

<b>Achat</b>	<i>Potentiel</i>	32%
<b>Fair Value</b>	<b>6,20€ (vs 5,70€)</b>	
Cours au 15/11/2012(c)		4,71 €
NYSE Euronext Comp C		
Reuters / Bloomberg	INN.PA / INN.FP	

# Innelec Multimedia

Jeux Vidéo

## Activité soutenue au T2 et projet de scission du digital

### Publication du projet de scission de la branche digitale et du CA T2

Afin de séparer ses activités de distribution digitale et de distribution physique, Innelec a annoncé un projet de scission de sa branche digitale. La société procéderait à un apport partiel d'actifs à sa filiale Xandrie détenue à 99,99% puis à l'attribution gratuite des actions de Xandrie aux actionnaires d'Innelec (ou à une distribution en numéraire pour un montant équivalent). Innelec a également annoncé un CA T2 en hausse de 22% à 29,1 M€, affichant ainsi un CA S1 en hausse de 8,7 % à 49,1 M€.

### Commentaires

#### La scission de la branche digitale

La scission de la branche digitale permet le pilotage de chacun des business de façon autonome compte tenu de leur différence de maturité, de consommation de cash et de positionnement. Il s'agit de sécuriser ainsi le développement de Xandrie sans affecter les marges et le cash généré par Innelec. Innelec gardera la distribution physique en BtoB principalement en France avec la gestion des stocks et Xandrie, sera exclusivement tournée vers les ventes en BtoC par internet sans gestion de stocks (téléchargement).

Chaque actionnaire d'Innelec recevra soit gratuitement une action Xandrie pour une action Innelec détenue, soit une distribution en numéraire pour une valeur équivalente. Compte tenu des modalités indicatives, Xandrie est valorisé à 1,84 M€, soit 1,12€/action. M.Thebaud s'engageant à recevoir les actions Xandrie, nous estimons l'impact cash à 0,7 M€ au maximum pour Innelec.

A noter que la réalisation du projet de scission est subordonnée à la condition suspensive de l'agrément du Ministère de l'Economie et des Finances au titre des articles 115-2 et 210-B du CGI. L'opération aura un effet rétroactif au 1<sup>er</sup> avril 2012 mais n'aura pas d'impact sur les comptes d'Innelec 2012/13.

#### Le CA T2

Avec 22% de croissance sur le trimestre à 29,1 M€, Innelec a bénéficié d'un effet de base favorable (-16,4% au T2 2011) et d'une activité sur les jeux soutenue dans un contexte de marché toujours défavorable (-14% sur le T2 selon GFK). Avec peu de visibilité d'un trimestre à l'autre il semble cependant que le public accueille favorablement les nouveaux jeux mis en place (Fifa13, Skylander's Giants, Assassin's Creed 3...). Le T3, qui constitue traditionnellement le plus important trimestre (48% du CA est réalisé sur le T3 durant les trois dernières années) pourrait ainsi se voir soutenu par l'actualité éditoriale. La sortie de la Wii U et des jeux Nintendo pourrait constituer également un relai de croissance fort sur la fin d'année.

Dans un contexte économique compliqué, nous conservons des estimations prudentes sur la fin de l'exercice avec un CA attendu en hausse de +3% sur le S2. Le CA 2012/2013 s'établirait ainsi à 151,2 M€ (vs 148,6 M€ précédemment attendu).

### Recommandation

**Suite à cette publication et à nos ajustements de CA et de résultat 2012/13, notre objectif de cours passe de 5,70€ à 6,20€. Note recommandation reste à l'Achat.**

*Prochain évènement : Publication des résultats S1 le 13/12/2012*

Performances (%)	Ytd	1m	3m	12m
Perf. Absolue	17,4%	-17,4%	-9,3%	25,8%
Perf Small 90	0,3%	-3,6%	-2,1%	-1,1%

### Informations boursières (en M€)

Capitalisation (M€)	8,1
Nb de titres (en millions)	1,65
Flottant	34%
Volume 6 mois (titres)	836
Extrêmes 12 mois	4,30 € 7,24 €

### Données financières (en M€)

	au 31/03	2010	2011	2012e	2013e
CA		145,5	144,3	151,2	157,2
var %		0,6%	-0,9%	4,8%	4,0%
EBE		1,9	2,8	3,3	4,7
% CA		1,3%	1,9%	2,2%	3,0%
ROC		1,4	1,6	2,1	3,5
% 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	0,65	1,23
Gearing (%)		22%	49%	48%	31%
ROCE (%)		5%	6%	7%	11%
ROE (%)		4%	5%	7%	12%
Dette nette 2011e		7,3			
Dividende n-1		0,25			
Yield (%)		5,3%			

### Ratios

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

### Analyste :

Cécile Aboulian  
01 44 70 20 70  
caboulian@elcorp.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 Corporate 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 16/11/11 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