

Achat (vs Neutre)	<i>Potentiel</i>	23%
Fair Value		7,50 €
Cours au 16/12/2011(c)		6,11 €
NYSE Euronext Comp C		
Reuters / Bloomberg	INN.PA / INN.FP	

Innelec Multimedia

Jeux Vidéo

Perte opérationnelle de 2,5 M€ au S1

Performances (%)	Ytd	1m	3m	12m
Perf. Absolue	-29,3%	-7,0%	-14,8%	-22,2%
Perf Small 90	-20,6%	-4,9%	-10,7%	25,1%

Informations boursières (en M€)	
Capitalisation (M€)	10,2
Nb de titres (en millions)	1,61
Flottant	34%
Volume 6 mois (titres)	631
Extrêmes 12 mois	5,88 € 8,89 €

Données financières (en M€)				
au 31/03	2009	2010	2011e	2012e
CA	144,9	145,5	160,1	175,9
var %	-23,9%	0,6%	10,0%	9,9%
EBE	2,7	1,9	3,1	4,1
% CA	1,9%	1,3%	1,9%	2,3%
ROC	2,0	1,4	2,6	3,6
% CA	1,4%	1,0%	1,6%	2,0%
Rnpg	1,1	0,7	1,4	2,1
% CA	0,8%	0,5%	0,9%	1,2%
Bnpa (€)	0,69	0,43	0,88	1,28
Gearing (%)	3%	22%	35%	29%
ROCE (%)	9%	5%	8%	11%
ROE (%)	7%	4%	9%	12%
Dettes nettes 2010	3,4			
Dividende n	0,7			
Yield (%)	11,5%			

Ratios				
	2009	2010	2011e	2012e
VE/CA (x)	0,1	0,1	0,1	0,1
VE/EBE (x)	5,1	7,3	4,5	3,4
VE/ROC (x)	6,8	9,7	5,3	3,8
PE (x)	9,2	14,6	7,2	5,0

Analyste :
 Benjamin Le Guillou
 01 44 70 20 74
bleguillou@euroland-finance.com

Publication des résultats S1 2011

Le groupe a publié ses résultats S1 (clôture à fin septembre) : un ROC de -2,5 M€ et un Rnpg de -1,8 M€ contre respectivement -2,2 M€ et -1,5 M€ au S1 2010. Nous estimons la perte du S1 limitée compte tenu de la baisse de l'activité sur le semestre (-9,6%) due notamment à un effet de saisonnalité plus marqué que les exercices précédents (actualité éditoriale concentrée sur la fin d'année).

Commentaires

Dans un contexte de marché structurellement baissier (bas de cycle), le groupe a su améliorer son taux de marge brute de 1,7pts pour atteindre 15% compensant ainsi en partie la légère hausse de ses charges opérationnelles (+0,5 M€). Le Rnpg de -1,8 M€ reflète un coût de l'endettement et un niveau d'IS stables.

Au niveau bilanciel, le groupe présente un endettement net de 5,7 M€, en hausse par rapport à la fin du S1 2010 (4,0 M€). Cette hausse s'explique par une augmentation forte du montant des investissements (3,5 M€) liée à l'acquisition de DEG compensée en partie par une variation de BFR nulle sur le semestre. A fin septembre le gearing ressort cependant à 44% contre 30% en septembre 2010.

En termes de perspectives, le groupe continue d'anticiper une progression de son activité et de ses résultats sur l'ensemble de l'exercice grâce à un S2 en hausse qui devrait compenser le recul du S1.

Nous concernant, nous maintenons nos prévisions 2011/12 à savoir un CA de 160,1 M€ (+10%) et un ROC de 2,6 M€ (Moc de 1,6%) induisant sur le S2 une croissance de 20% et une marge opérationnelle de 4,4% contre 3,8% au S2 2010.

Afin de faire face à une baisse du marché de la distribution physique du jeu vidéo, le groupe annonce un plan à 3 ans qui comportent comme principaux axes de développement : le développement commercial des grandes enseignes et le réseau Jeux Vidéo & Co, la signature de Jointed Business Plan avec les éditeurs et fabricants et le renforcement de son offre de services auprès des magasins indépendants. Ces actions ne devraient cependant permettre que de limiter la baisse du marché et au mieux conserver les niveaux de marge actuels.

En parallèle, le groupe est revenu sur son projet de plateforme digitale Xandrie qui sera lancée au T4 11/12 avec le site alloantivirus.com (1^{er} site test) puis jetelechargefacile.com au T1 12/13 avant une V1 prévue pour mi 2012. Si le groupe semble avoir de grandes ambitions sur ce marché, la communication autour de Xandrie nous semble encore faible pour pouvoir l'intégrer dans notre modèle.

Recommandation

Suite à cette publication nous maintenons notre objectif de cours à 7,50 € (Wacc de 12,2%, croissance à l'infini de 2,0%). Notre recommandation repasse à Achat vs Neutre du fait de la baisse récente du titre.

Prochain évènement : Publication du CA 2011/12 le 14 février 2012.

Système de recommandations :

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

Achat : Potentiel de hausse du titre supérieur à 20% en absolu, fondamentaux satisfaisants à excellents.

Neutre : Potentiel du titre compris entre -20% et +20% en absolu par rapport au cours actuel.

Vendre : Potentiel de baisse du titre supérieur à 20% en absolu, fondamentaux dégradés ou valorisation excessive.

Sous revue : La recommandation est sous revue en raison d'une opération capitalistique (OPA / OPE / Augmentation de capital...), un changement d'analyste ou une situation de conflit d'intérêt temporaire entre Euroland Finance et l'émetteur.

Historique des recommandations sur les 12 derniers mois :

Achat : du 19/12/10 au 17/02/11, depuis le 19/12/2011

Neutre : du 17/02/11 au 19/12/2011

Vendre : (-).

Sous revue : (-).

Méthodes d'évaluation :

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 DE CONFLITS D'INTERETS POTENTIELS

Corporate Finance	Intérêt personnel de l'analyste	Détention d'actifs de l'émetteur	Communication préalable à l'émetteur	Contrat 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

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).

EuroLand Finance
17 avenue George V
75008 Paris
01 44 70 20 80