



Distribution Multimédia

Résultats S1

Innelec Multimédia

La partie reprendra en début d'année 2007

jeudi 14 décembre 2006

Actualité

Analyste :

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

Données boursières

Capitalisation : 35,6 M€
Nombre de titres : 1 559 720 titres
Volume moyen / 6 mois : 894 titres
Extrêmes / 6 mois : 18,51 € / 24,00€
Rotation du capital / 6 mois : 7,4 %
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 ses résultats semestriels.

Le résultat opérationnel du groupe sur le premier semestre est stable par rapport au premier semestre 2005/06, il s'établit à -0,60 M€ (vs -0,64 M€ S1 2005/06).

Innelec rappelle également la progression de 4,2% de son activité sur le premier semestre à 43,8 M€.

Ces résultats sont en ligne avec nos anticipations, néanmoins les perspectives du troisième nous amènent à ajuster à la baisse nos attentes sur l'exercice en cours.

● Commentaires

● Résultats opérationnel :

Les résultats du premier semestre sont historiquement peu significatif sur l'ensemble de l'exercice. Compte tenu de la forte saisonnalité de l'activité des jeux vidéo liée aux fêtes de fin d'année, le groupe réalise généralement 1/3 de son activité au premier semestre et support 50% des charges de l'exercice, ce qui explique le résultat opérationnel quasi nul (-0,6 M€) sur la période. Ce résultat traduit la maîtrise des charges par le management, malgré un semestre mouvementé. En effet, sur la période, le groupe a doublé ses entrepôts (3 000 m²) sur le site de Pantin, ce qui lui donnera la capacité d'absorber 50% de croissance. Le rachat de Stratagame devenu Virtua a également engendré un surcoût de charge de personnel sur le semestre de 0,2 M€.

● Nouveaux accords de distribution :

Du point de vu du développement de l'activité, le premier semestre a été marqué par la signature de nouveaux accords de distribution avec 1/ Asmodee : cartes à jouer et figurines Pokémon et autres jeux de société, 2/ avec Sony Media Software : solutions de cré-

en K€	2004 IFRS	2005	2006p	2007p
CA (K€)	119 444	123 744	128 694	135 128
RO (K€)	2 721	3 612	3 819	4 246
RNPG (K€)	1 742	2 372	2 524	2 823
Var CA (%)		3,6%	4,0%	5,0%
Marge opérationnelle (%)	2,3%	2,9%	3,0%	3,1%
Marge nette av. GW et except. (%)	1,5%	1,9%	2,0%	2,1%
Gearing net (%)	-19,0%	-12,1%	-19,4%	-23,4%
VE / CA	0,28	0,27	0,26	0,25
VE / RO	12,5	9,4	8,9	8,0
PER	19,5	14,3	13,4	12,0

Source : Euroland Finance.



tion audio et vidéo (à terme le CA de ce segment pourrait atteindre 1 à 1,5 million d'euros), et 3/ avec CH Products : accessoires PC pour les simulateurs de vol (prix unitaire compris entre 150 et 200 euros).

• Actualité du premier semestre 2006/07 :

Le management a également fait le point sur l'état d'avancement de ses différents projets. Les solutions progiciels destinées aux revendeurs spécialisés d'Innelec équipent désormais 139 magasins, avec un objectif de plus de 200 magasins équipés à terme. Cette solution permet une meilleure gestion des stocks et approvisionnement, et un gain de temps pour les revendeurs. Par ailleurs, la phase 1 d'étude de marché des sites web de téléchargement de jeux est terminée. Innelec devrait donc se lancer d'ici quelques mois dans cette activité, soit par acquisition de sites déjà existants soit par développement interne. Enfin, Innelec rappelle qu'il continue la recherche de partenaires pour distribuer des CD Audio, ce qui ouvrirait les portes de la grande distribution alimentaire au groupe.

• Un T3 décevant...

Le management a annoncé que le troisième, historiquement le plus important de l'année en terme de chiffre d'affaires, serait décevant. En effet, le groupe fait face à une situation de pénurie de consoles et jeux Nintendo, notamment sur la DS et la Wii. Ainsi, couplé à un effet de base défavorable (à la même époque l'année dernière Innelec avait bénéficié des lancements de la PSP et de la Xbox 360), nous pensons que l'activité du groupe devrait être en léger recul au T3.

...mais un rebond attendu au T4 :

Néanmoins, l'activité du groupe devrait progresser au T4 (janvier-mars). L'intervention du directeur commercial de Microsoft France lors de la réunion SFAF, nous a convaincu de la détermination de Microsoft de commercialiser Vista et les autres produits du groupe via Innelec. Ainsi, nous pensons, que Innelec bénéficiera pleinement au T4 du lancement des nombreux nouveaux produits de Microsoft. Ainsi, la perspective d'un T3 décevant et d'un T4 soutenu nous amènent à ajuster notre anticipation de chiffre d'affaires annuel 2006/07 à 128,7 M€ (vs 129,9 M€ précédemment), ce qui en conséquence ramène notre anticipation de marge opérationnelle à 3,8 M€ (vs 4,0 M€ précédemment).

• Marché :

Comme chaque année le président d'Innelec invite des personnalités du secteur du jeux vidéo. Cette année étaient présent Monsieur Fornay président (directeur général de Sony Computer Entertainment France), Monsieur Bole (directeur général de Nintendo France) et Monsieur Gaunet (directeur commerciale Microsoft France). Leur interventions ont permis de faire le point sur leurs stratégies pour l'année 2007 :

Sony

Lancement de la console PS3 en mars 2007 en Europe à un prix compris entre 500 et 600 euros selon les versions. Cette console de salon est doré et déjà un succès au Japon et aux USA. Sony entend également continuer le développement de son activité autour de la PSP (plus 1 million de vente à un prix de 256 euros). Enfin, Mr Fornay estime que le marché du jeux vidéo est désormais plus important que celui de la musique avec un volume de 1,5 milliard d'euros en 2006).

Nintendo

La plate forme Nintendo DS est actuellement leader pour les ventes de jeux vidéos en France et devrait maintenir cette position au premier trimestre 2007. Ensuite, le relais croissance devrait être assuré par la console Wii, qui devrait élargir la population des joueurs.

Microsoft

Le catalogue de jeux de la Xbox s'agrandi avec 160 jeux présentés à Noël contre 30 l'année précédente. Ces nouveaux jeux sont destinés à agrandir le panel de joueurs Xbox (historiquement gamers). Microsoft lance également la commercialisation de nouveaux accessoires Xbox (volants, caméra, lecteur HD DVD...), mais aussi le très attendu Vista software et d'autres logiciels complémentaires (antivirus, Office 2007...). Ces nouveaux produits devraient avoir un effet positif significatif sur le chiffre d'affaires d'Innelec dès le premier trimestre 2007, qui devrait être multiplié par 2,5 à moyen terme. Aujourd'hui, Innelec est le quatrième revendeur des produits Microsoft en France.

Recommandations ●

En conclusion, Nintendo bien que sur un trend de forte croissance, faute de livraison suffisante, impactera négativement les ventes d'Innelec sur son troisième trimestre. Par contre, suite au lancement des nouveaux logiciels Microsoft, le chiffre d'affaires du groupe du quatrième trimestre devrait être en forte croissance. Ainsi nous pensons, que le Sales Warning sur le troisième trimestre de l'exercice en cours réduira le cash flow 2006/07, mais les perspectives de croissance des exercices futures restent intacte. En effet, Sony leader mondial du jeu vidéo et devrait conforter sa place avec le lancement de la PS3 en mars, et porter la croissance d'Innelec sur l'exercice 2007/08.

Ainsi, notre modèle DCF n'est que partiellement impacté par le Sales Warning du troisième trimestre. Par contre, notre valorisation par les comparables s'améliore du fait des bonnes performances boursières des comparables d'Innelec. Notre fair value, issue de notre modèle DCF et des comparables, reste ainsi inchangé à 24,60 € par action.

Au cours actuel nous pensons que la société Innelec Multimédia est correctement valorisé par le marché et changeons ainsi notre recommandation à Neutre vs Achat.

Néanmoins, compte tenu des bonnes perspectives de croissance du marché des jeux vidéo et du positionnement stratégique d'Innelec, nous maintenons notre opinion positive sur la valeur.

● A suivre

Publication du chiffre d'affaires du troisième trimestre au mois de février 2007.

COMPTES HISTORIQUES & PREVISIONNELS

En K€	IFRS				
	2004/05	2004/05	2005/06	2006/07p	2007/08p
Chiffre d'affaires	127 989	119 444	123 744	128 694	135 128
Résultat opérationnel	3 075	2 721	3 612	3 819	4 246
Résultat financier	645	100	- 30	- 33	- 12
Résultat net part du groupe	1 637	1 742	2 372	2 524	2 823
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	43 431	45 603
Trésorerie	9 074	8 935	3 706	4 928	5 805
Total bilan	52 531	57 104	49 744	54 661	57 675
Capitaux propres	13 805	13 126	14 226	15 189	16 352
Emprunts et dettes financières	1 027	6 442	1 983	1 983	1 983
Dettes d'exploitation	37 555	37 396	33 391	37 344	39 196
Capacité d'autofinancement	2 679	2 679	2 960	3 112	3 407
Variation du BFR	2 990	2 990	1 990	- 519	319
Investissements opérationnels	547	547	867	550	550
Free Cash Flows opérationnels	- 858	- 858	103	3 081	2 538
Marge d'exploitation	2,4%	2,3%	2,9%	3,0%	3,1%
Marge nette avant goodwill	1,5%	1,5%	1,9%	2,0%	2,1%
Rentabilité des fonds propres	11,9%	13,3%	16,7%	16,6%	17,3%
Taux de rotation des actifs	22,2 x	11,2 x	9,9 x	10,5 x	10,8 x
Gearing net	-58,3%	-19,0%	-12,1%	-19,4%	-23,4%
Effectif	187	188	194	200	205
Charges de personnel / CA	5,2%	5,6%	5,9%	6,0%	5,9%
BNPA (en €)	1,05	2,05	1,52	1,62	1,81

Source : Euroland Finance.

-
Une croissance (+ 4 %) du CA malgré le lancement de 2 nouvelles consoles en 2006

+
Un résultat opérationnel en forte croissance + 33%

+
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/EBIT 06	VE/EBIT 07	VE/EBIT 08	PER 06	PER 07	0,0
Modelabs	0,6	0,4	0,4	9,5	5,7	4,4	18,1	10,7	8,3
Avenir Telecom	0,3	0,2	0,1	10,8	9,3	ns	17,3	14,8	11,3
Moyenne comparables	0,5	0,3	0,3	10,1	7,5	4,4	17,7	12,8	9,8
Innelec	0,3	0,3	0,2	8,9	8,0	7,4	13,4	12,0	11,1

Sources : JCF, Euroland Finance.



SYSTEME DE RECOMMANDATION

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

- Achat :** Potentiel de hausse supérieur à 10% par rapport au marché assorti d'une qualité des fondamentaux.
Neutre : Potentiel de hausse ou de baisse de moins de 10% par rapport au marché.
Vendre : Potentiel de baisse supérieur à 10% et/ou risques élevés sur les fondamentaux industriels et financiers.

Notre système de recommandation présente désormais un de potentiel par rapport aux valeurs suivies et non plus une décote par rapport à la Fair Value calculée par nos analystes.

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	Oui

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).