="list-style-type: none"> • Une gestion opérationnelle efficace (maîtrise des charges d'exploitation, gestion rigoureuse des stocks). • Une situation bilancielle saine. 	<ul style="list-style-type: none"> • Un modèle difficilement dupliquable. • Des moyens d'action limités sur le marché, Innelec subissant la politique commerciale des éditeurs de jeux et des constructeurs de consoles.
Opportunités	Menaces
<ul style="list-style-type: none"> • La sortie de nouvelles consoles fin 2005 et au printemps 2006. • Le marché des jeux d'occasion. 	<ul style="list-style-type: none"> • Le développement du piratage. • Des retards éventuels dans la sortie de nouvelles consoles.

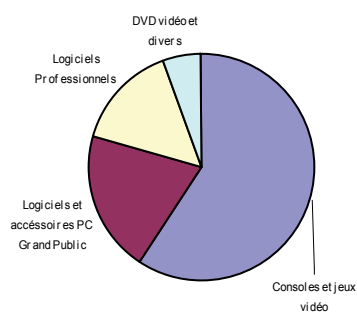
ACTIVITE

Répartition du chiffre d'affaires

CA par activités en 2005



CA par univers en 2005



Innelec est un distributeur global du multimédia à la fois destiné aux professionnels et au grand public servant d'intermédiaire entre les éditeurs de ces produits et le distributeur final. Son métier lui permet de ne pas avoir à supporter les lourds investissements auxquels sont confrontés les éditeurs de logiciels et de jeux. La distribution des produits s'articule autour de 4 circuits :

- Le commerce de proximité et les revendeurs traditionnels (44,1 % du chiffre d'affaires)
- La grande distribution et grands magasins (39,7 %)
- Les multispécialistes (14,0 %)
- La vente à distance via les sites généralistes tel que Amazon (2,2 %)

Innelec a structuré son offre autour de 4 univers :

- Univers des consoles de jeux et jeux vidéos (59,2 %)
- Univers PC Grand Public : vente de logiciels et accessoires (20,3 %)
- Univers professionnel : vente de logiciels professionnels (14,9 %)
- Univers du DVD Vidéo et divers : vente de DVD (5,6 %)

Face à la baisse en valeurs et en volume du segment de marché des consoles de jeux, le groupe s'est efforcé de se diversifier et de renforcer sa position dans ses activités voisines. La sortie de nouvelles consoles et la diversification des produits devraient permettre de pallier le fort taux d'équipement des ménages.

D'autre part, Innelec détient une participation de 10 % sur une filiale Internet qui gère la base de données de Dun & Bradstreet en France et a remporté le marché des outils de publication pour la fabrication des dictionnaires Oxford.

Le groupe dispose à présent de près de 14 600 références et possède un réseau de 78 magasins en France, répartis entre magasins détenus en propre et magasins franchisés sous enseigne Virtua, Ultima et Difintel.

FAITS MARQUANTS

Le marché des loisirs interactifs a dépassé celui du cinéma en 2004 selon le SELL et devrait dépasser celui de la musique en 2005.

En 2005 après plusieurs mois d'expérimentation, le test de livraison de DVD vidéo par le distributeur-grossiste de produits multimédia auprès de 50 kiosques et maisons de la presse, a été arrêté. " La solution envisagée n'était pas viable ", a commenté Denis Thébaud, PDG-fondateur d'Innelec.

L'objectif du manager était d'offrir aux kiosques et maisons de la presse, un marché de 30 000 points de ventes en France, une alternative aux NMPP (Nouvelles Messageries de la Presse Parisienne) dont le catalogue de DVD vidéo fourni à sa clientèle s'avère relativement restreint.

Le second semestre 2005 est marqué par le lancement de la PSP (Sony) en septembre et de la Game Boy Micro en novembre (22 000 consoles DS vendues en France par semaine), mais surtout de la Xbox 360 qui bénéficie d'un effort marketing sans précédent. Cette console est vendue à perte: selon les analyses d'iSupply, 399 \$ facturés pour un coût estimé de 470 \$ et commercialisé en flux tendu. 50 000 exemplaires sont prévus pour le 2 décembre (le réapprovisionnement se faisant par boeing 747 et cargo spécialement affrétés!).

Calendrier

Décembre 2005

Résultats IS

PERSPECTIVES STRATEGIQUES

Le groupe compte bénéficier de la forte croissance du marché des jeux vidéo et ce en particulier grâce à la sortie de nouvelles consoles au 2S 2005 (Gameboy Micro, PSP, Xbox 360) et celles attendues au printemps 2006 (la Playstation 3 de Sony et la Revolution de Nintendo). Le management n'a pas fixé d'objectifs chiffrés pour 2005/06 mais prévoit de dépasser les 3,8 M de pièces vendues au cours de l'exercice précédent.

Innelec développe sa stratégie autour de trois axes majeurs:

Une offre diversifiée et sans distinction avec des clients représentant l'ensemble des éditeurs du secteur sur de multiples canaux de distribution.

Une distribution spécialisée et des outils de management performants. La société bénéficie d'une plate-forme unique Savoye Logarithme, lui permettant une logistique et une politique de réassort particulièrement dynamique.

Une distribution globale de l'ensemble des produits numériques tout en envisageant également de développer les ventes de produits annexes (figurines, livres, mangas).

Le groupe confirme la pertinence d'un commerce de quartier pour les jeux vidéo qui bénéficie 1/ de la concentration des enseignes opérées depuis 2001 2/du développement du commerce d'occasion 3/ du facteur de commodité lié à la proximité.

La vente de DVD vidéo est par ailleurs un relais de croissance bénéficiant des performances des nouvelles consoles de Sony et Microsoft. En outre les choix stratégiques des constructeurs permettent 1/ l'émergence de nouveaux support UMD-Audio/Video et la vente éventuelle de musique 2/ l'accessoirisation forte des consoles qui n'a pas été jusqu'alors assez mise en avant.

Enfin le distributeur devrait bénéficier d'une forte concentration du secteur. En effet la concurrence est atomisée et les acteurs sont majoritairement régionaux (WT&T, DEG, DCG, SDO).

PERSPECTIVES FINANCIERES

Le CA au premier semestre 2005/06 a montré un certain ralentissement avec une activité en retrait de 2,2 % à 44,9 M€ (vs 45,9 M€ en 2004). Malgré la sortie de la PSP le groupe souffre de la morosité du marché. En Europe et aux USA chez l'ensemble des concurrents, les consommateurs montrent un certain attentisme avant la sortie des nouvelles consoles au second semestre de l'exercice.

Le groupe réalisant habituellement 30 % de son CA au 1S pour 50 % des charges devrait profiter d'un 2S encore plus significatif en 2005. Cette forte performance devrait résulter de la combinaison 1/ de la sortie de la Xbox 360, Microsoft compte vendre entre 2,75 et 3 millions de consoles de jeux dans les 90 jours suivant sa sortie mondiale, soit en pleine saison de Noël 2/ de la ventes des consoles portables de Sony en septembre (PSP) et Nintendo (DS et Micro) 3/ de la sortie attendue de jeux à gros budget tels King Kong, Pro Evolution Soccer 5 4/de la forte saisonnalité liée aux fêtes de Noël.

Fort de ces arguments, le management reste confiant sur la croissance de l'activité ce qui nous permet d'anticiper un CA proche de 137,6 M€ sur l'ensemble de l'année. D'autre part, Innelec confirme pour 2005/06 une amélioration raisonnable de la marge opérationnelle. Celle-ci devrait pour l'ensemble de l'exercice être supérieure à son niveau de 2004 soit 2,6 % et 3,6 M€.

Le groupe présente une situation bilancielle saine, Innelec est en position de trésorerie nette de 8,0 M€ au 31 mars 2005. Dans les métiers de la distribution les diverses expériences à l'international (Innelec en Belgique et Bigben au UK) ont pu démontrer que les spécificités des marchés nationaux sont assez difficilement transposables, les relations entre fournisseurs et clients étant très différentes. En ce sens il nous paraît peu envisageable que le groupe s'engage dans des projets de croissance externe internationaux.

ELEMENTS DE VALORISATION

Méthode par l'actualisation des flux

La méthode de valorisation repose sur une croissance assez forte pour les exercices 2005 et 2006 bénéficiant de sorties de nouveaux produits (+7,5 % et +6,0 %). Nous anticipons pour les exercices suivant une croissance raisonnable de 5 %. La marge d'exploitation devrait croître lentement et s'établir selon nos attentes à 2,70 % à partir de 2007 en bénéficiant de la croissance de l'activité et d'une structure de coût en partie fixe (entrepôt, plateforme). L'activité nécessite relativement peu d'investissements récurrents. Les hypothèses retenues dans le calcul du taux d'actualisation sont indiquées ci-dessous.

Taux sans risque (OAT 10 ans)	3,40%								
Prime de risque (source : JCF Group-La Vie Financière)	6,58%								
Prime de risque ajustée	8,88%								
Bêta sans dette	1,00								
Bêta endetté	1,00								
Coût des capitaux propres	12,28%								
Coût de la dette après impôt	0,00%								
Coût moyen pondéré du capital	12,28%								
Taux de croissance à l'infini	2,00%								
				Taux de croissance à l'infini					
					1,0%	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%
			C	11,3%	23,72	24,39	25,13	25,96	26,89
			M	11,8%	22,88	23,48	24,14	24,87	25,69
			P	12,3%	22,12	22,66	23,25	23,90	24,62
			C	12,8%	21,42	21,91	22,44	23,02	23,66
				13,3%	20,78	21,22	21,70	22,22	22,80

Source: Euroland Finance

Notre valorisation par DCF s'établit à 23,25 € par action.

Méthode par les comparables

Notre choix de comparable (BigBen, Avenir Telecom, Ebizcuss) repose sur la volonté de réunir des acteurs du secteur de la distribution de produits multimédia dont les spécificités leur confèrent le statut d'acteurs reconnus en bénéficiant d'un rayonnement national. Peu d'acteurs parfaitement comparables sont cotés ce qui limite fortement la pertinence de cette méthode d'analyse. Nous avons ainsi été amenés à retenir des sociétés présentant des modèles de commercialisation assez similaires, avec des magasins en propre et des perspectives d'activité et de rentabilité proches de celles d'Innelec.

	VE/CA 05	VE/CA 06	VE/CA 07	VE/REX 05	VE/REX 06	VE/REX 07	PER 05	PER 06	PER 07
Bigben Interactive	0,39	0,37	0,35	ns	57,90	19,30	ns	ns	11,50
Avenir Telecom	0,40	0,05	0,05	ns	10,77	8,35	20,60	15,60	12,00
Ebizcuss	0,21	0,18	0,17	ns	10,19	6,79	ns	12,50	8,02
Moyenne comparables	0,33	0,20	0,19	14,60	26,28	11,48	20,60	14,05	10,51
Innelec	0,15	0,14	0,14	5,77	5,39	5,09	11,55	10,79	10,19

Notre valorisation par les comparables ressort à 25,48 € après application d'une décote de taille et d'activité de 25%.

CONCLUSION

Considérant l'ensemble de ces éléments, notre valorisation issue d'une moyenne (non équipondérée) entre notre modèle DCF et les comparables, fait apparaître une fair value de 23,30 €. Innelec présente une décote significative par rapport à ses comparables et dispose des moyens lui permettant d'explorer de nouveaux relais de croissance.

Nous pouvons noter qu'outre les bonnes perspectives attendues, Innelec présente un fort intérêt en tant que valeur de rendement. Le groupe distribue en effet une part très importante de son résultat (80,9% en 2004).

COMPTES HISTORIQUES & PREVISIONNELS

En K€	2003/04	2004/05	2005/06e	2006/07p	2007/08p
Chiffre d'affaires	118 338	127 989	137 588	145 843	153 136
Résultat d'exploitation	2 834	3 075	3 655	3 911	4 137
Résultat financier	- 737	645	127	138	148
Résultat exceptionnel	205	- 783	0	0	0
RNPG av. goodwill et exceptionnel	1 268	2 698	2 522	2 700	2 857
Résultat net part du groupe	1 368	1 637	2 522	2 700	2 857
Actif immobilisé	5 991	5 742	5 721	5 702	5 736
<i>dont goodwill</i>	707	411	411	411	411
Actif circulant	36 243	37 715	40 765	43 552	45 729
Trésorerie	8 077	9 074	9 835	10 172	10 801
Total bilan	50 311	52 531	56 321	59 426	62 266
Capitaux propres	13 235	13 805	15 027	15 725	16 439
Emprunts et dettes financières	1 486	1 027	1 027	1 027	1 027
Dettes d'exploitation	35 414	37 555	40 122	42 530	44 656
Capacité d'autofinancement	1 985	2 679	3 093	3 268	3 423
Variation du BFR	935	2 990	482	380	51
Investissements opérationnels	- 186	547	550	550	600
Free Cash Flows opérationnels	1 236	- 858	2 060	2 338	2 772
Marge d'exploitation	2,4%	2,4%	2,7%	2,7%	2,7%
Marge nette avant goodwill	1,2%	1,5%	1,8%	1,9%	1,9%
Rentabilité des fonds propres	10,3%	11,9%	16,8%	17,2%	17,4%
Taux de rotation des actifs	17,8 x	22,2 x	22,1 x	22,2 x	23,0 x
Gearing net	-49,8%	-58,3%	-58,6%	-58,2%	-59,5%
Effectif	158	187	190	200	205
Charges de personnel / CA	5,1%	5,2%	5,2%	5,2%	5,2%
BNPA av. goodwill et excep. (en €)	0,82	1,74	1,62	1,74	1,84
BNPA (en €)	0,88	1,05	1,62	1,74	1,84

Source : Euroland Finance

++
L'activité est portée par la sortie de nouvelles consoles

++
Trésorerie abondante

+
Marge d'exploitation en légère amélioration

++
Distribution de dividende historiquement très importante

INFORMATIONS PRATIQUES

Adresse

Innelec Multimédia
Centre d'Activités de l'Ourcq
45, Rue Delizy
93692 Pantin
Tél : 01 48 10 55 55
Fax : 01 48 91 29 12
Site web : www.innelecmultimedia.com

EuroLand Finance



CONTACT ANALYSE :

Olivier THIBERT : 01 44 70 20 70
Sonia FASOLO : 01 44 70 20 87

CONTACTS INVESTISSEURS:

Simon QUIRET : 01 44 70 20 91
Guillaume ANSELIN : 01 44 70 20 77

CONTACTS EMETTEURS:

Cyril TEMIN : 01 44 70 20 80

DETECTION POTENTIELLE DE CONFLITS D'INTERETS

Corporate Finance	Intérêt personnel de l'analyste	Détention d'actifs de l'émetteur	Communication préalable à l'émetteur	Contrats de liquidité
Non	Non	Non	Non	Non

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 Finance s'est forgée sur le fondement d'information provenant de sources présumées fiables par EuroLand Finance, 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 Finance 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 Finance à la date à laquelle elle est publiée, et peuvent faire l'objet de modifications par la suite sans préavis, ni notification.

EuroLand Finance 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 Finance 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 Finance, 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 Finance. Ce document ne peut être distribué au Royaume-Uni qu'aux seules personnes autorisées ou exemptées au sens du UK Financial Services Act 186 ou aux personnes du type décrit à l'article 11(3) du Financial Services Act. La transmission, l'envoi ou la distribution de ce document sont interdits aux Etats-Unis ou à un quelconque ressortissant des Etats-Unis d'Amérique (au sens de la règle « S » du U.S. Securities Act de 1993).