



## Distribution Multimédia

Résultats 2010/11

## Innelec Multimédia

## Résultats 2010/11 inférieurs aux attentes

Actualité

Date de 1ere diffusion :

Jeudi 23 juin 2011

## Analyste :

Benjamin Le Guillou

Tél : 01.44.70.20.74

bleguillou@euroland-finance.com

Le groupe a publié ses résultats 2010/11 : un ROC de 1,4 M€ vs 2,0 M€ en 2009/10 et un Rnpg de 0,7 M€ vs 1,1 M€ en 2009/10. Ces résultats ressortent inférieurs à nos attentes (ROC 10/11e de 2,1 M€ et Rnpg 10/11e de 1,2 M€). Pour rappel, le CA déjà publié ressort à 145,5 M€, quasi stable à +0,4%.

## Commentaires

Nous retenons de cette publication de résultats une baisse de 0,4 pt de la marge opérationnelle (1,0%). L'écart avec nos prévisions provient essentiellement d'une baisse plus importante que prévue de la marge brute qui ressort à 13,8% vs 14,2% attendue (15,8% en 2009/10). La pression sur les prix déjà observée sur le S1 s'est donc poursuivie et même accentuée sur le S2. En contrepartie, le groupe a réussi à compenser le recul de sa marge brute par une baisse de ses charges opérationnelles de 10,5% qui représentent désormais 12,6% du CA (vs 14,1% en 2009/10). Cette diminution est notamment le résultat des efforts entrepris par le groupe depuis l'exercice précédent en terme de réduction des coûts.

Le Rnpg ressort au final à 0,7 M€ intégrant des coûts financiers (0,3 M€) et un taux d'imposition (35,5%) globalement stables. A noter que le groupe poursuit sa politique généreuse de distribution et proposera un dividende de 0,70 € (paiement en numéraire ou action), soit un rendement de 8,2% et un pay out de 161%.

Au niveau bilanciel, le groupe a réduit son endettement net à 3,4 M€ (vs 4,2 M€ en 2009/10). Le gearing reste maîtrisé à 22% (CP de 15,7 M€).

## Perspectives 2011/12 :

Sur l'exercice 2011/12, dans un marché attendue en baisse de 5% en France (source : IDG) et qui devrait atteindre le point bas du cycle baissier, le groupe anticipe tout de même une progression de son activité et une amélioration de sa rentabilité opérationnelle. Sur la marge brute, le management ne s'attend à une amélioration et anticipe une poursuite de la pression sur les prix.

## Données boursières

Capitalisation : 13,6 M€

Nombre de titres : 1 610 922 titres

Volume moyen / 6 mois : 663 titres

Extrêmes / 6 mois : 7,83 € / 8,93 €

Rotation du capital / 6 mois : 5,4%

Flottant : 34,1 %

Code Reuters: INN.PA

Code Bloomberg: INN FP

Code ISIN : FR 0000064297

## Actionnariat

Denis Thébaud : 65,2 %

Autocontrôle: 0,7 %

Public: 34,1 %



	en K€			
	2009/10	2010/11	2011/12p	2012/13p
<b>CA (K€)</b>	144 887	145 500	167 056	177 938
<b>ROP (K€)</b>	2 012	1 400	2 723	3 643
<b>RNPG (K€)</b>	1 116	700	1 507	2 090
<b>Var CA (%)</b>	-23,9%	0,6%	14,8%	6,5%
<b>Marge opérationnelle (%)</b>	1,4%	1,0%	1,6%	2,0%
<b>Marge nette (%)</b>	0,8%	0,5%	0,9%	1,2%
<b>Gearing net (%)</b>	3%	22%	38%	0%
<b>VE / CA</b>	0,12	0,12	0,10	0,10
<b>VE / ROP</b>	8,5	12,2	6,2	4,7
<b>PER</b>	12,2	19,4	9,0	6,5

Source : Société, Euroland Finance.



En parallèle de sa publication de résultats, le groupe a présenté un plan d'action stratégique à 3 ans (2011-2014) censé répondre aux différents défis en cours et à venir de la société (déclin de la distribution physique, pression sur les prix...) basé sur 5 axes : 1/ Poursuite du développement commercial auprès des grandes enseignes (66% du CA aujourd'hui), 2/ Développement du réseau Jeux Vidéo & Co (objectif de 300 revendeurs contre 166 aujourd'hui), 3/ Mise en place de contrats tripartites avec les éditeurs et les revendeurs afin de développer les ventes sur des enseignes ciblées, 4/ Conquérir les magasins de proximité indépendants et 5/ Le lancement fin 2011 de l'offre de distribution dématérialisée Xandrie dont la plateforme de distribution est déjà finalisée. Le groupe lancera fin 2011 xandriantivirus.com, 1er « Xandrie store » de l'offre qui devrait en comporter 8 au final. Xandrie deviendra une filiale d'Innelec. A ce stade, il reste cependant encore à nos yeux de nombreuses inconnues sur le fonctionnement de la plateforme (modèle économique, budget marketing, signature d'accord de licences...).

#### **Prévisions 2011/12 :**

En terme de prévisions, nous maintenons notre prévision de CA de 167,1 M€, intégrant 20 M€ de DEG et une croissance organique de 1%. Nous ajustons cependant à la baisse notre objectif de marge opérationnelle à 1,6% vs 1,7% précédemment afin de prendre en compte l'accentuation de la pression sur les prix sur le S2 10/11. Sur 2012/13, nous tablons sur une croissance du CA de 6,5% et une MOC de 2,0%.

#### **Recommandations**

**Suite à cette publication et aux ajustements à la marge de nos prévisions, nous maintenons notre objectif de cours à 9,00 € ainsi que notre recommandation à Neutre.**

#### **A suivre**

CA T1 2011/12 le 12 août 2011 (après bourse)



## 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 :** du 23/06/10 au 16/02/11  
**Neutre :** depuis le 17/02/11  
**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).

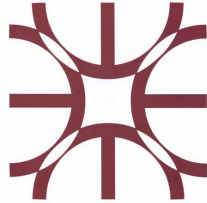
7/ Méthode de l'EVA : la méthode "Economic Value Added" consiste à déterminer le surcroît annuel de rentabilité dégagé par une société sur ses actifs par rapport à son coût du capital (écart également appelé "création de valeur"). Ce surcroît de rentabilité est ensuite actualisé pour les années à venir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

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).