



Distribution Multimédia

Innelec Multimédia

Résultats annuels

Mercredi 27 juin 2007

Analyste :

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

Données boursières

Capitalisation : 35,7 M€
Nombre de titres : 1 559 720 titres
Volume moyen / 6 mois : 1 761 titres
Extrêmes / 6 mois : 21,18 € / 26,80 €
Rotation du capital / 6 mois : 14,7%
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 %

Actualité

Innelec Multimédia a publié ses résultats annuels de l'exercice 2006/2007 (clôturé le 31 mars 2007). Sur la période, le résultat opérationnel recule à 2,4 M€ vs 3,6 M€ en 2005/06 et le résultat net part du groupe ressort à 1,6 M€.

Malgré un chiffre d'affaires annuel au-dessus de nos attentes à 134,0 M€ (vs 128,7 M€ anticipés), le ROC et le RNPG sont inférieurs à nos prévisions (respectivement 3,8 M€ et 2,5 M€). Nous révisons, en conséquence, à la baisse nos prévisions pour les prochains exercices et notre **target price à 24,00 €** vs 27,00 € précédemment.

Lors de la présentation de ses résultats, le groupe a également donné ses guidances pour l'exercice en cours :

- Croissance à 2 chiffres de l'activité.
- Un taux de rentabilité nette compris en 1,5% et 1,8% du CA.

Commentaires

• Une année 2006 dynamique

En 2006 le groupe a entrepris plusieurs projets qui bénéficieront au groupe sur l'exercice en cours :

1/ Extension des entrepôts

L'extension des entrepôts du site de Pantin permet au groupe d'accroître son volume de produits stockés et distribués et d'accélérer les flux d'approvisionnement de ses distributeurs.

2/ Création de la filiale Inno-wear

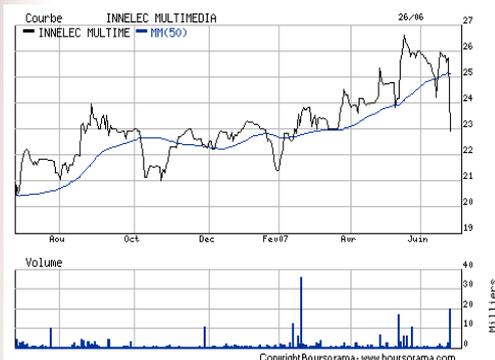
Inno-wear (détenue à 85% par Innelec Multimédia) est spécialisée dans l'acquisition et la gestion de licences de jeux vidéo pour les produits textiles (tee-shirt, sweat-shirt...). Cette filiale est basée en Suisse et compte 8 collaborateurs.

3/ élargissement des canaux de distribution

Le groupe a pour objectif de s'implanter dans 100 supermarchés sur

en K€	2004/05	2005/06	2006/07p	2007/08p
CA (K€)	119 444	123 744	134 030	150 114
ROC (K€)	2 721	3 612	2 398	3 296
RNPG (K€)	1 742	2 372	1 658	2 186
Var CA (%)	ns	3,6%	4,0%	12,0%
Marge opérationnelle (%)	2,3%	2,9%	1,8%	2,2%
Marge nette av. GW et exp (%)	1,5%	1,9%	1,2%	1,5%
Gearing net (%)	-19,0%	-12,1%	-27,4%	-27,2%
VE / CA	0,29	0,28	0,26	0,23
VE / ROC	12,6	9,5	14,3	10,4
PER	19,7	14,5	20,7	15,7

Source : Euroland Finance.





l'exercice en cours. Compte tenu des volumes de ventes importants au sein des supermarchés, ces derniers représentent un fort potentiel de croissance pour le groupe (5 000 supermarchés en France).

4/ Émission de BSA.

Le groupe a émis 1 559 720 Bons de Souscription Actions avec une parité de 11 BSA pour 2 actions. L'échéance des BSA est prévue le 25/07/2008 avec un prix d'exercice de 28 euros, soit une augmentation de capital potentiel de 7,9 M€.

• Chiffre d'affaires

Rétablissement du CA grâce à un très bon T4. Le groupe a bénéficié du lancement du nouveau système d'exploitation Vista de Microsoft. Dans ce contexte, le CA T4 a progressé de plus de 51% à 36,6 M€. Au total, le dernier trimestre compense la baisse d'activité au T3 et porte la croissance annuelle du chiffre d'affaires à 8,3%. En 2007/2008, l'activité du groupe devrait être portée par un marché dynamique (nouveaux jeux pour les consoles nouvelles générations : Wii, PS3 et Xbox 360), auquel s'ajoute l'effet positif des nouveaux canaux de distribution et de la commercialisation des produits inno-wear. Ainsi, nous attendons une accélération de la croissance du CA de 12% en 2007, soit un CA 2007 attendu à 150,1 M€.

• Marge opérationnelle

La dégradation de la marge opérationnelle, passant de 2,9% en 2005/06 à 1,8% en 2006/07, s'explique principalement par un mix produit défavorable. La vente de consoles (notamment DS Lite et PSP) est moins rentable que la commercialisation de jeux et/ou de software. La marge a été également impactée par l'agrandissement des entrepôts et la création de la filiale Inno-wear qui ont mobilisé des forces. En revanche, la marge opérationnelle 2007 devrait bénéficier du meilleur mix produits attendu (ventes de jeux pour les consoles nouvelle génération) et des ventes aux supermarchés. Néanmoins, le groupe envisage un impacte négatif de l'ordre de 200 K€ de sa filiale Inno-wear, qui devrait être rentable qu'en 2008. Nous attendons en conséquence qu'une légère amélioration de la marge opérationnelle 2007 à 2,2 %, soit un résultat opérationnel 2007 de 3,3 M€.

Recommandation ●

La révisions à la baisse de nos perspectives impacte notre valorisation, issue de nos modèles DCF et comparables boursiers, à **24,00 €** vs 27,00 € précédemment. Ainsi au cours actuel, le titre nous semble correctement valorisé et présente selon nous un potentiel de moins de 5% à court terme. Par conséquent, nous changeons notre opinion sur le titre d'achat à **neutre**.

COMPTES HISTORIQUES & PREVISIONNELS

En K€	2004/05	2005/06	2006/07p	2007/08p	2008/09p
Chiffre d'affaires	119 444	123 744	134 030	150 114	159 120
Résultat opérationnel	2 721	3 612	2 398	3 296	3 893
Résultat financier	100	- 30	120	- 17	6
Résultat net part du groupe	1 742	2 372	1 658	2 186	2 599
Actif immobilisé dont goodwill	6 157 435	6 339 411	6 589 411	6 572 411	6 508 411
Actif circulant	42 012	39 997	45 232	50 660	53 699
Trésorerie	8 935	3 706	7 838	7 770	8 126
Total bilan	57 104	49 744	59 659	65 002	68 334
Capitaux propres	13 126	14 226	17 443	18 538	19 700
Emprunts et dettes financières	6 442	1 983	3 063	2 723	2 383
Dettes d'exploitation	37 396	33 391	39 009	43 597	46 107
Capacité d'autofinancement	2 679	2 960	3 138	2 802	3 214
Variation du BFR	2 990	1 990	- 383	840	530
Investissements opérationnels	547	867	1 730	600	550
Free Cash Flows opérationnels	- 858	103	1 790	1 363	2 135
Marge d'exploitation	2,3%	2,9%	1,8%	2,2%	2,4%
Marge nette avant goodwill	1,5%	1,9%	1,2%	1,5%	1,6%
Rentabilité des fonds propres	13,3%	16,7%	9,5%	11,8%	13,2%
Taux de rotation des actifs	11,2 x	9,9 x	10,6 x	11,1 x	11,4 x
Gearing net	-19,0%	-12,1%	-27,4%	-27,2%	-29,2%
Effectif	188	194	200	205	206
Charges de personnel / CA	5,6%	5,9%	6,0%	6,1%	6,2%
BNPA (en €)	2,05	1,52	1,06	1,40	1,67

Source : EuroLand Finance.

+

Une accélération de la croissance (+ 12 %) du CA en 2007.

+

Un résultat opérationnel en forte croissance + 37%

+

Une nouvelle amélioration attendue de la marge opérationnelle en 2007/08 qui profitera d'un meilleur mix produits.

COMPARABLES

	VE/CA 07	VE/CA 08	VE/CA 09	VE/EBITDA 07	VE/EBITDA 08	VE/EBITDA 09	PER 07	PER 08	PER 09
Modelabs	0,7	0,6	0,6	6,0	7,1	11,8	10,0	12,0	19,9
Avenir Telecom	0,3	0,3	0,3	5,6	6,6	8,2	7,7	9,2	11,4
Spector	0,3	0,3	0,3	18,0	6,2	6,5	13,1	4,5	4,7
Moyenne comparables	0,4	0,3	0,3	8,1	5,7	7,3	8,9	7,6	10,1
Innelec	0,2	0,2	0,2	10,4	8,8	7,6	20,7	15,7	13,2

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

Société	Corporate Finance	Intérêt personnel de l'analyste	Détention d'actifs de l'émetteur	Communication préalable à l'émetteur	Contrats de liquidité	Contrat Eurovalue*
Innelec	oui	non	non	non	oui	oui

DISCLAIMER

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).

EuroLand Finance est une entreprise d'investissement agréée par le Comité des Etablissements de Crédit et des Entreprises d'Investissement (CECEI). En outre l'activité d'EuroLand Finance est soumise à la réglementation de l'Autorités des Marchés Financiers (AMF).