

| | | |
|------------------------|-----------------|---------------|
| Achat | Potentiel | 32% |
| Fair Value | | 6,20 € |
| Cours au 14/12/2012(c) | | 4,90 € |
| NYSE Euronext Comp C | | |
| Reuters / Bloomberg | INN.PA / INN.FP | |

Innelec Multimedia

Jeux Vidéo

Des semestriels en ligne

Publication des résultats semestriels

Suite à la publication de son CA S1 à 49,1 M€ (+8,7%), Innelec publie un REX de -2,8 M€ (vs -2,5 M€ au S1 2011/12) qui reflète la saisonnalité traditionnelle de l'activité (34% du CA généré au S1 sur les trois dernières années pour 48% de charges opérationnelles), l'inflexion de la marge brute à 6,0 M€ (vs 6,8 M€) mais aussi la maîtrise des coûts opérationnels sur le S1 2012/13 à 8,7 M€ (-6,1%). Le RN ressort à -2,0 M€ (vs -1,8 M€).

Commentaires

Le S1 2012/13 est marqué par une baisse du taux de marge brute à 12,2% (vs 14,4% en moyenne sur les trois dernières années au S1). Dans un premier temps, l'intégration de DEG en avril 2012 vient peser sur le TMB de façon récurrente compte tenu de son mix produit avec une contribution plus élevée des consoles au chiffre d'affaires, moins bien margées, (38,7% du CA S1 2012/13 vs 33,4% au S1 2011/12). Nous estimons le taux de marge brute récurrent à 13% sur le semestre. Par ailleurs, Innelec a saisi l'occasion de façon exceptionnelle de référencer de nouveaux grands constructeurs dans l'univers de la téléphonie et du PC en proposant des prix attractifs sur la période et a procédé à des opérations de déstockages qui ont pesé temporairement sur le taux de marge brute.

Dans le même temps, le plan de réduction des coûts dans lequel s'est engagé la société permet à Innelec d'afficher un REX de -2,8 M€ sur le S1 2012/13 avec des coûts opérationnels qui s'affichent en baisse de 6% à 8,7 M€. Le RN pg ressort à -2,0 M€.

Innelec a également optimisé son BFR (-1,0 M€) en réduisant sa rotation de stock de 66 à 53 jours de CA et en allongeant le délai de règlement fournisseurs (de 97 à 103 jours de CA). Le niveau d'investissement est limité à 0,9 M€ (vs 3,5 M€ au S1 2011/12) et le niveau d'emprunt s'élève à 4,7 M€ (hors découvert et effets escomptés non échus) avec un niveau de capitaux propres de 13,1 M€.

En terme de perspectives, compte tenu de l'impact de l'intégration de DEG sur la marge brute et de la conduite du plan d'économie de coûts de 1,5 M€ sur l'exercice (réduction de la masse salariale de 0,2 M€ et des charges de fonctionnement de 1,3 M€), nous maintenons nos attentes de ROC pour l'exercice 2012/2013. Nous revoyons à la marge nos perspectives pour 2013/2014 avec un ROC attendu à 3,2 M€ (vs 3,5 M€ précédemment).

Recommandation

Suite à cette publication, et à nos ajustements mineurs sur le prochain exercice, nous maintenons notre objectif de cours passe à 6,20€ et notre recommandation reste à l'Achat.

Prochain évènement : Publication du CA T3 le 15/02/2013

| Performances (%) | Ytd | 1m | 3m | 12m |
|------------------|--------|------|--------|--------|
| Perf. Absolue | -14,0% | 4,0% | -19,7% | -17,7% |
| Perf Small 90 | 6,4% | 6,0% | 0,0% | 9,9% |

Informations boursières (en M€)

| | |
|----------------------------|---------------|
| Capitalisation (M€) | 8,1 |
| Nb de titres (en millions) | 1,65 |
| Flottant | 34% |
| Volume 6 mois (titres) | 888 |
| 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% | -0,8% | 4,8% | 4,0% |
| EBE | 1,9 | 2,2 | 2,7 | 3,9 |
| % CA | 1,3% | 1,5% | 1,8% | 2,5% |
| ROC | 1,4 | 1,6 | 2,1 | 3,2 |
| % CA | 1,0% | 1,1% | 1,4% | 2,1% |
| Rnpg | 0,7 | 0,7 | 1,1 | 1,9 |
| % CA | 0,5% | 0,5% | 0,8% | 1,2% |
| Bnpa (€) | 0,43 | 0,44 | 0,69 | 1,12 |
| Gearing (%) | -10% | -4% | 12% | -4% |
| ROCE (%) | 5% | 5% | 7% | 10% |
| ROE (%) | 4% | 5% | 7% | 11% |
| Dette nette 2011e | 7,3 | | | |
| Dividende n-1 | 0,25 | | | |
| Yield (%) | 5,1% | | | |

Ratios

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

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 17/12/11 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