



Distribution Multimédia

Innelec Multimédia

Un S2 qui s'annonce plus difficile que prévu

Actualité

Date de 1ere diffusion :

Jeudi 17 décembre 2009

Analyste :

Benjamin Le Guillou

Tél : 01.44.70.20.74

bleguillou@euroland-finance.com

Données boursières

Capitalisation : 16,2 M€

Nombre de titres : 1 589 007 titres

Volume moyen / 6 mois : 2 552 titres

Extrêmes / 6 mois : 9,78 € / 14,00 €

Rotation du capital / 6 mois : 21,3%

Flottant : 33,4 %

Code Reuters: INN.PA

Code Bloomberg: INN FP

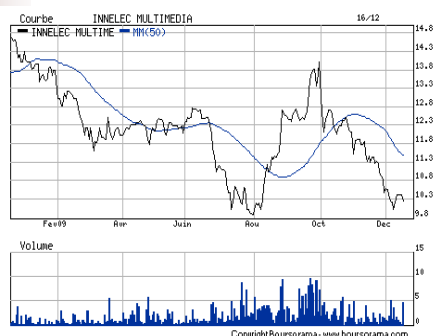
Code ISIN : FR 0000064297

Actionnariat

Denis Thébaud : 65,2 %

Autocontrôle : 1,4 %

Public : 33,4 %



Comme attendu, la société a publié des résultats semestriels fortement impactés par la baisse des ventes du secteur et par une cycli- cité importante : le ROC ressort à -2,2 M€ et le RN à -,17 M€ (vs res- pectivement 0,9 M€ et 0,2 M€ au S1 2008/09). Le discours prudent du management sur le S2 nous amène à abaisser nos prévisions 2009/10. **Suite à cette publication, nous restons à l'Achat sur le titre avec un objectif de cours réduit à 12,50 €, contre 14,00 € précé- demment.**

Commentaires

Le CA déjà publié ressort à 50,2 M€, en baisse de 33,9%. L'activité a été marquée par le manque d'actualité éditoriale sur le S1, la baisse tardive du prix des consoles (intervenu en septembre) et un réassort timide des distributeurs du fait de stocks importants en ma- gasins sur le début d'année. Dans ce contexte, les résultats semes- triels ont été marqués par une forte saisonnalité puisque Innelec réalise traditionnellement 1/3 de son CA sur le S1. Malgré un taux de marge brute en amélioration de 0,6 pt et des charges externes en baisse de 12%, le volume d'activité n'a pas permis de couvrir les charges fixes de la structure. Au final le ROC ressort ainsi en perte de 2,2 M€ et le groupe affiche une perte nette de 1,7 M€. A noter que, les résultats sont impactés par une perte de 0,3 M€, inhérente à la fermeture de la filiale Innowear.

En parallèle, la société affiche une situation financière qui reste saine. La variation de BFR est négative de 2,9 M€ grâce notamment à une baisse significative des stocks sur un an (-4,6 M€). Au final, l'endettement net reste stable à 4,8 M€, soit un gearing de 37,7%.

Sur le S2, la visibilité sur le secteur reste faible compte tenu d'une tendance très marqué de l'achat de dernière minute. Cependant si les ventes ne devraient pas atteindre les niveaux de l'année 2008/09, elles devraient être stimulées par la baisse du prix des consoles et la sortie de gros titres (Call of Duty, Assassin's Creed 2, New Super Mario Bros...). Le management estime que l'activité du S2 devrait être en recul par rapport au S2 2008/09. Dans ce contexte, nous décidons de revoir à la baisse notre estimation de CA 2009/10 à 159,9 M€ vs 170,8 M€ précédemment. Nous attendons

en K€	2007/08	2008/09	2009/10p	2010/11p
CA (K€)	169 078	190 264	159 794	158 148
ROP (K€)	3 860	5 076	3 326	3 455
RNPG (K€)	2 195	2 573	1 635	1 988
Var CA (%)	26,1%	12,6%	-16,0%	-1,0%
Marge opérationnelle (%)	2,3%	2,7%	2,1%	2,2%
Marge nette (%)	1,3%	1,4%	1,0%	1,3%
Gearing net (%)	-36,1%	16,9%	4,0%	2,6%
VE / CA	0,11	0,10	0,12	0,12
VE / ROP	4,9	3,7	5,7	5,5
PER	7,4	6,3	9,9	8,2



désormais un ROC de 3,3 M€ et un RN de 1,6 M€ (vs respectivement 3,8 M€ et 1,9 M€ auparavant)

Concernant, la dématérialisation de la distribution des jeux vidéo, enjeu majeur du secteur dans les années à venir, le groupe reste évasif à ce stade, annonçant seulement la présentation d'un travail sur ce sujet lors de la publication de ses résultats annuels 2009/10 en juin prochain.

Recommandations ●

Suite à cette publication, nous abaissons nos prévisions 2009/10, prenant en compte désormais une baisse de l'activité sur le S2.

Notre objectif de cours (DCF) ressort à 12,50 € vs 14,00 € auparavant. Etant donné les niveaux de cours actuels, nous laissons inchangée notre opinion Achat.

● A suivre

CA T3 2009/10 le 12 février 2010



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 17/12/08.
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).

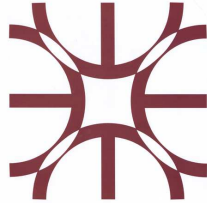
7/ Méthode de l'EVA : la méthode "Economic Value Added" consiste à déterminer le surcroît annuel de rentabilité dégagé par une société sur ses actifs par rapport à son coût du capital (écart également appelé "création de valeur"). Ce surcroît de rentabilité est ensuite actualisé pour les années à venir 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 :

Benjamin LE GUILLOU : 01 44 70 20 74

Nicolas du Rivau : 01 44 70 20 70

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).