



Distribution Multimédia

Résultats annuels 2008/09

Innelec Multimédia

Contexte baissier attendu en 2009/10

Actualité ●

Date de 1ere diffusion :

Jeudi 25 juin 2009

Analyste :

Benjamin Le Guillou

Tél : 01.44.70.20.74

bleguillou@euroland-finance.com

Données boursières

Capitalisation : 18,8 M€

Nombre de titres : 1 559 720 titres

Volume moyen / 6 mois : 1 037 titres

Extrêmes / 6 mois : 11,45 € / 14,59 €

Rotation du capital / 6 mois : 8,6%

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 %

La société a publié ses résultats annuels 2008/09 (clôture à fin mars). Le ROP ressort à 5,06 M€, contre 3,9 M€ en 2007/08, soit une marge opérationnelle de 2,7 % (+ 0,4 pt). Le RN s'élève à 2,6 M€, contre 2,2 M€ un an plus tôt, en ligne avec notre prévision.

Suite à cette publication, nous ajustons à la baisse nos prévisions de résultats 2009/10 et notre objectif de cours à 15,50 €, contre 17,00 € précédemment. Nous maintenons cependant notre recommandation Achat.

● Commentaires

Le CA déjà publié ressort à 190,3 M€, en hausse de 12,06%. L'activité a été marquée par le dynamisme du marché hardware et une offre abondante de titres (28 000 références vendues, soit +7% vs 2007). Dans le même temps, le groupe a poursuivi le développement de son réseau de revendeurs qui atteint 163 magasins à ce jour (+31 sur un an). Avec une progression de 12,9 M€ pour un CA de 49,5 M€, le CA réalisé auprès des supermarchés a largement contribué à la croissance de l'activité. Cependant, le T4 a été impacté par un recul de 22,2% du CA global. L'activité a souffert du peu de sorties importantes sur la période, de la baisse de fréquentation liée au contexte économique et d'un faible réassort des linéaires en raison de stocks importants dans les magasins.

Le ROC ressort à 5,06 M€, supérieur à notre prévision (4,4 M€). La différence s'explique principalement par des charges de personnel plus faibles qu'anticipées (9,2 M€ contre 10,1 M€ attendues).

Le RN est cependant parfaitement en ligne à 2,6 M€. Si le coût de l'endettement financier est resté quasi stable (0,5 M€), le taux d'imposition est cependant supérieur à 2007/08, du fait d'un impôt différé comptabilisé en 2007/08 pour Innowear.

L'endettement net ressort à 4,84 M€, en hausse de 3,0 M€, mais reste maîtrisé, malgré la réduction des encours fournisseurs en application de la loi LME. Les capitaux propres s'élèvent à 16,0 M€.

Concernant Innowear, le groupe a décidé l'arrêt temporaire de l'activité après une perte de 1,0 M€ de la filiale en 2008/09 (vs -0,7 M€ en 2007/08). Une décision définitive doit être prise. En attendant, le bureau de Zurich a été fermé et les licences amorties à 100%.



	en K€			
	2007/08	2008/09e	2009/10p	2009/10p
CA (K€)	169 078	190 260	184 514	181 489
ROP (K€)	3 860	5 060	4 027	4 136
RNPG (K€)	2 195	2 570	2 204	2 313
Var CA (%)	26,1%	12,6%	-3,0%	-1,6%
Marge opérationnelle (%)	2,3%	2,7%	2,2%	2,3%
Marge nette (%)	1,3%	1,4%	1,2%	1,3%
Gearing net (%)	-36,1%	30,3%	21,9%	13,5%
VE / CA	0,14	0,12	0,13	0,13
VE / ROP	6,1	4,7	5,9	5,7
PER	8,6	7,3	8,5	8,1

Source : Euroland Finance.



Quid du versement de dividendes :

Le groupe réfléchit à la possibilité de conserver son cash pour réaliser une acquisition. Dans cette optique, la société pourrait proposer un dividende en action. Une décision sera prise le 23 septembre lors de l'AG.

Prévisions 2009/10 :

Le management n'a pas communiqué de perspectives sur 2009/10, rappelant juste que le contexte s'annonce baissier (IDG annonce une baisse de 6% en valeur du secteur dans son ensemble en 2009). L'environnement sera plus incertain du fait de sorties de jeux moins nombreuses au S1 et du lancement de blockbusters principalement sur la fin d'année.

Dans ce contexte, nous anticipons désormais une baisse de 3,0% de l'activité du groupe (contre -1,5% auparavant). Nous attendons un exercice marqué par une forte cyclicité (forte baisse de l'activité au S1 et possible reprise sur le S2).

La structure de frais d'Innelec devrait cependant permettre au groupe de conserver un niveau de marge opérationnelle supérieur à 2,0%. Nous attendons ainsi une marge opérationnelle de 2,2%, en prenant en compte les charges en moins provenant de l'arrêt d'Innowear.

Au final, nous attendons un RN de 2,2 M€ en 2009/10, correspondant à une révision à la baisse de nos BPA de 7,2% en 2009/10.

Recommandations

Suite à cette publication, nous ajustons à la baisse nos estimations 2009/10. Nous attendons désormais un ROP de 4,0 M€ et un RN de 2,2 M€ (contre respectivement 4,1 M€ et 2,4 M€ précédemment).

Notre objectif de cours (DCF + comparables boursiers) ressort ainsi désormais à 15,50 €, contre 17,00 € précédemment.

Etant donné le niveau de cours actuel, nous laissons cependant inchangée notre opinion Achat.

A suivre

CA T1 2009/10 le 14 août 2009



COMPTES HISTORIQUES & PREVISIONNELS

En K€	2006/07p	2007/08p	2008/09e	2009/10p	2010/11p
Chiffre d'affaires	134 028	169 078	190 260	184 514	181 489
Résultat opérationnel	2 438	3 860	5 060	4 027	4 136
Résultat financier	35	- 422	- 490	- 353	- 282
Résultat net part du groupe	1 650	2 195	2 570	2 204	2 313
Actif immobilisé	7 478	9 263	9 100	9 800	10 600
<i>dont goodwill</i>	435	435	435	435	435
Actif circulant	58 102	60 905	51 740	51 605	50 759
Trésorerie	7 012	11 678	3 600	2 968	2 744
Total bilan	72 592	81 846	64 440	64 373	64 103
Capitaux propres	14 366	15 028	15 999	18 167	20 039
Emprunts et dettes financières	10 610	6 247	8 440	6 940	5 440
Dettes d'exploitation	47 441	60 001	39 905	39 166	38 524
Capacité d'autofinancement	2 135	3 149	4 500	3 104	3 113
Variation du BFR	4 426	-9 759	9 370	604	- 204
Investissements opérationnels	1 722	2 600	1 680	1 600	1 600
Free Cash Flows opérationnels	-4 013	10 308	-6 550	900	1 717
Marge d'exploitation	1,8%	2,3%	2,7%	2,2%	2,3%
Marge nette avant goodwill	1,2%	1,2%	1,4%	1,2%	1,3%
Rentabilité des fonds propres	11,5%	14,6%	16,1%	12,1%	11,5%
Taux de rotation des actifs	7,5 x	17,6 x	9,1 x	8,3 x	8,0 x
Gearing net	25,0%	-36,1%	30,3%	21,9%	13,5%
Effectif	200	205	206	206	206
Charges de personnel / CA	6,0%	5,5%	4,9%	5,0%	5,0%
BNPA (en €)	1,06	1,41	1,65	1,41	1,48

Source : Euroland Finance

COMPARABLES

	VE/CA 09	VE/CA 10	VE/CA 11	VE/ROC 09	VE/ROC 10	VE/ROC 11	PER 09	PER 10	PER 11
Spector	0,3	0,2	nd	9,7	5,9	nd	13,9	5,5	nd
Bigben Interactive	0,6	0,6	0,5	3,4	3,1	2,9	4,7	4,3	nd
Guillemot Corporation	0,3	0,3	0,2	25,1	11,3	6,1	9,9	7,7	nd
Moyenne comparables	0,38	0,36	0,38	12,7	6,8	4,5	9,5	5,8	nd
Médiane comparables	0,28	0,26	0,38	9,7	5,9	4,5	9,9	5,5	nd
Innelec Multimédia	0,13	0,13	0,12	4,7	5,9	5,7	7,3	8,5	8,1

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 **20%** par rapport au marché assorti d'une qualité des fondamentaux.
 Neutre : Potentiel de hausse ou de baisse de moins de **20%** par rapport au marché.
 Vendre : Potentiel de baisse supérieur à **20%** et/ou risques élevés sur les fondamentaux industriels et financiers.

HISTORIQUE DES RECOMMANDATIONS SUR 12 MOIS.

- Achat** : depuis le 25/06/08.
Neutre : (-).
Vendre : (-).
Suspendue : (-).

Ce document peut évoquer des méthodes d'évaluation dont les définitions résumées sont les suivantes :

1/ Méthode des comparaisons boursières : les multiples de valorisation de la société évaluée sont comparés à ceux d'un échantillon de sociétés du même secteur d'activité, ou d'un profil financier similaire. La moyenne de l'échantillon établit une référence de valorisation, à laquelle l'analyste ajoute le cas échéant des décotes ou des primes résultant de sa perception des caractéristiques spécifiques de la société évaluée (statut juridique, perspectives de croissance, niveau de rentabilité...).

2/ Méthode de l'ANR : l'Actif Net Réévalué est une évaluation de la valeur de marché des actifs au bilan d'une société par la méthode qui apparaît la plus pertinente à l'analyste.

3/ Méthode de la somme des parties : la somme des parties consiste à valoriser séparément les activités d'une société sur la base de méthodes appropriées à chacune de ces activités puis à les additionner.

4/ Méthode des DCF : la méthode des cash-flows actualisés consiste à déterminer la valeur actuelle des liquidités qu'une société dégagera dans le futur. Les projections de cash flows sont établies par l'analyste en fonction de ses hypothèses et de sa modélisation. Le taux d'actualisation utilisé est le coût moyen pondéré du capital, qui représente le coût de la dette de l'entreprise et le coût théorique des capitaux propres estimés par l'analyste, pondérés par le poids de chacune de ces deux composantes dans le financement de la société.

5/ Méthode des multiples de transactions : la méthode consiste à appliquer à la société évaluée les multiples observés dans des transactions déjà réalisées sur des sociétés comparables.

6/ Méthode de l'actualisation des dividendes : la méthode consiste à établir la valeur actualisée des dividendes qui seront perçus par l'actionnaire d'une société, à partir d'une projection des dividendes réalisée par l'analyste et d'un taux d'actualisation jugé pertinent (généralement le coût théorique des fonds propres).

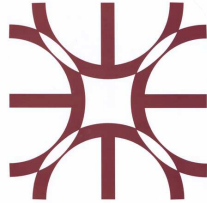
7/ Méthode de l'EVA : la méthode "Economic Value Added" consiste à déterminer le surcroît annuel de rentabilité dégagé par une société sur ses actifs par rapport à son coût du capital (écart également appelé "création de valeur"). Ce surcroît de rentabilité est ensuite actualisé pour les années à venir avec un taux correspondant au coût moyen pondéré du capital, et le résultat obtenu est ajouté à l'actif net comptable.

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	Contrat Eurovalue*
Non	Non	Non	Non	Non	Oui

* Animation boursière comprenant un suivi régulier en terme d'analyse financière avec ou non liquidité

EuroLand Finance



CONTACT ANALYSE :

Sébastien DUROS : 01 44 70 20 87
Nicolas du Rivau : 01 44 70 20 70
Benjamin LE GUILLOU : 01 44 70 20 74

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.

EuroLand Finance est réglementée par le CECEI, la Commission bancaire et l'Autorité des marchés financiers et a mis dans ce cadre en place des procédures appropriées de séparations des activités visant en particulier à prévenir les conflits d'intérêt entre ses activités de Recherche et ses autres activités. Ces « Murailles de Chine » peuvent être détaillées sur demande auprès du Responsable de la conformité. A la date de cette publication, EuroLand Finance peut être en conflit d'intérêt avec l'émetteur mentionné. En particulier, il se peut ainsi que EuroLand Finance ou toute personne morale ou physique liée, leurs dirigeants, leurs représentants légaux ou leurs salariés aient investi pour leur propre compte ou agissent ou envisagent d'agir, dans les douze mois à venir, en tant que conseiller, apporteur de liquidité, teneur de marché d'une des sociétés mentionnées dans cette publication.

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 1933).

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'Autorité des Marchés Financiers (AMF).