



Distribution Multimédia

Innelec Multimédia

Jump In

Mardi 20 décembre 2005

Actualité

Analyste :

Olivier Thibert

Tél : 01.44.70.20.70

othibert@euroland-finance.com

Données boursières

Capitalisation : 30,8 M€

Nombre de titres : 1 552 200 titres

Volume moyen / 6 mois : 837 titres

Extrêmes / 12 mois : 14,25 € / 20,65

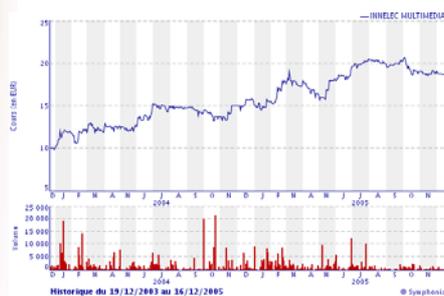
Rotation du capital / 6 mois : 7,0 %

Flottant : 27,1 %

Code ISIN : FR 0000064297

Actionnariat

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



Innelec Multimédia a publié les résultats du 1S de son exercice 2005/2006. Le CA est en retrait de 3,0 % à 42,02 M€ (en IFRS) comparé à 43,31 M€ en 2004. La perte opérationnelle marquée par la forte saisonnalité s'élève à 0,64 M€ comparée à 0,11M€ au cours de l'exercice précédent. Enfin le RNpdg ressort à -0,38 M€ bénéficiant d'un crédit d'impôt de 0,18 M€.

Commentaires

Ces résultats en baisse sont à relativiser compte tenu de la structure de coût et du modèle économique. En effet 1/3 de l'activité est habituellement réalisée au 1S qui supporte 50 % des coûts de structure de l'année. Le management nous a par ailleurs précisé que la saisonnalité sera nettement plus marquée cette année.

Le semestre a en effet été pénalisé par 1/ l'attentisme des consommateurs, ceux-ci préférant repousser leurs achats de consoles et bénéficier ainsi de la sortie des nouvelles générations (XBox 360, Nintendo Revolution et PS3) 2/ le manque de Blockbusters (King Kong, PES 5, Age of Empire 3, sortis en fin d'année calendaire).

L'activité d'Innelec est globalement en ligne avec le marché (Source GFK) avec cependant une dynamique plus forte sur le semestre pour les ventes de consoles (+39,4 % vs +26,0 %) mais nettement plus faible en terme de CD Rom professionnels (+12,7 % vs +12,0 %) en raison d'un décalage dans la sortie du nouveau Norton.

Le groupe devrait bénéficier au 2S du renouvellement lié aux consoles de nouvelles générations et au développement des produits de mobilité (PSP et Nintendo DS). En 2006, ces produits devraient représenter, selon IDG, 16,0 % du parc installé vs 9,0% en 2005. Notons par ailleurs que les problèmes volontaires ou non, de livraison de Microsoft pour sa nouvelle console (se traduisant par une demande 10 fois supérieure à l'offre et la vente de 80 000 exemplaires pour 2005) pourront réduire une partie des revenus attendus par Innelec.

	2003	2004	2004 IFRS	2005e	2006p
CA (K€)	118 338	127 989	119 440	131 241	139 115
REX (K€)	2 834	3 075	2 700	3 309	3 579
RNPG (K€)	1 368	1 637	1 740	2 173	2 240
Var CA (%)	0,7%	8,2%		9,9%	6,0%
Marge opérationnelle (%)	2,4%	2,4%	2,3%	2,5%	2,6%
Marge nette av. GW et except. (%)	1,1%	2,1%	2,3%	1,7%	1,6%
Gearing net (%)	-49,8%	-58,3%	-18,9%	-14,0%	-12,2%
VE / CA	0,19	1,03	1,16	0,17	0,16
VE / REX	8,0	42,7	51,5	6,9	6,4
PER av. GW et except.	24,3	8,4	48,6	14,2	13,8

Source : Euroland Finance



Fort de ces éléments nous anticipons la part de l'activité réalisée au 1S à 33,0 % de celle réalisée sur l'intégralité de l'exercice vs 35,0 % en 2004. Ceci **nous amène à considérer un CA sur l'ensemble de l'année de 131,2 M€**, soit une progression attendue de 9,9 %. Pour rappel en normes Françaises nous envisageons une croissance de 7,5 % à 137,6 M€.

Le résultat d'exploitation est attendu en forte progression sans que celui-ci n'ait été quantifié par le management. Toutefois nous pouvons raisonnablement envisager un ROP de 3,3 M€ (vs 2,7 M€ en 2004) soit une MOP de 2,5 %.

Le groupe conserve **une structure bilancielle saine** avec un gearing en baisse de 2,6 points à 7,24 % vs 9,8 % précédemment. Notons que le BFR se dégrade au 30 septembre comparé à 2004. Cela s'explique par 1/ des stocks représentant 55j de CA comparé à 48j à la même période au cours de l'exercice précédent, traduisant le stock important des nouvelles consoles (PSP et Nintendo DS) 2/ un délais de règlement fournisseur ponctuellement écourté de 13j (à 76j vs 89 en 2004).

Le management a par ailleurs souligné les fortes mutations du secteur et **les relais de croissance importants**: 1/ une part de plus en plus forte des loisirs interactifs (1,5 Md € en 2004 vs 10,3 Md pour l'ensemble des loisirs, selon GFK) 2/ les politiques marketing liées à la sortie de produits combinés (Jeux vidéo+film), le jeux vidéo intervenant dans le financement global du produit 3/ la dématérialisation des supports et de leur commercialisation.

Le marché de la dématérialisation, 400 M\$ selon IDG, est fortement porté par le développement des jeux comme World of Warcraft (VU, 4 M d'abonnés) et les spécialistes de la logistique et du transport des contenus dématérialisés (Boonty, TryMedia et Exent). Dans ce contexte Innelec pourrait surprendre et il nous paraît judicieux de considérer l'éventualité d'un rapprochement synergétique avec un de ces acteurs (Metaboli par exemple avec 3M€ de CA). Le management ne s'est pas prononcé sur cette hypothèse tout en précisant vouloir s'engager par étape dans la distribution Online.

Recommandations

Contrairement à son concurrent français BigBen qui subit actuellement une forte restructuration avec un semestre en recul de 41,1 %, Innelec bénéficie aujourd'hui de la prudence avec laquelle a été menée son développement et de son positionnement de distributeur pur.

L'ensemble de ces données nous amène à conserver notre opinion positive sur la valeur et maintenir notre fair value à 23,30€. Le management, avec 68,1 % du capital, a par ailleurs confirmé sa volonté de poursuivre une politique de versement de dividende importante (80 % en 2004). Le titre doit être envisagée comme **une valeur de rendement (4,20%)** combinée pouvant bénéficier d'un partenariat judicieux et créateur de valeur dans la dématérialisation de contenu.

	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	0,57	0,43	0,36	ns	57,0	19,0	ns	ns	11,5
Avenir Telecom	0,40	0,05	0,05	ns	10,8	8,3	20,9	14,5	12,2
Ebizcuss	0,20	0,17	0,16	ns	9,8	6,5	ns	12,5	7,7
Moyenne comparables	0,39	0,22	0,19	ns	25,9	11,3	20,9	13,5	10,5
Innelec	0,17	0,16	0,16	6,9	6,4	6,0	14,2	13,8	12,9



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).