

<b>Achat</b>	Potentiel	51,2%
<b>Objectif de cours</b>	7,80 € (vs 7,00 €)	
Cours au 14/06/2019(c)	5,16 €	
Euronext Paris Comp C		
Reuters / Bloomberg	INN.PA / INN.FP	

Performances (%)	Ytd	1m	3m	12m
Perf. Absolue	34,3%	3,8%	5,4%	-13,6%
Perf CAC Small	11,1%	1,2%	1,3%	-19,5%

Informations boursières (en M €)	
Capitalisation (M €)	14,6
Nb de titres (en millions)	2,83
Volume 12 mois (titres)	3 196
Extrêmes 12 mois	4,05 € / 6,90 €

Actionnariat	
Denis Thébaud & famille	64%
Flottant	33%
Autocontrôle	3%

Données financières (en M €)				
au 31/03	2018	2019e	2020e	2021e
CA	100,4	108,2	116,9	125,0
var %	-1,5%	7,8%	8,0%	7,0%
EBE	1,2	2,5	3,6	4,4
%CA	1,2%	2,3%	3,0%	3,5%
ROC	1,0	1,7	2,7	3,5
%CA	1,0%	1,6%	2,3%	2,8%
Rnpg	2,2	1,5	2,4	3,1
%CA	2,2%	1,4%	2,1%	2,5%
Bnpa (€)	0,76	0,54	0,85	1,11
Gearing (%)	2%	-9%	-22%	-29%
ROCE (%)	5%	0%	0%	0%
ROE (%)	10%	8%	11%	13%
Dette nette	0,5	-1,9	-4,8	-7,0
Dividende n-1	0,20	0,20	0,20	0,20
Yield (%)	3,9%	3,9%	3,9%	3,9%

Ratios				
	2018	2019e	2020e	2021e
VE/CA (x)	0,1	0,1	0,0	0,0
VE/EBE (x)	10,7	3,4	1,6	0,8
VE/ROC (x)	13,3	5,1	2,1	1,0
PER (x)	9,9	9,5	6,0	4,6

**Analystes:**

Cécile Aboulian  
01 44 70 20 70  
caboulian@elcorp.com

# Innelec Multimedia

Equipement Loisirs

## Une stratégie vers le licensing qui porte ses fruits

### Résultats annuels 2018/2019

Après la publication d'un CA 2018/2019 de 108,2 M€ (+7,8%), Innelec communique sur un ROC de 1,7 M€ (MOC de 1,6% vs 1,0% en 17/18, vs 2,0 M€e attendus). Le RNpg ressort à 1,6 M€ (vs 2,1 M€ en 17/18 qui tenait compte de la plus-value de cession des titres de Focus Home). Le Groupe proposera un dividende stable de 0,20 € lors de l'AG du 19 septembre prochain.

Innelec présente un plan à 3 ans dans lequel Innelec Distribution passerait de 95% du CA 2018/19 à 80%-85% en 2021/22 et Innelec Licensing de 5% à 15%/20%. Cette stratégie viendra soutenir la croissance et la rentabilité.

**Compte tenu du niveau de valorisation et de la concrétisation des plans de développement d'Innelec, nous sommes positifs sur le titre.**

### Commentaires

L'exercice 2019 marque le retour à la croissance (après deux années de décroissance) et le redressement de la rentabilité. On retient particulièrement la forte progression de la marge brute liée à un mix produit favorable avec un TMB qui ressort à 15,8% (vs 14,9% en 17/18). La très bonne dynamique des produits Konix (+59% à ~6% du CA) y contribue largement. La marge brute ressort ainsi à 17,0 M€ (vs 14,9 M€ en 17/18).

L'année a aussi été marquée par la maîtrise des coûts opérationnels qui ressortent en hausse de 4,6% à 15,2 M€. Cela permet à Innelec de faire ressortir un ROC de 1,7 M€ (+72%).

Compte tenu de la margé générée, de la maîtrise des postes du BFR (variation de BFR de +0,3 M€) et de celle des investissements, Innelec affiche un free cash flow de 2,0 M€ (vs -4,8 M€ en 17/18).

Le groupe a communiqué sur une stratégie de forte croissance de son activité Licensing avec un CA qui devrait représenter 15%/20% du CA 2021/22 (vs 5% en 2018/19). Innelec a enrichi ses accords de distribution avec des partenariats de licence porteurs tels que ceux passés avec Jazwares pour la distribution des produits dérivés du blockbuster Fortnite, avec la FFF ou les all blacks.

Compte tenu d'un niveau de marge brute sur les Licences que nous estimons autour du double de celle d'Innelec Distribution (dont le CA devrait passer de 95% à 80%/85% sur la même période), le TMB de la société devrait gagner environ 2 pts d'ici 2022.

Suite à cette publication, nous revoyons nos estimations avec un CA 2019/20 de 116,9 M€ (vs 113,6 M€ précédemment) et un ROC de 2,7 M€ (vs 2,2 M€ précédemment).

### Recommandation

**Suite à cette publication et à l'ajustement de notre modèle, l'objectif de cours ressort à 7,80 € (vs 7,00 €) et nous restons à l'Achat.**

Prochaine publication : chiffre d'affaires T1 2019/20, le 14 août 2019

Compte de résultat (M€)	mars-16	mars-17	mars-18	mars-19e	mars-20e	mars-21e
Chiffre d'affaires	123,9	102,0	100,4	108,2	116,9	125,0
Excédent brut d'exploitation	0,8	-2,8	1,2	2,5	3,6	4,4
Résultat opérationnel courant	-0,2	-3,8	1,0	1,7	2,7	3,5
Résultat opérationnel	-0,2	-5,5	2,4	1,7	2,7	3,5
Résultat financier	-0,2	-0,2	-0,2	0,0	0,0	0,0
Impôts	0,1	-0,6	0,0	-0,2	-0,3	-0,4
Mise en équivalence	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Part des minoritaires	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Résultat net part du groupe	-0,2	-6,3	2,2	1,5	2,4	3,1
Bilan (M€)	mars-16	mars-17	mars-18	mars-19e	mars-20e	mars-21e
Actifs non courants	18,2	17,0	16,0	13,2	12,9	12,9
<i>dont goodwill</i>	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
BFR	3,0	-2,5	6,0	5,5	4,7	5,1
Disponibilités + VMP	7,9	7,9	9,2	10,9	13,9	16,1
Capitaux propres	19,2	12,6	20,9	19,9	21,7	24,3
Emprunts et dettes financières	9,3	9,3	9,7	9,1	9,1	9,1
Total Bilan	54,5	49,1	53,4	52,5	58,2	62,5
Tableau de flux (M€)	mars-16	mars-17	mars-18	mars-19e	mars-20e	mars-21e
Marge Brute d'autofinancement	0,7	-5,2	1,5	0,8	1,7	2,5
Variation de BFR	-2,6	-6,0	8,6	-0,6	-0,8	0,4
Flux nets de trésorerie généré par l'activité	3,3	0,8	-7,0	1,4	2,6	2,1
Investissements opérationnels nets	-0,4	-0,4	1,9	0,0	-0,6	-0,9
Investissements financiers nets	0,0	0,0	0,0	2,0	0,0	0,0
Flux nets de trésorerie liés aux investissements	-0,4	-0,4	1,9	2,0	-0,6	-0,9
Augmentation de capital	0,1	0,0	5,7	0,0	0,0	0,0
Variation emprunts	-1,3	-0,4	-1,1	-0,7	0,0	0,0
Dividendes versés	-0,4	-0,4	0,0	-0,6	-0,6	-0,6
Flux nets de trésorerie liés au financement	-1,7	-0,7	4,6	-1,1	-0,6	-0,6
Variation de l'endettement financier net	1,3	-0,3	-0,6	2,2	1,4	0,6
Ratios (%)	mars-16	mars-17	mars-18	mars-19e	mars-20e	mars-21e
Variation chiffre d'affaires	8,2%	-17,7%	-1,5%	7,8%	8,0%	7,0%
Marge EBE	1%	-3%	1%	2%	3%	4%
Marge opérationnelle courante	0%	-4%	1%	2%	2%	3%
Marge opérationnelle	0%	-5%	2%	2%	2%	3%
Marge nette	0%	-6%	2%	1%	2%	3%
Capex/CA	0%	0%	2%	0%	-1%	-1%
BFR/CA	2%	-2%	6%	5%	4%	4%
ROCE	-1%	-57%	5%	0%	0%	0%
ROCE hors GW	-1%	-46%	5%	0%	0%	0%
ROE	-1%	-50%	10%	8%	11%	13%
Payout	-164%	-5%	26%	37%	23%	18%
Dividend yield	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Ratios d'endettement	mars-16	mars-17	mars-18	mars-19e	mars-20e	mars-21e
Gearing (%)	7%	11%	2%	-9%	-22%	-29%
Dettes nette/EBE	1,8	-0,5	0,4	-0,7	-1,4	-1,6
EBE/charges financières	3,6	-17,2	5,5	-84,2	-118,6	-147,7
Valorisation	mars-16	mars-17	mars-18	mars-19e	mars-20e	mars-21e
Nombre d'actions (en millions)	1,6	1,6	2,8	2,8	2,8	2,8
Nombre d'actions moyen (en millions)	1,6	1,6	2,2	2,8	2,8	2,8
Cours (moyenne annuelle en euros)	5,5	5,5	9,7	5,2	5,2	5,2
(1) Capitalisation boursière moyenne	8,8	8,8	21,4	14,6	14,6	14,6
(2) Dette nette (+) / trésorerie nette (-)	1,4	1,3	0,5	-1,9	-4,8	-7,0
(3) Valeur des minoritaires	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
(4) Valeur des actifs financiers	9,1	9,0	8,5	4,0	4,0	4,0
Valeur d'entreprise = (1)+(2)+(3)-(4)	1,0	1,1	13,4	8,7	5,7	3,6
PER	-36,3	-1,4	9,9	9,5	6,0	4,6
VE/EBE	1,3	-0,4	10,7	3,4	1,6	0,8
VE/ROC	-6,1	-0,3	13,3	5,1	2,1	1,0
VE/CA	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0
P/B	0,5	0,7	1,0	0,7	0,7	0,6
Données par action	mars-16	mars-17	mars-18	mars-19e	mars-20e	mars-21e
Bnpa	-0,15	-3,94	0,76	0,54	0,85	1,11
Book value/action	12,1	7,9	7,4	7,0	7,7	8,6
Dividende /action	0,25	0,20	0,20	0,20	0,20	0,20

**Système de recommandations :**

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

**Achat** : Potentiel de hausse du titre supérieur à 15% en absolu par rapport au cours actuel, assorti d'une qualité des fondamentaux.

**Accumuler** : Potentiel de hausse du titre compris entre 5% et 15% en absolu par rapport au cours actuel.

**Neutre** : Potentiel du titre compris entre -5% et +5% en absolu par rapport au cours actuel.

**Alléger** : Potentiel de baisse du titre compris entre 5% et 15% en absolu par rapport au cours actuel.

**Vente** : Potentiel de baisse du titre supérieur à 15% en absolu par rapport au cours actuel, valorisation excessive.

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

**Historique de recommandations à compter du 16/02/2017**

**Achat** : Depuis le 14/06/2018

**Accumuler** : (-)

**Neutre** : (-)

**Alléger** : (-)

**Vente** : (-)

**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