



## Distribution Multimédia

## Innelec Multimédia

## Une croissance zen

Lundi 03 juillet 2006

Actualité

## Analyste :

Nicolas du Rivau  
Tél : 01.44.70.20.70  
ndurivau@euroland-finance.com

## Données boursières

Capitalisation : 31,8 M€  
Nombre de titres : 1 559 720 titres  
Volume moyen / 6 mois : 1 196 titres  
Extrêmes / 12 mois : 18,45 € / 22,00€  
Rotation du capital / 6 mois : 9,9 %  
Flottant : 27,5 %  
Code Reuters: INN.PA  
Code Bloomberg: INN FP  
Code ISIN : FR 0000064297

## Actionnariat

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

Innelec Multimédia, acteur incontournable de la distribution des jeux vidéo en France avec 225 éditeurs référencés (soit 95 % des éditeurs), 3 200 clients actifs et 93 enseignes, a publié des résultats annuels en ligne avec ses objectifs.

Le groupe a rappelé son chiffre d'affaires annuel de 123,7 M€ en croissance 3,6 % par rapport à l'exercice précédent. Ce chiffre est en dessous de nos attentes (131,2 M€), cependant le résultat opérationnel et le résultat net constituent deux bonnes surprises. Le résultat opérationnel croît de 32,5 % à 3,6 M€ sur l'année 2005/2006, vs 3,3 M€ attendus. La marge opérationnelle s'améliore ainsi de 60 points de base à 2,9 %. Le résultat net s'établit à 2,4 M€ vs 2,1 M€ attendus.

Innelec Multimédia a en outre annoncé ses objectifs 2006/07 : poursuivre la croissance de son CA et améliorer sa rentabilité tout en maintenant une politique de forte distribution de dividendes.

## Commentaires

• **Résultats Annuels:** Rappelons que compte tenu de la saisonnalité de l'activité, le groupe réalise environ 1/3 de ses ventes sur le premier semestre pour la moitié des charges annuelles, ce qui implique que le résultat opérationnel est principalement enregistré sur le second semestre (4,25 M€).

La marge opérationnelle annuelle s'est élevée à 2,9 % vs 2,3 % sur l'exercice précédent. L'augmentation de marge opérationnelle se justifie par 1/ le résultat de meilleures négociations des contrats de distribution; 2/ des gains de productivité et 3/ une meilleure gestion des stocks.

Le groupe s'est lancé dans les services innovants afin d'améliorer son mix produit. Innelec Multimédia a mis en place gratuitement chez ses revendeurs des logiciels de gestion des stocks, collections et commandes. Les E-commando (personnes intervenant en magasin) ont ainsi fortement amélioré leur productivité et la gestion de la relation clients. Par conséquent, les processus de commandes et



|  | CA (K€) | 2004    | 2004 IFRS | 2005    | 2006p   | 2007p   |
|--|---------|---------|-----------|---------|---------|---------|
| <b>CA (K€)</b>                           |         | 127 989 | 119 444   | 123 744 | 129 931 | 136 428 |
| <b>ROP (K€)</b>                          |         | 3 075   | 2 721     | 3 612   | 3 992   | 4 294   |
| <b>RNPG (K€)</b>                         |         | 1 637   | 1 742     | 2 372   | 2 640   | 2 855   |
| <b>Var CA (%)</b>                        |         | 8,2%    |           | 3,6%    | 5,0%    | 5,0%    |
| <b>Marge opérationnelle (%)</b>          |         | 2,4%    | 2,3%      | 2,9%    | 3,1%    | 3,1%    |
| <b>Marge nette av. GW et except. (%)</b> |         | 2,1%    | 1,5%      | 1,9%    | 2,0%    | 2,1%    |
| <b>Gearing net (%)</b>                   |         | -58,3%  | -19,0%    | -12,1%  | -19,6%  | -23,3%  |
| <b>VE / CA</b>                           |         | 0,24    | 0,25      | 0,24    | 0,23    | 0,22    |
| <b>VE / ROP</b>                          |         | 9,8     | 11,1      | 8,4     | 7,6     | 7,0     |
| <b>PER</b>                               |         | 18,5    | 17,4      | 12,8    | 11,5    | 10,6    |

Source : Euroland Finance.

d'approvisionnement se sont raccourcis. De plus, les produits invendus ont fait l'objet d'offres promotionnelles (0,6 M€ CA), alors qu'ils étaient en grande partie détruits les années précédentes. Ainsi, les dotations aux amortissements et provisions nettes se sont établies à 0,4 M€ vs 1,1 M€ 2004/05.

Le maintien d'un résultat financier quasi nul permet au groupe de profiter pleinement de l'amélioration de sa marge opérationnelle. Le résultat net progresse de 36,1 % à 2,4 M€. Le groupe peut ainsi maintenir sa politique de distribution forte de dividendes et proposer 1 € par action, soit un rendement supérieur à 5 %.

• **Perspectives 2006/07** : Le groupe continue d'élargir sa gamme de produits et a ainsi mis en place quatre plate-formes (site Internet) de téléchargement de jeux sur téléphones mobiles et lancé la commercialisation de cartes prépayées. A cela, s'ajoute une consolidation de la force de vente initiée fin 2005. La stratégie du groupe devrait être soutenue par un marché dynamique en fin d'année 2006. Le chiffre d'affaires devrait en effet bénéficier du lancement de nouvelles consoles :

-Depuis le 23 juin 2006 : Nintendo DS Lite

-Novembre 2006 : Sony Playstation 3  
110 000 consoles devraient être distribuées en France en 2006 et 800 000 en 2007. Le prix unitaire devrait avoisiner 490 €.

-Fin 2006 : Nintendo Wii  
300 000 consoles sont attendues en France en 2006 et 400 000 en 2007. Le prix unitaire prévu est d'environ 220 €.

L'IDG confirme ces perspectives de marché en anticipant une croissance de 15 % en 2006 et 2007 du marché des jeux vidéo et consoles en France. Dans ce contexte de marché porteur et en prenant compte de la stratégie du groupe, nous envisageons une croissance du CA annuel d'Innelec Multimédia de 5 % à 130 M€ (normes IFRS) contre 6 % précédemment anticipée. Par contre compte tenu de la forte croissance de la marge opérationnelle, nous avons modifié en hausse notre anticipation de résultat opérationnel à 4,0 M€ (+ 11 %) vs 3,6 M€.

## Recommandations

La stratégie entreprise par le groupe et des perspectives de marché encourageantes nous amènent à revoir en hausse nos estimations sur les exercices 2006/2007. Nous conservons ainsi notre opinion positive sur la valeur et relevons notre fair value à 24,60 € (vs 23,30 €).

**A suivre**: Chiffre d'affaires du 1er trimestre 2006/07, le 14 août 2006.

## COMPTES HISTORIQUES &amp; PREVISIONNELS

| En K€                                | IFRS           |                |                |                |                |
|--------------------------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
|                                      | 2004/05        | 2004/05        | 2005/06        | 2006/07p       | 2007/08p       |
| <b>Chiffre d'affaires</b>            | <b>127 989</b> | <b>119 444</b> | <b>123 744</b> | <b>129 931</b> | <b>136 428</b> |
| Résultat opérationnel                | 3 075          | 2 721          | 3 612          | 3 992          | 4 294          |
| Résultat financier                   | 645            | 100            | - 30           | - 32           | - 11           |
| <b>Résultat net part du groupe</b>   | <b>1 637</b>   | <b>1 742</b>   | <b>2 372</b>   | <b>2 640</b>   | <b>2 855</b>   |
| Actif immobilisé                     | 5 742          | 6 157          | 6 339          | 6 301          | 6 267          |
| <i>dont goodwill</i>                 | 411            | 435            | 411            | 411            | 411            |
| Actif circulant                      | 37 715         | 42 012         | 39 997         | 43 849         | 46 041         |
| Trésorerie                           | 9 074          | 8 935          | 3 706          | 4 986          | 5 815          |
| <b>Total bilan</b>                   | <b>52 531</b>  | <b>57 104</b>  | <b>49 744</b>  | <b>55 136</b>  | <b>58 124</b>  |
| Capitaux propres                     | 13 805         | 13 126         | 14 226         | 15 305         | 16 423         |
| Emprunts et dettes financières       | 1 027          | 6 442          | 1 983          | 1 983          | 1 983          |
| Dettes d'exploitation                | 37 555         | 37 396         | 33 391         | 37 703         | 39 573         |
| Capacité d'autofinancement           | 2 679          | 2 679          | 2 960          | 3 228          | 3 439          |
| Variation du BFR                     | 2 990          | 2 990          | 1 990          | - 460          | 322            |
| Investissements opérationnels        | 547            | 547            | 867            | 550            | 550            |
| <b>Free Cash Flows opérationnels</b> | <b>- 858</b>   | <b>- 858</b>   | <b>103</b>     | <b>3 139</b>   | <b>2 567</b>   |
| Marge d'exploitation                 | 2,4%           | 2,3%           | 2,9%           | 3,1%           | 3,1%           |
| Marge nette avant goodwill           | 1,5%           | 1,5%           | 1,9%           | 2,0%           | 2,1%           |
| <b>Rentabilité des fonds propres</b> | <b>11,9%</b>   | <b>13,3%</b>   | <b>16,7%</b>   | <b>17,2%</b>   | <b>17,4%</b>   |
| Taux de rotation des actifs          | 22,2 x         | 11,2 x         | 9,9 x          | 10,6 x         | 10,8 x         |
| Gearing net                          | -58,3%         | -19,0%         | -12,1%         | -19,6%         | -23,3%         |
| Effectif                             | 187            | 188            | 194            | 200            | 205            |
| Charges de personnel / CA            | 5,2%           | 5,6%           | 5,9%           | 5,9%           | 5,9%           |
| <b>BNPA (en €)</b>                   | <b>1,05</b>    | <b>2,05</b>    | <b>1,52</b>    | <b>1,69</b>    | <b>1,83</b>    |

Source : Euroland Finance.

-  
Une croissance (+ 5 %) du CA malgré le lancement de 3 nouvelles consoles en 2006

+  
Un résultat opérationnel en forte croissance + 32,5 %

+  
Des investissements afin d'améliorer le mix produit

+  
Une nouvelle amélioration attendue de la marge opérationnelle en 2006/07 qui profitera des services mis en place chez les revendeurs

## COMPARABLES

|                            | VE/CA 06    | VE/CA 07    | VE/CA 08    | VE/REX 06  | VE/REX 07  | VE/REX 08  | PER 06      | PER 07      | PER 08     |
|----------------------------|-------------|-------------|-------------|------------|------------|------------|-------------|-------------|------------|
| Modeabs                    | 0,86        | 0,67        | 0,58        | ns         | 9,3        | 7,8        | 19,5        | 13,3        | 9,1        |
| Avenir Telecom             | 0,33        | 0,19        | ns          | ns         | 9,0        | ns         | 17,1        | 13,1        | ns         |
| <b>Moyenne comparables</b> | <b>0,60</b> | <b>0,43</b> | <b>0,58</b> | <b>ns</b>  | <b>9,2</b> | <b>7,8</b> | <b>18,3</b> | <b>13,2</b> | <b>9,1</b> |
| <b>Innelec</b>             | <b>0,23</b> | <b>0,22</b> | <b>0,21</b> | <b>7,6</b> | <b>7,0</b> | <b>6,6</b> | <b>11,5</b> | <b>10,6</b> | <b>9,8</b> |

Sources : JCF, Euroland Finance.



**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).