

<b>Achat</b>	Potentiel	28%
<b>Fair Value</b>		<b>5,70 €</b>
Cours au 21/06/2012(c)		4,45 €
NYSE Euronext Comp C		
Reuters / Bloomberg	INN.PA / INN FP	

# Innelec Multimedia

Jeux Vidéo

## Des résultats en ligne, baisse des charges attendue en 2012/13

### Publication des résultats annuels

Après avoir publié un CA de 2011/12 de 144,3 M€ (-0,8%), intégrant l'acquisition de DEG sur 11 mois, Innelec Multimedia affiche des résultats en ligne avec nos attentes avec un résultat opérationnel de 1,6 M€ (MOP de 1,1% vs 1,0% en 2010/11) et un résultat net de 0,7 M€ (marge nette stable à 0,5%).

### Commentaires

Innelec a bénéficié d'un mix produit favorable avec une marge brute qui ressort en hausse à 21,0 M€ (vs 20,1M€ en 2010/11) malgré la baisse du CA. Les ventes de consoles, moins génératrices de marge, ont effectivement baissé de 16,8% sur l'exercice et représente 25% du CA (vs 30% en 2010/11). Compte tenu du contrôle des charges déjà engagé, le résultat opérationnel a augmenté de 15% à 1,6 M€. Le résultat financier s'élève à -0,4 M€ (vs -0,3 M€ en 2010/11) compte tenu de la dette contractée pour l'acquisition de DEG. L'endettement net est ainsi passé de 3,4 M€ à 7,3 M€. Le bilan reste solide avec un niveau de capitaux propres de 15,5 M€ et un gearing de 47,3%.

Innelec a donné des précisions sur sa plate-forme digitale de téléchargement appelée « Allbrary ». La plate-forme est à télécharger par l'utilisateur sur son PC et propose d'accéder à des contenus variés (jeux, musiques, films, logiciels, formations...) avec la possibilité de les installer sur le cloud. La plate-forme générera ses revenus via des commissions sur téléchargements et ventes, sans générer de revenus publicitaires. Certains contenus seront également accessibles gratuitement. En termes de calendrier, la version beta devrait sortir en octobre 2012 et le lancement avoir lieu au T1 2013. Innelec prévoit 0,7 M€ d'investissements techniques en complément des 2 M€ déjà investis depuis février 2010 (dont 1,2 M€ en 2011/12).

Innelec propose de verser un dividende de 0,25€ (vs 0,44€ l'an dernier) afin de préserver son cash dans un marché difficile en 2012 : -8% en volume et -9% en valeur des ventes de consoles et -10% en volume et -15% en valeur des ventes physiques de jeux (source : IDG).

Dans ce contexte, Innelec devrait cependant bénéficier du lancement de la Wii U et de Windows 8 fin 2012. En parallèle, la société développe de nouveaux produits (casque sony) et opère un développement commercial offensif (70 GSA gagnés au T4 2011/12) pour faire face au ralentissement attendu. Nous attendons ainsi un CA 2012/13 de 148,6 M€ (+3,0%),

En 2012/13, Innelec entend bénéficier d'une réduction des coûts de 1,5 M€ dont 1 M€ sur les coûts de fonctionnement (renégociations de contrats fournisseurs, optimisation du coût d'impression du catalogue mensuel). Le nombre d'employés étant passé de 199 à 175 à fin mars 2012, l'impact sur la baisse des charges est attendu à 0,5 M€ en 2012/13. Dans un contexte de marché difficile encore en 2012, ce contrôle des charges devrait permettre à Innelec d'afficher une nouvelle croissance de sa marge opérationnelle sur l'exercice 2012/2013. Nous attendons ainsi un ROC de 2 M€ et une MOP de 1,4% (vs 1,1% en 2011/12).

### Recommandation

**Suite à cette publication nous ne changeons pas nos estimations, maintenons notre objectif de cours à 5,70€ et notre recommandation passe à l'Achat (vs Neutre).**

Prochain évènement : Publication du CA T1 2012/13 le 14/08/2012

Performances (%)	Ytd	1m	3m	12m
Perf. Absolue	21,9%	14,4%	26,3%	47,3%
Perf Small 90	0,2%	-2,2%	14,8%	27,5%

Informations boursières (en M€)	
Capitalisation (M€)	8,9
Nb de titres (en millions)	1,63
Flottant	34%
Volume 6 mois (titres)	657
Extrêmes 12 mois	4,35 € 8,50 €

Données financières (en M€)				
au 31/03	2010	2011e	2012e	2013e
CA	145,5	144,3	148,6	154,5
var %	0,6%	-0,9%	3,0%	4,0%
EBE	1,9	2,8	3,2	4,6
% CA	1,3%	1,9%	2,2%	3,0%
ROC	1,4	1,6	2,0	3,4
% CA	1,0%	1,1%	1,4%	2,2%
Rnpg	0,7	0,7	1,1	2,0
% CA	0,5%	0,5%	0,7%	1,3%
Bnpa (€)	0,43	0,44	0,64	1,22
Gearing (%)	22%	49%	47%	31%
ROCE (%)	5%	6%	7%	11%
ROE (%)	4%	5%	6%	12%
Dette nette 2011e	7,3			
Dividende n-1	0,25			
Yield (%)	5,6%			

Ratios				
	2010	2011e	2012e	2013e
VE/CA (x)	0,1	0,1	0,1	0,1
VE/EBE (x)	8,7	5,9	5,0	3,5
VE/ROC (x)	11,6	10,2	8,0	4,8
PE (x)	12,8	12,3	8,5	4,5

**Analyste :**  
Cécile Aboulian  
01 44 70 20 70  
[caboulian@euroland-finance.com](mailto:caboulian@euroland-finance.com)

**Système de recommandations :**

Les recommandations d'EuroLand Corporate 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 19/12/2011 au 15/02/2012 et depuis le 22/06/2012

**Neutre :** du 22/06/11 au 19/12/2011 et du 16/02/2012 au 21/06/2012

**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 Corporate s'est forgée sur le fondement d'information provenant de sources présumées fiables par EuroLand Corporate, 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 Corporate 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 Corporate à la date à laquelle elle est publiée, et peuvent faire l'objet de modifications par la suite sans préavis, ni notification.

EuroLand Corporate 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 Corporate 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 Corporate, 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 Corporate. Ce document ne peut être diffusé auprès de personnes soumises à certaines restrictions. Ainsi, en particulier, au Royaume-Uni, seules les personnes considérées comme « personnes autorisées ou exemptées » selon le « Financial Services Act 1986 » du Royaume-Uni, ou tout règlement passé en vertu de celui-ci ou les personnes telles que décrites dans la section 11 (3) du « Financial Services Act 1986 (Investment Advertisement) (Exemption) order 1997 » peuvent avoir accès à ce document. Celui-ci ne saurait être distribué ou communiqué, directement ou indirectement, à tout autre type de personne. Toute personne qui viendrait à être en possession de cette publication doit s'informer et respecter de telles restrictions. De même, cette publication ne peut être diffusée aux Etats-Unis ni à ses ressortissants. Les valeurs mobilières faisant l'objet de cette publication n'ont pas été enregistrées auprès de la Securities and Exchange Commission et envoyer ces études à un résident des Etats-Unis est interdit.

Il est possible que EuroLand Corporate ait conclu avec l'émetteur sur lequel porte l'analyse financière un contrat en vue de rédiger et diffuser une (ou plusieurs) publication(s), laquelle (lesquelles) a (ont) été relue(s) par celui-ci. Toutefois, le cas échéant, ces publications ont été réalisées par EuroLand Corporate de façon indépendante, conformément à la déontologie et aux règles de la profession.

**EuroLand Corporate**

17 avenue George V  
75008 Paris  
01 44 70 20 80