

Date de première diffusion : 16 février 2024

# Innelec multimedia

**Premier intégrateur global de l'univers « Geek »****Initiation à Achat Fort, OC 10,60 €, +74% potentiel de hausse**

A l'issue d'un pivot stratégique amorcé il y a 3 ans, Innelec devient un spécialiste européen de l'animation de licences dans l'entertainment et la pop culture, de la conception à la distribution, pour les réseaux de distribution. Nous projetons une croissance des BPAs de +28% à horizon 3 ans. La valorisation est attractive à 4,2x l'EV/EBITDA vs une moyenne historique à 4,7x. **Nous initions le suivi à Achat Fort avec un OC à 10,60 € soit +74% de potentiel de hausse.**

**Succès et poursuite du développement stratégique en 3 axes**

Tout d'abord, le groupe poursuit la réduction de son exposition aux jeux vidéo (amorcée il y a 10 ans) et aux risques liés à leur dématérialisation via le cloud gaming et le streaming. Ainsi, le groupe travaille à **recupérer la distribution** des principaux acteurs pour compenser la perte de revenus dans les jeux vidéo physiques, à l'image de l'accord signé avec Sony Playstation pour la gestion de leurs produits au sein des enseignes Cultura et Boulanger. En parallèle, le groupe accélère sa **diversification dans les accessoires et les produits dérivés**, par la signature de nouvelles licences et l'enrichissement de sa gamme Konix. Enfin, le groupe vise à accélérer son développement à l'**international**, dans les pays européens les plus porteurs, dans un premier temps. Nous estimons une croissance composée du CA > c.+6% entre mars 2023 et mars 2026E.

**Rentabilité soutenue par la diversification-produits**

La marge brute du groupe devrait bénéficier de l'évolution favorable du mix-produit vers les activités à plus forte marge que sont la distribution d'accessoires et produits dérivés avec licences. La marge opérationnelle devrait également continuer de profiter de l'optimisation des coûts logistiques, après le transfert réussi vers la nouvelle plateforme de Moussy (95), pleinement opérationnelle depuis août 2023, associée à une maîtrise des charges de personnel et aux bénéfices du nouvel ERP. Nous estimons ainsi que la marge opérationnelle du groupe devrait progressivement atteindre c.3% du CA à moyen terme.

**Santé financière solide & distribution de dividendes**

La génération de cash est positive et régulière. La santé financière du groupe est solide avec un endettement net négatif (ie hors IFRS 16 et factor). Le groupe reste à l'écoute du marché pour réaliser des acquisitions spécifiques de clientèle. Nous anticipons une continuité de la politique attractive de distribution de dividendes (rendement de 9,3% sur l'exercice 2022-23).

**L'écosystème consoles : réservoir de croissance**

Le marché du Jeu Vidéo en France est en croissance moyenne de plus de +8% par an sur les 10 dernières années. Il est porté par : (1) la croissance de la base installée de consoles de nouvelle génération, qui entraîne une augmentation des dépenses des consommateurs en jeux et accessoires et (2) les sorties de jeux. Les dernières consoles sont sorties en novembre 2020 pour la PlayStation 5 et la Xbox Series, et en octobre 2021 pour la Nintendo Switch Oled. Nous estimons qu'il reste environ encore 4 ans de croissance du parc pour la PS5, dont le nombre d'unités vendues pourrait passer de 50 M à fin décembre 2023 à 135 M au terme du cycle de 7 ans (à comparer aux 117 M d'unités vendues au total pour la PS4). En parallèle, le marché de la pop culture (produits dérivés) est également en forte croissance.

**Maud Servagnat**

Analyste Financier

Maud.servagnat@inextenso-finance.fr

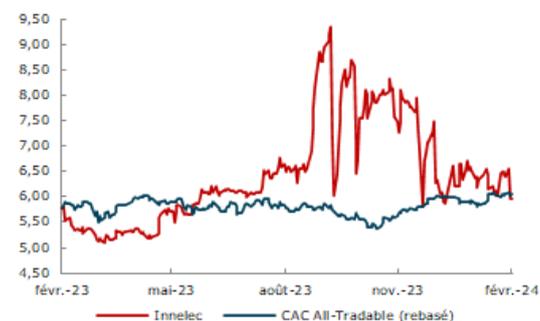
<b>Opinion</b>	<b>1. Achat Fort</b>
Cours (clôt. au 15 février)	6,08 €
Objectif de cours	10,6 € (+74,3 %)

**Données boursières**

Code Bloomberg	INN:FP
Capitalisation boursière	18,6 M€
Valeur d'entreprise	26,1 M€
Flottant	6,2 M€ (33,6%)
Nombre d'actions	3 055 647
Volume quotidien	188 619 €
Taux de rotation du capital (1 an)	260%
Plus Haut (52 sem.)	9,34 €
Plus Bas (52 sem.)	5,10 €

**Performances**

Absolute	1 mois	6 mois	12 mois
	-9,1%	-10,2%	3%

**Actionnariat**

Famille Thébaud : 62,1% ; Free float : 33,6%  
Auto-contrôle : 3,0% ; N. Berthou : 0,84%

**Agenda**

CA FY 2023-24 : 15 mai (après bourse)

**Chiffres Clés**

	2021-22	2022-23	2023-24E	2024-25E	2025-26E
CA (M€)	135,0	163,7	184,2	184,8	196,9
Var YoY (%)	7,2%	21,2%	12,5%	0,4%	6,5%
EBE (M€)	3,4	5,3	5,5	6,7	7,6
ROP (M€)	1,5	2,7	2,8	3,9	4,7
Marge op. (%)	1,1%	1,6%	1,5%	2,1%	2,4%
Res. Net. (M€)	1,2	1,3	1,5	2,2	2,8
Marge nette (%)	0,9%	0,8%	0,8%	1,2%	1,4%
BPA (de base)	0,41	0,46	0,50	0,76	0,96

\* retraité (ie hors factor et IFRS 16)

**Ratios**

	2021-22	2022-23	2023-24E	2024-25E	2025-26E
VE / CA	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1
VE / EBE	7,2	5,1	4,7	3,6	2,9
VE / ROP	16,5	10,0	9,1	6,1	4,8
P / E	13,9	14,2	12,5	8,2	6,5
Gearing (%)*	-13%	-18%	-19%	-24%	-27%
Dettes nette/EBE*	(0,9)	(0,8)	(0,9)	(1,0)	(1,1)
ROCE (%)	7,9%	9,4%	9,2%	11,3%	12,2%

In Extenso Finance et l'émetteur ont convenu qu'In Extenso Finance produira et diffusera une recherche en investissement sur ledit émetteur en tant que service à l'émetteur. Voir avertissements importants en fin de document. Pour plus d'informations sur In Extenso Finance et ses procédures internes, se référer au site Internet <https://finance.inextenso.fr/debt-equity-advisory>.

## Présentation de la société

### Spécialiste de l'Entertainment et de la Pop Culture

A l'issue d'un pivot stratégique amorcé il y a 3 ans, Innelec devient un spécialiste européen de l'Entertainment et de la Pop Culture au travers d'activités complémentaires : la distribution dans l'univers du jeu vidéo (métier historique ; 85% du CA 2022-23), la fabrication d'accessoires sous la marque Konix®, l'animation et la valorisation de licences (15% du CA). Innelec propose une offre riche et diversifiée de produits dérivés et se positionne en tant que premier intégrateur global de l'offre « Geek ».

### Une offre produits exhaustive

Avec plus de 260 éditeurs et 12 000 références à son catalogue, le groupe propose un choix très exhaustif de produits parmi : les jeux vidéo toutes consoles et PC (15% du CA 2022-23) ; les consoles et accessoires officiels (Sony, Nintendo, Microsoft, PDP, Hori...) (41% du CA) ; les accessoires tiers consoles et PC (casques, manettes, etc.) et sa marque d'accessoires Konix, leader des accessoiristes tiers sur le marché Français, avec ses gammes Drakkar pour PC, Mythics pour les consoles et Hereos pour les produits dérivés (26% du CA) et des produits dérivés parmi l'ensemble des licences du jeu vidéo, du cinéma, des séries et de la BD (10% du CA).

### Distribution diversifiée

Le groupe distribue vers tous les canaux de distribution envisageables, en France principalement (87% du CA 2022-23), en Europe (8% du CA) et en Afrique (3% du CA).

## Synthèse et Opinion

### Développement stratégique en 3 axes

Le groupe poursuit la réduction de son exposition aux jeux vidéo et aux risques liés à leur dématérialisation via le cloud gaming et le streaming. Ainsi, le groupe travaille à récupérer la distribution des principaux acteurs pour compenser la perte de revenus dans les jeux vidéo physiques, à l'image de l'accord signé avec Sony Playstation pour la gestion de leurs produits au sein des enseignes Cultura, Boulanger et SFR. En parallèle, le groupe accélère sa diversification dans les accessoires et les produits dérivés (signature de nouvelles licences et enrichissement de la gamme Konix). Enfin, le groupe vise à accélérer son développement à l'international. Nous estimons une croissance composée du CA > c.+6% entre mars 2023 et mars 2026E.

### Rentabilité soutenue par la diversification-produits

La marge brute du groupe devrait bénéficier de l'évolution favorable du mix-produit vers les activités à plus forte marge que sont la distribution d'accessoires et produits dérivés avec licences. La marge opérationnelle devrait également continuer de profiter de l'optimisation des coûts logistiques (nouvelle plateforme de Moussy), associée à une maîtrise des charges de personnels et aux bénéfices du nouvel ERP.

### Santé financière solide & distribution de dividendes

La génération de cash est positive et régulière. La santé financière du groupe est solide avec un endettement net négatif (ie hors IFRS 16 et factor). Le groupe reste à l'écoute du marché pour réaliser des acquisitions spécifiques de clientèle. Nous anticipons une continuité de la politique attractive de distribution de dividendes (rendement de 9,3% sur l'exercice 2022-23).

### L'écosystème consoles : réservoir de croissance

Le marché du Jeu Vidéo en France est en croissance moyenne de plus de +8% par an sur les 10 dernières années. Il est porté par : (1) la croissance de la base installée de consoles de nouvelle génération, qui entraîne une augmentation des dépenses des consommateurs en jeux et accessoires et (2) les sorties de jeux. Les dernières consoles sont sorties en novembre 2020 pour la PlayStation 5 et la Xbox Series, et en octobre 2021 pour la Nintendo Switch Oled. Nous estimons qu'il reste environ encore 4 ans de croissance du parc pour la PS5, dont le nombre d'unités vendues pourrait passer de 50 M à fin décembre 2023 à 135 M au terme du cycle de 7 ans (à comparer avec 117 M d'unités vendues au total pour la PS4). En parallèle, le marché de la pop culture (produits dérivés) est également en forte croissance.

### Opinion Achat Fort, OC 10,60 €

A l'issue d'un pivot stratégique amorcé il y a 3 ans, Innelec devient un spécialiste européen de l'animation de licences dans l'entertainment et la pop culture, de la conception à la distribution, pour les réseaux de distribution. Nous projetons une croissance des BPAs de +28% à 3 ans. La valorisation est attractive à 4,2x l'EV/EBITDA vs une moyenne historique à 4,7x.

## SWOT

### Forces

- Offre complète et globale qui permet aux éditeurs de toucher à moindre coût un large panel de clients
- Relations de longue date avec les intervenants (clients et fournisseurs)
- Capacité à accompagner les magasins dans la gestion de leurs rayons
- Un large portefeuille de licences en distribution et en fabrication
- Une marque propriétaire leader : Konix
- Une couverture étendue de la grande distribution et de la distribution spécialisée (>2 650 clients et 125 enseignes)
- Infrastructures techniques et logistiques, outil informatique et gestion des stocks
- Une situation financière solide

### Faiblesses

- Stocks nécessaires
- Dépendance relative aux jeux vidéo « en boîte » (bien que de plus en plus faible)
- Saisonnalité prononcée (importance du T3 fiscal)

### Opportunités

- Développement du marché mobile
- Nouvelles générations de consoles de jeux vidéo
- Gamification des loisirs et du sport par des accessoires et des technologies de plus en plus immersives
- Développement de l'univers des produits dérivés (pop culture)
- Acquisition de clientèle
- Diversification des produits, des activités
- Accélération du développement à l'international

### Menaces

- La dématérialisation croissante de l'industrie du jeu vidéo : téléchargement légal ou le développement des jeux en ligne (manque à gagner)
- Les ruptures de la chaîne logistique de production de consoles
- Les ruptures de stocks
- Le non-renouvellement d'accords de distribution avec un éditeur/fournisseur
- L'inflation

## Méthode de valorisation

Notre objectif de cours de **10,60 €** résulte d'une moyenne entre deux méthodologies de valorisation : DCF et comparables boursiers.

Le potentiel de hausse est significatif à +74%. Nous initions la couverture du titre à **Achat Fort**.

### DCF

La méthode de valorisation par flux de trésorerie actualisés implique une valeur du titre de 14,40 €.

### Comparables

L'application des multiples d'un échantillon de comparables boursiers aux principaux agrégats projetés du groupe nous permet de calculer un prix par action de 6,80 €.

## Table des matières

---

1	Le point sur la performance du titre.....	4
2	Présentation synthétique de la société .....	6
3	Des marchés (jeu vidéo et pop culture) larges et en croissance.....	9
4	Un modèle économique unique, au cœur de la chaîne de valeur du multimédia.....	11
5	Stratégie de développement en 3 axes : succès et poursuite.....	16
6	Rentabilité soutenue par la diversification et l'optimisation logistique.....	19
7	Santé financière solide & distribution de dividendes.....	20
8	Management & organes d'administration.....	20
9	Actionnariat.....	20
10	Résultats S1 2023-24 .....	21
11	Etats financiers projetés .....	22
	Compte de résultat projeté.....	23
	Bilan projeté .....	24
	TFT projeté.....	25
12	Valorisation : objectif de cours à 10,60 € - Opinion Achat Fort .....	26
	Méthode DCF : valorisation du titre à 14,40 €.....	26
	Méthode des comparables boursiers : valorisation du titre à 6,80 €.....	27
13	Annexes.....	28
	L'environnement concurrentiel .....	28
	Les multiples transactionnels historiques du secteur .....	28
14	Avertissements importants.....	29
	Définition des opinions et objectifs de cours de In Extenso Finance.....	29
	Détection de conflits d'intérêts potentiels.....	29
	Changement d'opinion et/ou d'objectif de cours au cours des 12 derniers mois.....	29
	Répartition des opinions.....	29
	Avertissement complémentaire .....	30

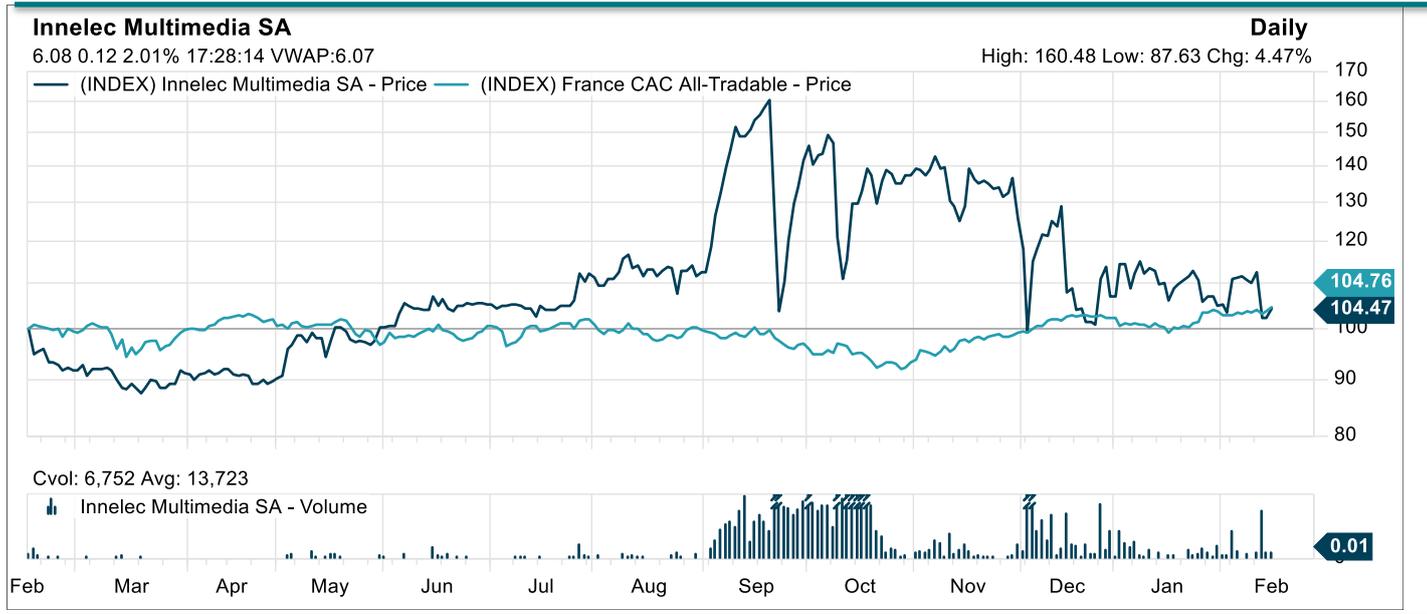
## 1 Le point sur la performance du titre

Innelec est coté sur Euronext Growth Paris sous le symbole ALINN. Sur un an glissant, le titre est en hausse de +4,5%.

### Une volatilité importante depuis septembre 2023

Depuis septembre 2023, le titre s'est montré très volatil avec d'importantes amplitudes de hausses et de baisses, dans des volumes significatifs. Aucune annonce particulière n'a cependant été faite.

### Performance du titre vs l'indice CAC-All tradable

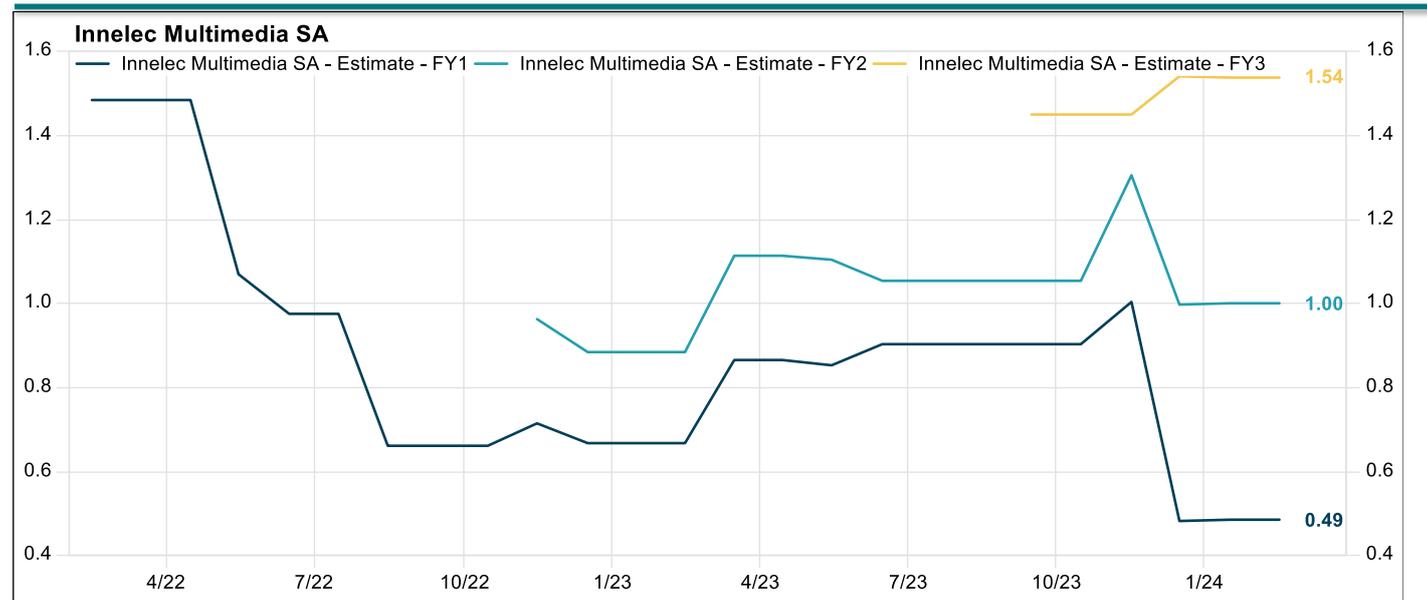


Source : Factset & IE Finance

### Croissance attendue des BPAs

Le BPA estimé pour l'année en cours a été récemment réduit. Cependant le consensus de BPA illustre des perspectives de croissance significatives pour les deux prochaines années.

### Révisions du consensus de BPA (€)

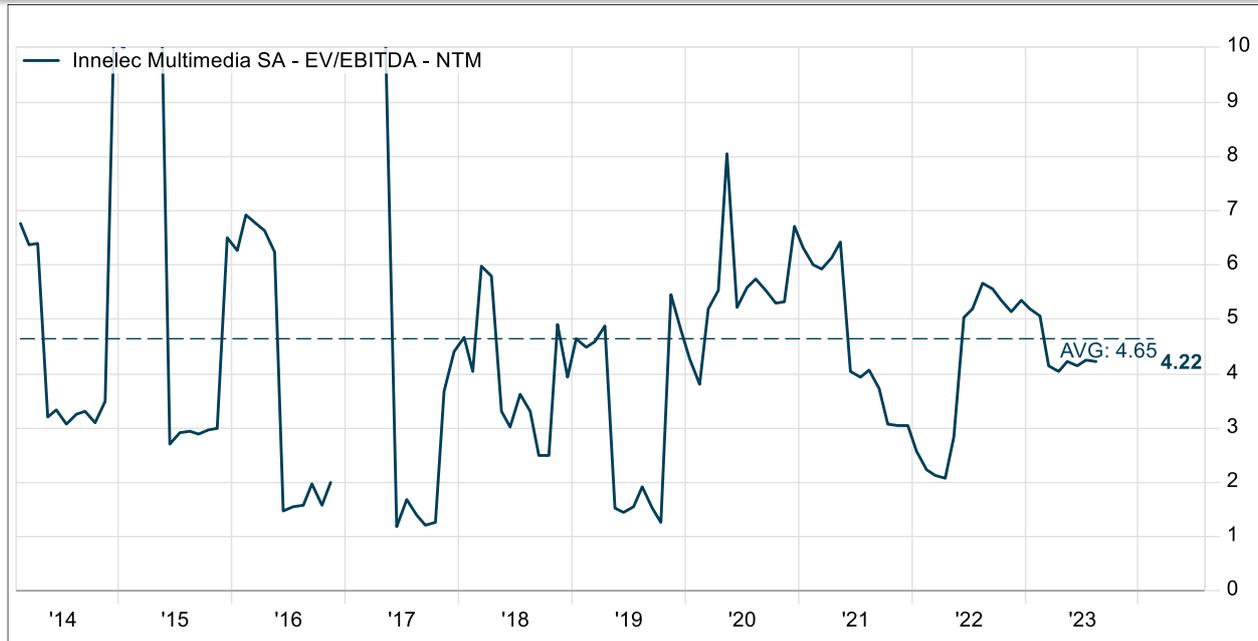


Source : Factset & IE Finance

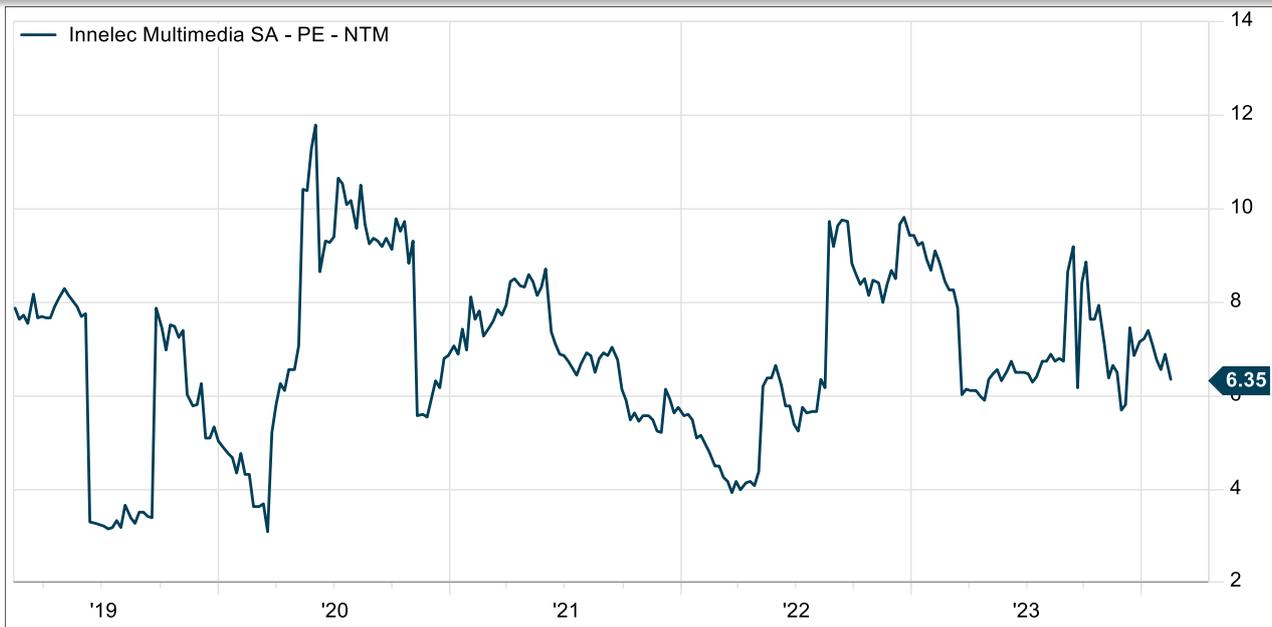
## Valorisation attractive du titre

Le titre se traite à environ 4,2x l'EV/EBITDA à 12 mois et c.6,4x le PE sur à 12 mois, avec une décote d'environ 11% par rapport à sa moyenne historique d'EV/EBITDA de 10 ans à c.4,7x.

## Valorisation historique EV/EBITDA NTM (x)



## Valorisation historique PE NTM (x)



Source : Factset & IE Finance

## 2 Présentation synthétique de la société

Innelec est un **spécialiste de l'Entertainment et la Pop Culture** au travers d'activités complémentaires que sont la distribution de son offre historique dans l'univers du jeu vidéo, et la fabrication d'accessoires gaming sous la marque Konix et l'animation et la valorisation de licences. Ainsi, Innelec propose une offre riche et diversifiée de produits dérivés et se positionne en tant que **premier intégrateur global de l'offre « Geek »**.

### Innelec : premier intégrateur global de l'offre « Geek »



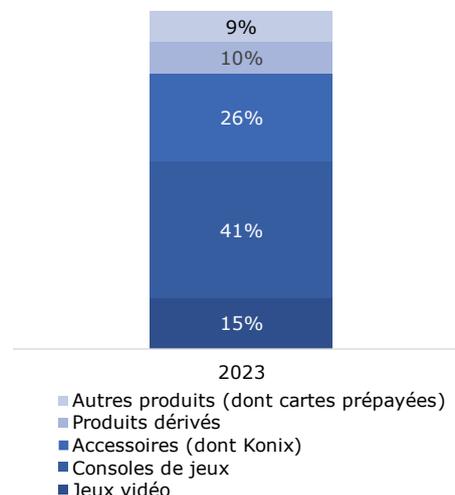
Source : Société et IE Finance

Avec plus de 260 éditeurs et 12 000 références à son catalogue, le groupe propose un choix très exhaustif de produits parmi :

- Les jeux vidéo toutes consoles et PC
- Les consoles et accessoires officiels (Sony, Nintendo, Microsoft, PDP, Hori...)
- Les accessoires tiers consoles et PC (casques, manettes, etc.)
- Sa marque d'accessoires Konix avec ses gammes Drakkar pour PC, Mythics pour les consoles et Hereos pour les produits dérivés
- Des produits dérivés parmi l'ensemble des licences du jeu vidéo, du cinéma, des séries et de la BD.

Le groupe distribue vers tous les canaux de distribution envisageables, en France principalement (87% du CA 2022-23), en Europe (8% du CA) et en Afrique (3% du CA).

### Mix-produit – chiffre d'affaires à fin mars 2023



Source : estimations IE Finance

### L'offre jeux consoles et PC (15% du CA 2023)

Le groupe assure à ses clients le catalogue le plus riche du marché en proposant les plus grandes franchises, ainsi que des titres originaux sur l'intégralité des supports existants : PlayStation™, Xbox™, Switch™ et bien sûr PC.

### L'offre consoles de jeux (41% du CA 2023)

Partenaire des trois grands constructeurs Sony, Microsoft et Nintendo, Le groupe offre un catalogue complet des consoles actuelles : PS5, XBOX SERIES S/X, Nintendo Switch.

### L'offre accessoires (dont Konix) (26% du CA 2023)

Innelec distribue des accessoires gaming, dont les produits officiels des 3 grands constructeurs, afin de proposer une gamme très large d'accessoires gaming consoles et PC.

Parmi cette offre, se situent, par exemple, toutes les manettes Rock Candy™ et Afterglow™ de PDP, les housses pour consoles portables HORI, des câbles de charge ou HDMI, des cartes Live, différents chargeurs pour manettes, etc.

Innelec offre également une variété d'accessoires de mobilité pour une utilisation quotidienne : chargeurs, enceintes Bluetooth, bagagerie, disques durs, câbles, pochettes étanches.

En outre, les gammes de produits high tech sont le prolongement des écosystèmes que le groupe a développé dans la distribution de produits multimédia. L'offre comprend des claviers, souris, stockages, mobiliers, une gamme de produits audio (casque, enceinte, barre de son...), une sélection d'écrans (TV et moniteur PC), etc.

**Konix** est la marque du groupe spécialiste pour PC et Consoles, leader des accessoiristes tiers sur le marché Français (source Panel GSD ventes en volumes à fin mars 2023).

Konix est en pleine expansion à l'international et offre un éventail complet aux joueurs à travers sa gamme Drakkar. Créée en décembre 2014, la marque Konix Drakkar correspond à des accessoires qualitatifs (manette, casque, clavier, souris ...) pour un public de gamers.

La marque propre Konix, créée en septembre 2006, totalise 250 références à fin mars 2023.

Konix propose également de nombreux accessoires pour consoles de salon ou portables dans sa gamme Mythics™ et se place comme le n°1 des licences mangas avec des produits représentant les plus grands héros des licences Naruto, One Piece, My Hero Academy, Jujutsu Kaisen, etc. Au-delà de la Japanimation, le groupe a d'autres licences phares : FFF, PSG, UFC, Stranger Things...

### L'offre produits dérivés (10% du CA 2023)

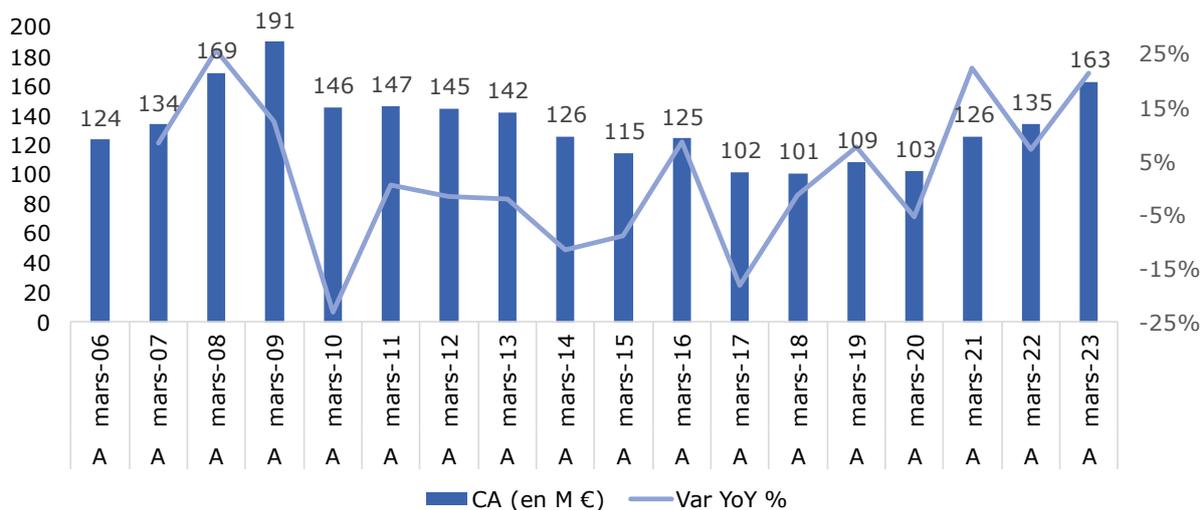
En tant qu'animateur de licences, Innelec propose une large gamme de produits sous licences liés à la pop culture, tels que des figurines, des sacs cabas, du textile, des statuettes, des porte-clés, des jeux de société, des mugs et bien d'autres produits.

### Exemples de produits dérivés



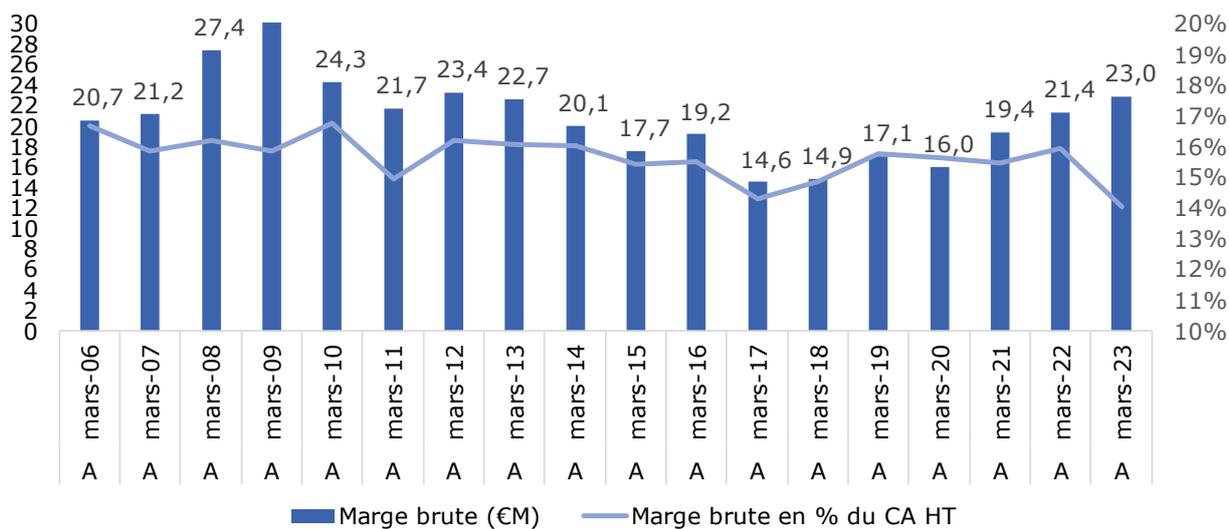
Source : Historique société & IE Finance

## Développement historique du chiffre d'affaires du groupe



Source : Historique société & IE Finance

## Evolution historique de la marge brute du groupe



Source : Historique société & IE Finance

### 3 Des marchés (jeu vidéo et pop culture) larges et en croissance

En tant que distributeur de produits multimédias et animateur de licences, Innelec est actif sur les marchés du jeu vidéo et de la pop culture en France.

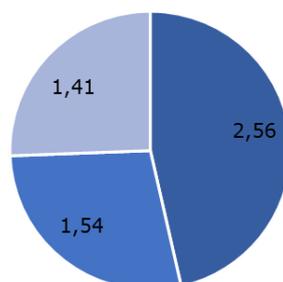
#### Le marché du jeu vidéo (5,5 Mds € en France en 2022 ; CPAM 2012-22 +8,3%)

Selon le SELL (syndicat des éditeurs de logiciels de loisirs), le marché du jeu vidéo s'est montré résilient en France en 2022 et a atteint **5,5 Mds €**, en légère décroissance de 1,6% YoY, du fait des pénuries de composants. Le marché est en **croissance moyenne de plus de 8% par an** sur les 10 dernières années.

Le marché du jeu vidéo est composé de plusieurs segments : les consoles (hardware), les jeux (hardware et software) et les accessoires.

Il est caractérisé par la notion de **cycles**, correspondant notamment aux **différentes générations de consoles, véritables moteurs de l'industrie des jeux vidéo**.

#### Composition du marché du jeu vidéo en France en 2022 (Mds €)



- Ecosystème console (hardware, software et accessoires)
- Ecosystème PC Gaming (hardware, software et accessoires)
- Ecosystème du jeu sur mobile

Source : SELL & IE Finance

#### L'écosystème des consoles nextgen : un réservoir de croissance

La croissance de la base installée de consoles de nouvelle génération entraîne une augmentation des dépenses des consommateurs en jeux et accessoires. Les dernières sorties ont été les suivantes :

- Playstation 5 et Xbox Series fin 2020
- Nintendo Switch Oled en octobre 2021

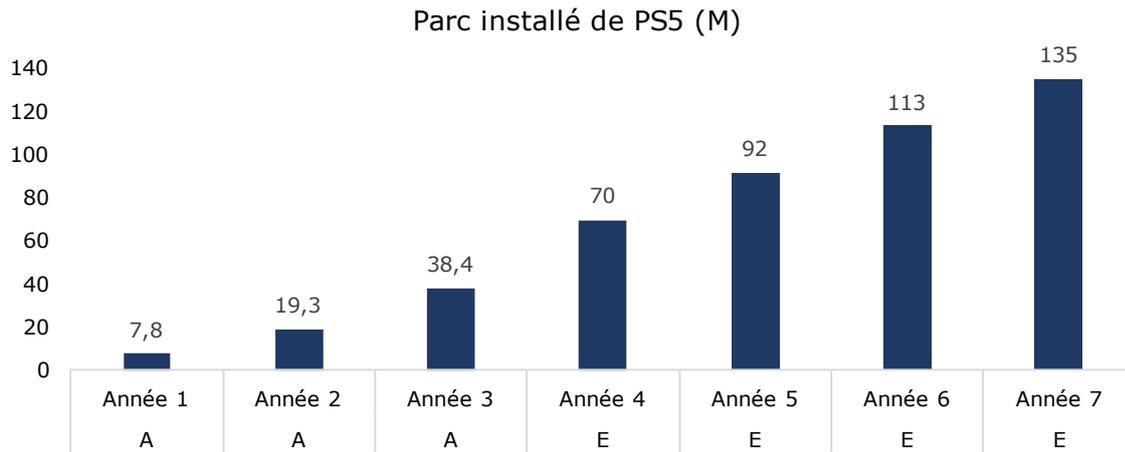
#### Zoom sur les ventes de PlayStation

Fin décembre 2023, Sony a annoncé avoir franchi le cap des **50 M** d'exemplaires vendus de sa console **PlayStation 5**, trois ans après son lancement en novembre 2020. Ces chiffres ont confirmé une **forte accélération des ventes**, soutenues notamment par des sorties de jeux à succès, après avoir été longtemps freinées par les pénuries de composants (semi-conducteurs) et les perturbations mondiales des chaînes d'approvisionnement liées aux mesures sanitaires qui avaient été prises dans de nombreux pays.

Selon certains professionnels du secteur, le **nombre de PlayStation 5 vendues** pourrait atteindre **135 M** d'unités au terme du cycle (7 ans environ), **contre 117 M pour la PlayStation 4**.

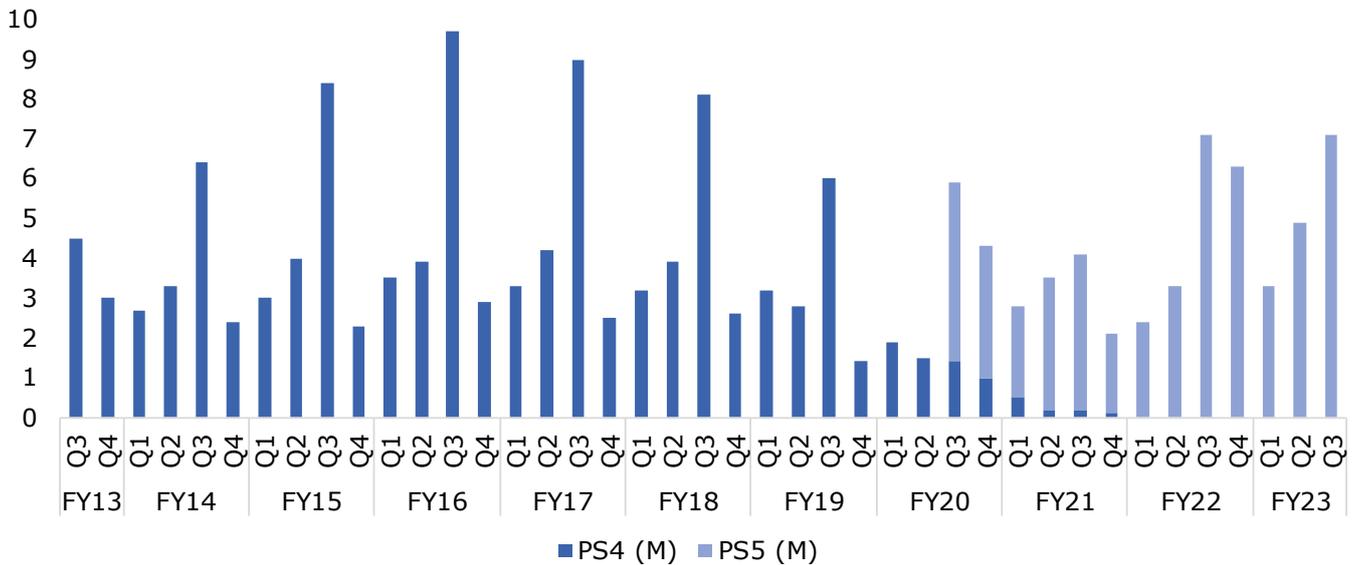
Ainsi, **nous estimons qu'il reste encore environ 4 ans de croissance du parc pour la PS5**.

**Parc installé de PS5 (M d'unités vendues en cumulé) – historique et projections**



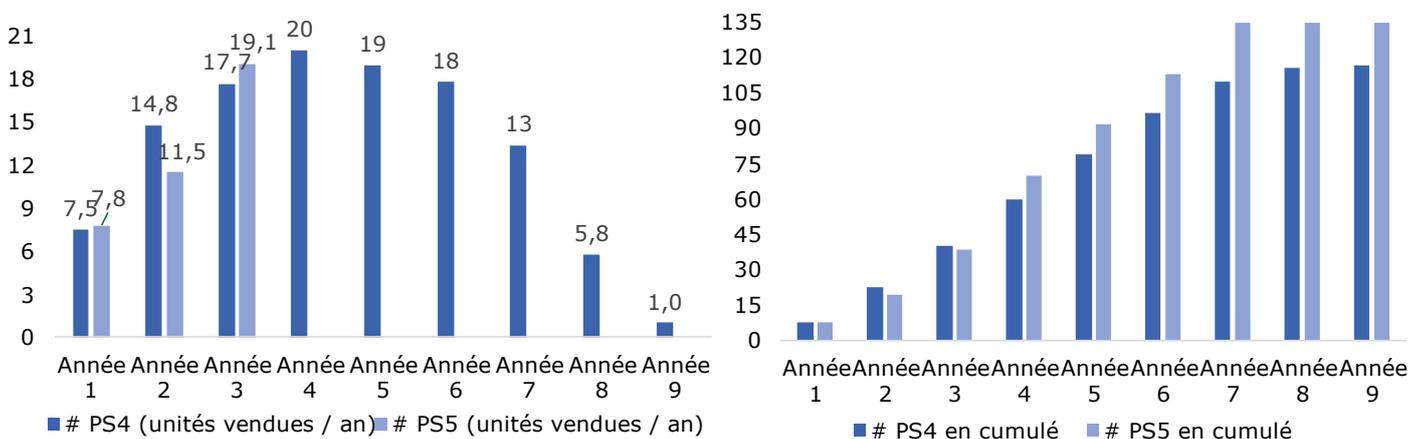
Source : Sony & estimations IE Finance

**Nombre de PS4 et PS5 vendues (en M) depuis leur lancement – par trimestre**



Source : Sony & IE Finance

**Nombre de PS4 et PS5 vendues (en M) depuis leur lancement – par an et en cumulé**



Source : Sony & estimations IE Finance

**Le marché du jeu vidéo est en pleine mutation.** De nouveaux supports de jeux (tablettes tactiles, smartphones, téléviseurs connectés) génèrent de nouvelles habitudes et accélèrent la dématérialisation. Les jeux se développent également via des services de jeux à la demande (ou « cloud gaming ») qui concurrencent les ventes de supports physiques de jeux vidéo.

#### Le marché du licensing : en forte croissance

Les produits dérivés de la pop culture (jouets, accessoires, textiles...) sont créés pour exploiter la notoriété d'une œuvre intellectuelle (blockbusters du cinéma, comics et jeux vidéo, etc.). La licence donne le droit à une entreprise de produire et de vendre les produits issus de cette propriété intellectuelle.

Le marché des produits dérivés a l'avantage de s'adresser au grand public et de présenter une offre à tous les prix.

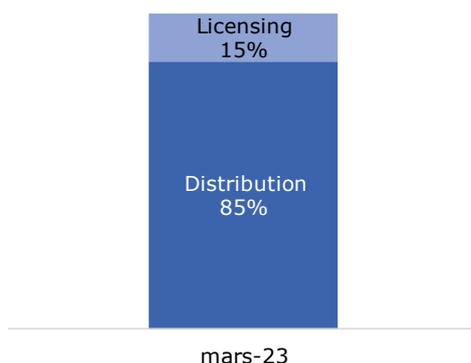
Les produits dérivés offrent une **meilleure rentabilité** aux distributeurs et revendeurs (marges supérieures aux autres produits d'un rayon gaming).

Selon Micromania, le marché de la pop culture génère plus de 11 Mds de dollars de chiffre d'affaires par an aux US.

### 4 Un modèle économique unique, au cœur de la chaîne de valeur du multimédia

Le métier historique d'Innelec, la distribution, représente actuellement environ 85% du CA du groupe contre 15% pour le licensing, en forte croissance. Ces métiers sont complémentaires.

#### Répartition du chiffre d'affaires à fin mars 2023 entre distribution et licensing

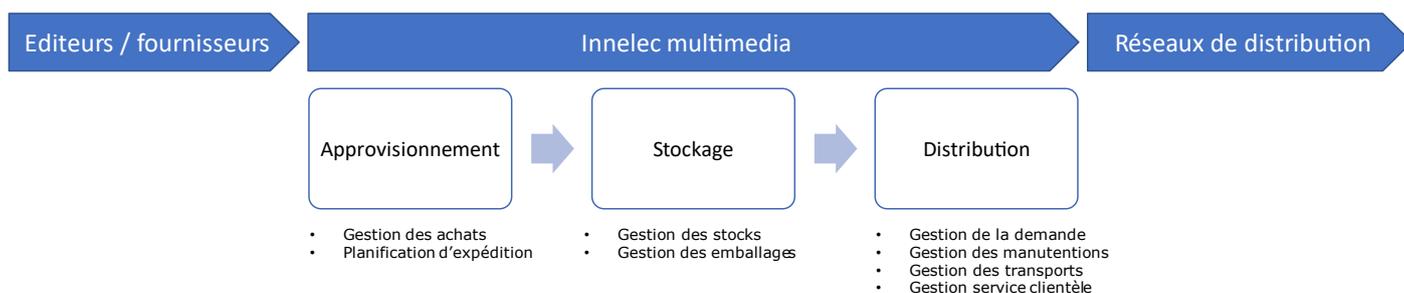


Source : Société et IE Finance

#### La distribution : maillon indispensable de la chaîne de valeur de l'industrie du multimédia

Le rôle d'Innelec se situe entre les éditeurs et les différents réseaux de distribution. Innelec achète les produits auprès des éditeurs, qui sont ensuite revendus auprès de revendeurs en relation directe avec les clients finaux, particuliers et professionnels (de type TPE ou PME).

#### La chaîne de valeur pour l'activité distribution



Source : Société et IE Finance

L'objectif de la société est de **maximiser le service et l'apport de valeur ajoutée dans la prestation proposée aux éditeurs.**

Sa valeur ajoutée réside dans la gestion commerciale et la distribution des produits que les éditeurs ne peuvent ni ne souhaitent traiter auprès d'une partie des réseaux de distribution français.

Les prestations d'Innelec correspondent ainsi à un véritable **prolongement de la démarche commerciale** des intervenants éditeurs du secteur, voire à une totale substitution de leur force commerciale pour certains.

- Les infrastructures techniques mises en place par le groupe et l'expérience accumulée permettent à Innelec d'offrir une prestation de grande qualité aux éditeurs et adaptée à un univers de clients que ceux-ci ne peuvent pas atteindre faute de savoir-faire spécifique (gestion d'un grand nombre de références pour un grand nombre de clients).
- Innelec met à la disposition des plus gros éditeurs une force de vente, un marketing et une organisation des ventes qui leur permet d'atteindre les 20 % de clients que les éditeurs ne souhaitent pas traiter directement, selon Innelec.
- Innelec a la capacité de disposer d'une offre complète et globale qui permet aux éditeurs de toucher à moindre coût un large panel de clients.
- Innelec permet aux éditeurs de livrer, de façon indirecte et centralisée, des revendeurs, dont la grande distribution, répondant ainsi à l'objectif de réduction des coûts des éditeurs et/ou fabricants fournisseurs du groupe en supprimant tout ou partie de leur force de vente.

Ainsi, l'organisation d'Innelec repose principalement sur ses approvisionnements, sa force de vente, sa logistique et son outil informatique.

### L'offre de services

Dédiée à la grande distribution, cette offre de services permet un agencement complet du rayon en animant l'espace de vente pour optimiser la présentation des produits et l'expérience client.

Cette offre s'accompagne également de la mise en place de box dédiés et d'offres spécifiques, ainsi que de relais en catalogues en fonction de la demande des enseignes.

### Exemple : concept « Pop Culture Avenue »



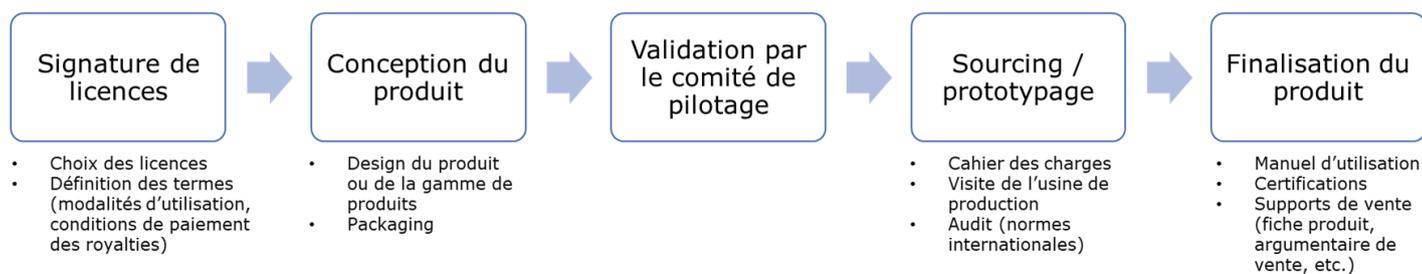
Source : Société et IE Finance

### Le licensing : réussite de la diversification

Innelec propose une offre riche et diversifiée de produits dérivés. L'activité licensing a deux composantes :

- La fabrication par le groupe de produits à licence
- Les licences

## La chaîne de valeur du groupe pour l'activité licensing



Source : Société et IE Finance

## Les clients Les principales enseignes livrées



Source : Société

### Accords de distribution éditeurs/fournisseurs

Innelec a des accords de distribution avec les 3 fabricants de consoles de jeux, leaders du marché. Ainsi, la société distribue les consoles des groupes Nintendo, Sony et Microsoft. La durée moyenne des accords de distribution éditeurs/fournisseurs est de 1 an.

### Approvisionnement et relations fournisseurs

Le groupe s'est toujours développé autour d'une organisation « fabless », ie en externalisant la production des produits qu'elle distribue, et s'approvisionne auprès de fournisseurs renommés, que ce soit pour le multimédia, avec notamment Activision, Bitdefender, Konami, Konix (marque détenue par Innelec), Microsoft, Nintendo, Pathé!, Sony, Ubisoft, Universal ou encore Electronic Arts et Warner ou pour les produits sous licence (licensing).

Nous estimons que la majorité des achats est réalisée auprès de 3 fournisseurs et Innelec travaille avec près de 35 fournisseurs pour les produits de sa marque Konix.

### Une distribution diversifiée

La distribution d'Innelec passe par différents commerces. Le principal canal de distribution des produits correspond à la grande distribution et aux grands magasins (Carrefour par exemple), malgré une baisse historique de sa part, due au recul du marché du jeu vidéo physique. Cette tendance confirme la stratégie du groupe, qui a vocation à être l'unique interlocuteur des revendeurs spécialisés et des grandes surfaces et grands magasins.

## Les circuits de distribution (mix du chiffre d'affaires à fin mars 2023)



Source : Historique société & IE Finance

La part du commerce électronique représente 5% du CA à fin mars 2023. Le groupe distribue via internet des produits physiques auprès de revendeurs en ligne avec une forte notoriété comme Cdiscount, Amazon, LDLC et Rueducommerce.com.

### Le nouveau site logistique de Moussy : totalement opérationnel depuis août 2023

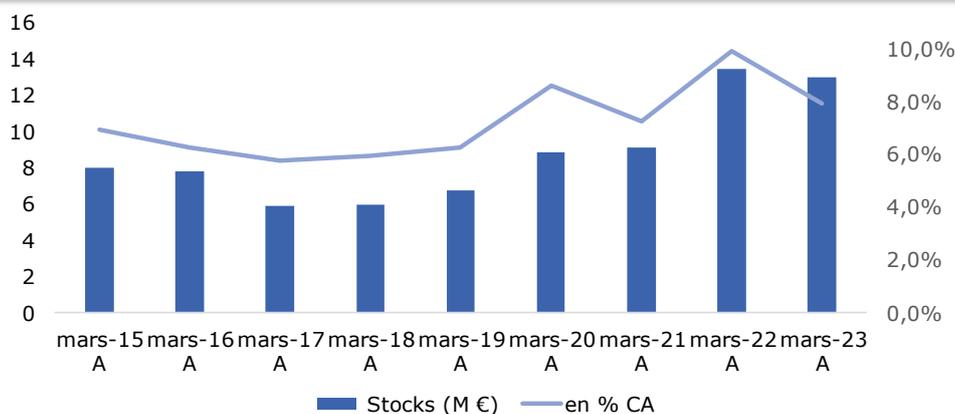
La diffusion des produits doit nécessairement bénéficier d'une gestion logistique efficace. Il convient de distribuer dans de nombreux points de vente de multiples produits. Au cours de l'exercice 2022-23, le groupe a transféré l'ensemble de ses activités logistiques sur le site de Moussy en août 2022.

- Il est situé à proximité de l'aéroport Charles de Gaulle et des grands axes routiers et aéroportuaires.
- Ce site de 15 743 m<sup>2</sup> a permis d'augmenter les capacités de stockage de +67% et de réduire significativement les coûts de personnel, préalablement répartis sur 4 sites, ainsi que les coûts de transport inter-entrepôts.
- Des coûts non-récurrents de transferts (370 k€) ont été supportés au S1 2023-24.
- L'aménagement du site de Moussy a représenté un investissement de 2 M€ financé sur 5 ans.
- Le nouveau site est totalement **opérationnel depuis août 2023**.

### Les stocks

Le niveau de stocks doit permettre à Innelec d'offrir à ses clients une très grande réactivité.

### Niveau historique des stocks du groupe



Source : Historique société & IE Finance

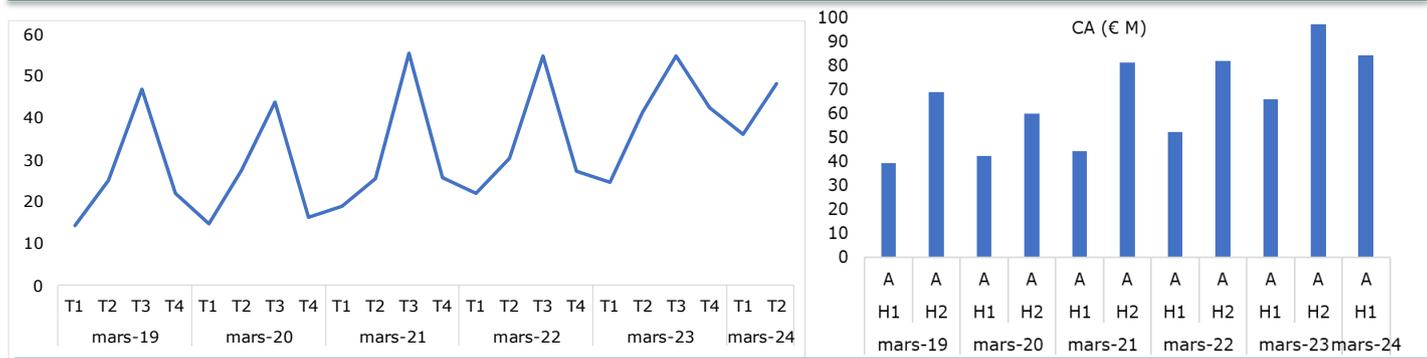
Les stocks sont dépréciés, référence par référence, en fonction de leur obsolescence, de leur potentialité de vente et du taux de rotation. Les références pour lesquelles un accord de retour est prévu avec les fournisseurs ne sont pas dépréciés.

### Saisonnalité favorable au S2

L'activité de la société est marquée par une forte saisonnalité, favorable au S2, la période de fin d'année calendaire restant une période très importante en termes d'activité (fêtes de Noël). Ainsi, le T4 civil représente 41% du chiffre d'affaires consolidé (moyenne sur les 5 dernières années). Cette saisonnalité est également inhérente aux dates de sorties des nouveaux jeux et nouvelles consoles (à l'initiative des éditeurs), qui traditionnellement se situent à la même période.

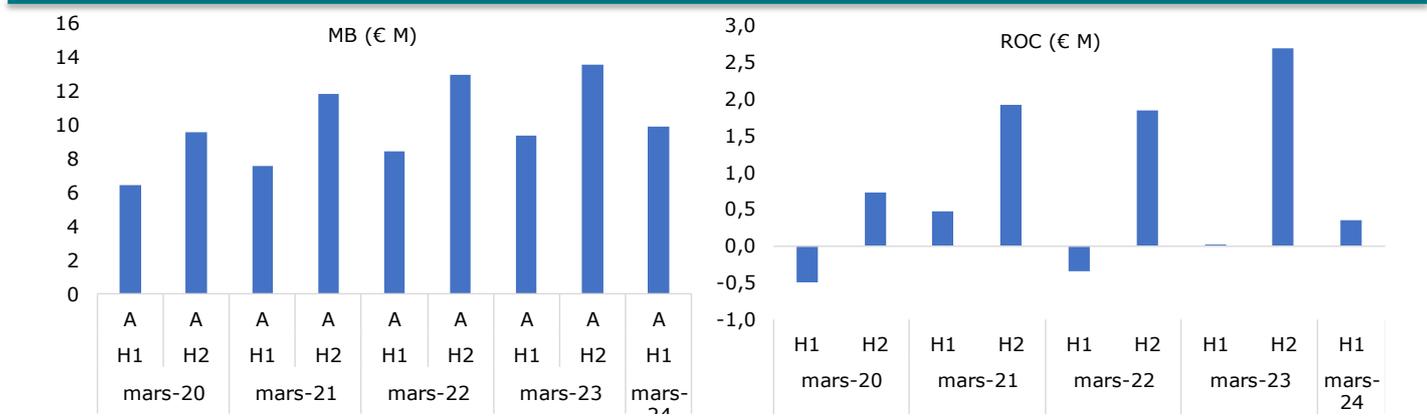
Le développement par le groupe de sa gamme d'accessoires ainsi que celui des activités mobilité, objets connectés et Licensing devrait favoriser, à terme, un lissage de la saisonnalité.

### Chiffre d'affaires (FY à fin mars) - trimestriel et semestriel



Source : Historique société & IE Finance

### Marge brute et ROC - semestriel (FY à fin mars)



Source : Historique société & IE Finance

## 5 Stratégie de développement en 3 axes : succès et poursuite

Le groupe souhaite continuer à **monter dans la chaîne de valeur de l'activité licensing** (développement des licences propriétaires, signatures de nouveaux accords de licence...), tout en **poursuivant le développement de l'activité distribution**.

Ainsi, Innelec vise à devenir un **acteur européen spécialiste de l'animation de licences dans l'Entertainment et la Pop Culture, de la conception à la distribution** clé en mains, pour les réseaux de distribution.

Cette stratégie de diversification vise à limiter la dépendance du groupe vis-à-vis d'une activité (par exemple celle des jeux vidéo) ou d'une zone géographique en particulier (efforts commerciaux sur l'Europe et l'Afrique).

La stratégie s'articule autour de 3 axes principaux :

### (1) Profiter de la transformation du métier historique

Il s'agit pour le groupe de **recupérer la distribution des principaux acteurs du secteur** pour compenser les pertes des revenus dans les jeux vidéo physiques, au moyen d'une offre à valeur ajoutée en termes de négoce, logistique et d'animation en magasin. Le groupe adopte également une organisation commerciale et logistique dédiée aux grands comptes et est capable de gérer la hausse des volumes (nouvelle plateforme logistique de Moussy).

Les dernières réalisations en ce sens :

- Signature d'un **accord avec Sony Playstation** pour distribuer ses produits (consoles, accessoires et jeux) chez Cultura (100 magasins en France, 2 en Belgique et 3 dans les DOM-TOM) et Boulanger (182 magasins en France). Cette reprise d'activité a eu lieu le 1<sup>er</sup> juillet 2022 pour les comptes Boulanger et Cultura et le 1<sup>er</sup> janvier 2023 pour Auchan. Ces accords sont intervenus à un moment opportun : la fin des pénuries sur la PS5.
- Discussions avancées avec de nouvelles enseignes pour la reprise de leurs rayons (France, Drom Com, international).
- Mise en service de la nouvelle plateforme logistique de Moussy.

### (2) Renforcer les accessoires & produits dérivés dans le mix, dont Konix

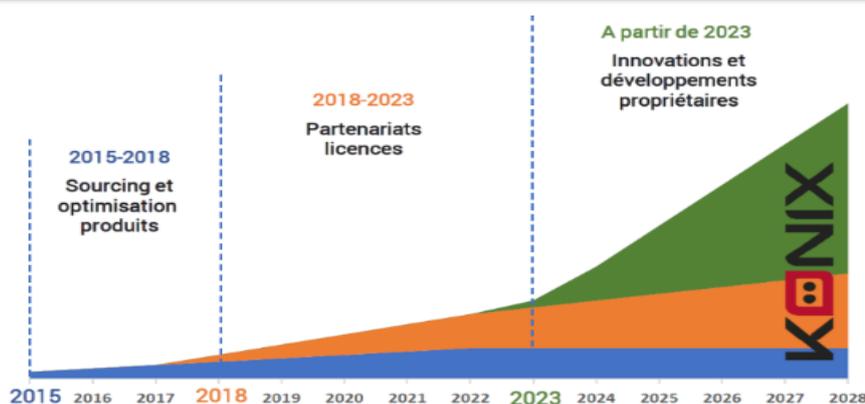
Le groupe souhaite accélérer la diversification dans les accessoires et les produits dérivés par la signature de nouvelles licences. Innelec travaille également à une montée en gamme du catalogue Konix avec des produits lifestyle et high-tech. Enfin, le groupe souhaite élargir les canaux de distribution, notamment sur le web et à l'international pour Konix et les produits dérivés.

Ainsi, le groupe projette de doubler le CA de sa marque Konix à moyen terme.

Les dernières réalisations :

- Segment high-tech : partenariat avec Sony Europe
- Nouveaux accords de licences pour Konix qui lui permettront d'élargir son catalogue et qui seront des leviers dans son développement à l'international :
  - Les produits sous licence du Manga « One Piece » sont disponibles depuis le début d'exercice 2023-24, ainsi que les produits sous licence « PSG ».
  - Un nouvel accord signé début 2023 sur la licence « Stranger Things ». Les produits sont disponibles au S2 2023-24.

### Stratégie Konix : vers un doublement du CA à moyen terme



Source : Société

### (3) Accélérer le développement à l'international

Le groupe souhaite concentrer l'action sur l'Europe dans un premier temps, sur les pays les plus porteurs (cf tableau ci-après), mettre en œuvre les synergies commerciales avec les distributeurs partenaires et vendre directement aux principales enseignes européennes.

#### Potentiel de croissance des marchés du groupe par zone géographique

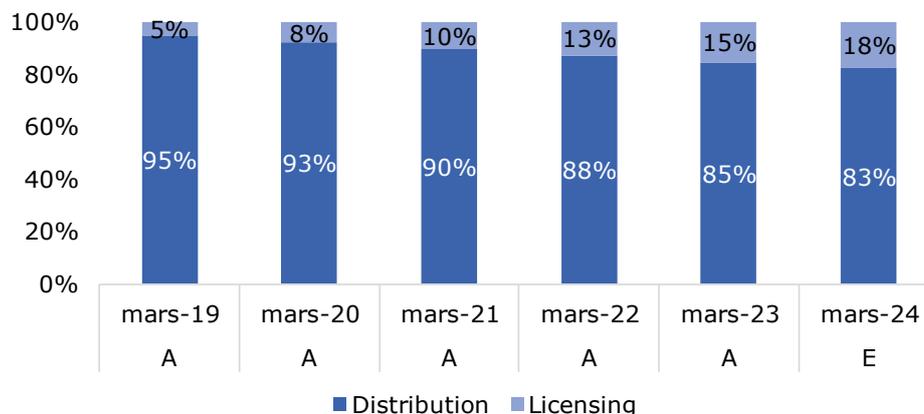
Pays cibles	Potentiel de marché
Allemagne	+++++
Belgique	++++
Espagne	++++
UK	+++
Italie	+++
Reste du monde	+++
Moyen Orient	++
Europe de l'Est	++
Suisse	++
Nordics	+

Source : Société

#### Une stratégie qui porte déjà ses fruits

Aujourd'hui le licensing représente environ 15% du CA du groupe vs 5% il y a 4 ans. Avec des taux de croissance qui devraient être supérieurs à ceux du groupe, cette part devrait progressivement augmenter dans le mix, avec une amélioration concomitante de la marge brute.

#### Repositionnement progressif du CA vers le licensing

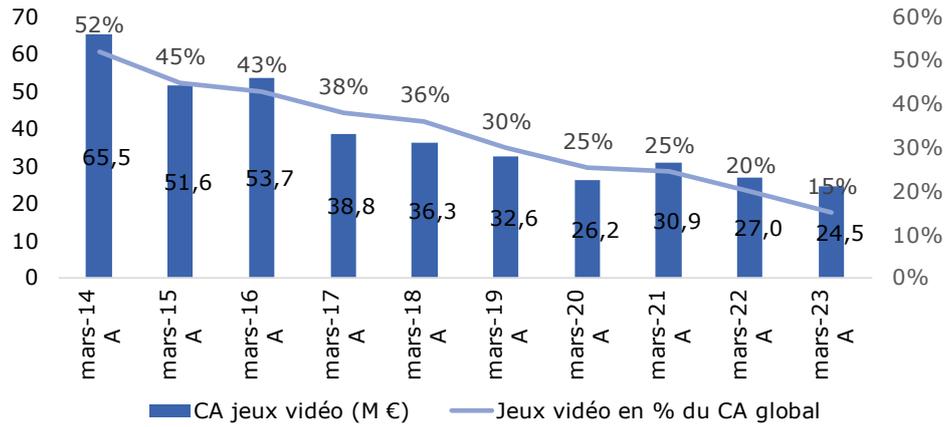


Source : estimations IE Finance

Innelec a noué, depuis plusieurs années, de solides relations avec ses clients et fournisseurs tout en développant de nouveaux produits, ce qui lui permet de faire face à la concurrence du digital.

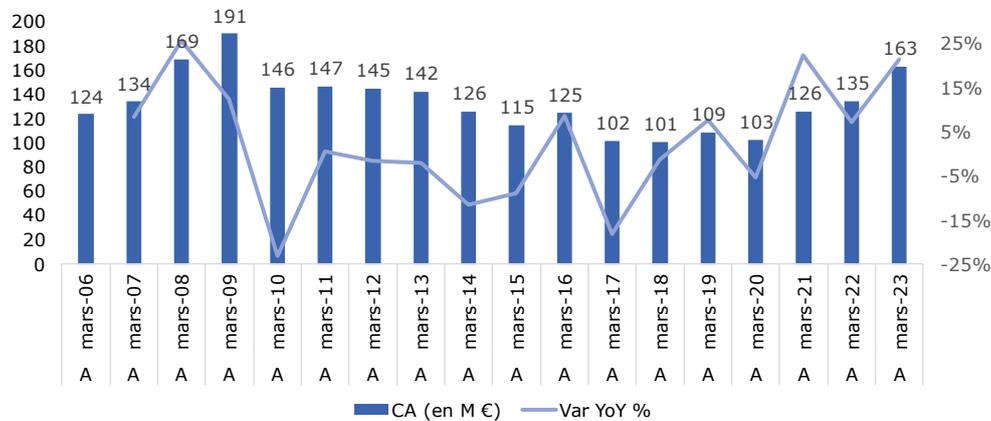
Ainsi, alors que le chiffre d'affaires de l'activité jeux vidéo a été divisé par 3 en 9 ans (de 65,5 M€ à 24,5 M€), le CA groupe a quant à lui augmenté de 126 M€ à c.163 M€ sur cette même période, validant la stratégie de diversification du groupe.

## Baisse historique du CA jeux vidéo...



Source : estimations IE Finance

## ... mais croissance du chiffre d'affaires groupe, grâce au repositionnement de l'activité



Source : Historique société & IE Finance

## 6 Rentabilité soutenue par la diversification et l'optimisation logistique

Nous estimons que le plan stratégique de croissance du groupe devrait également se traduire en une amélioration du taux de marge brute.

### Stratégie de croissance rentable

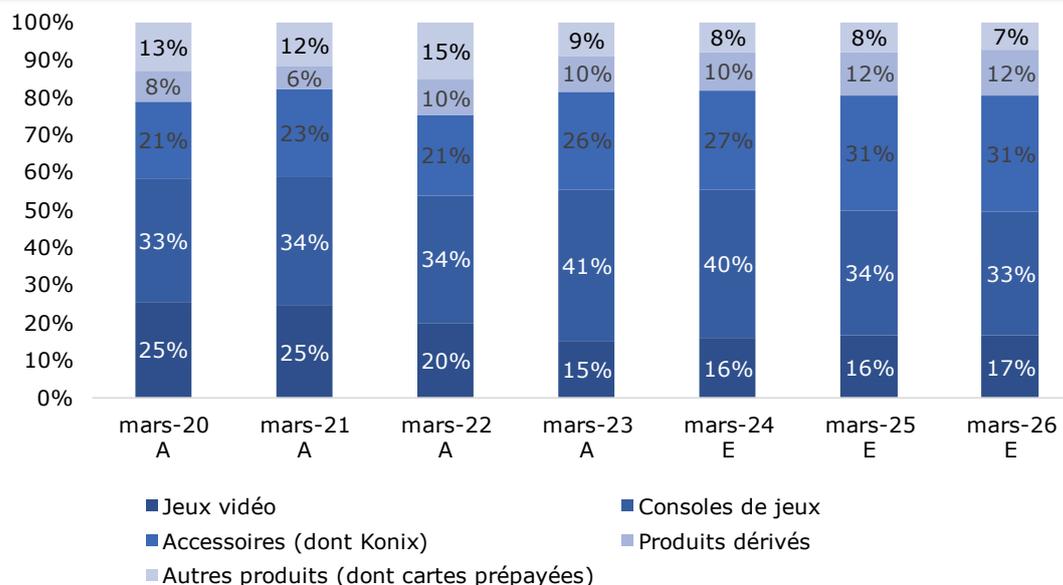
Positionnement	Marché	Produits	Volume (valeur)	Marges
<b>Innelec distribution</b>	Jeu vidéo	Consoles	++++	+
	Jeu vidéo	Software	+++	++
	Jeu vidéo	Accessoires	++	++
	Jeu vidéo	Produits dérivés	+	+++
<b>Innelec licences</b>	Jeu vidéo	Accessoires (avec licences)	+	++++
	Jeu vidéo	Produits dérivés (avec licences)	+	++++

Source : Historique société

### Evolution positive de la marge brute grâce à un mix-produits plus favorable

Une plus forte progression dans le mix des accessoires et produits dérivés, plus profitables, devrait donc avoir un impact positif sur le taux de marge brute du groupe.

### Evolution du mix de CA en faveur des produits à plus forte marge brute



Source : estimations IE Finance

### Optimisation des coûts logistiques avec la nouvelle plate-forme

Le nouveau site est totalement opérationnel depuis août 2023. Il a permis d'augmenter les capacités de stockage de +67% et de réduire significativement les coûts de personnel, préalablement répartis sur 4 sites, ainsi que les coûts de transport inter-entrepôts. Des coûts non-récurrents de transferts (370 k€) ont été supportés au S1 de l'exercice en cours 2023-24.

### Transfert vers le nouvel ERP

Au cours de l'exercice 2022-23, les équipes ont préparé et configuré le nouvel ERP (SAGE X3) dont la mise en place intervient sur l'exercice 2023-24.

### Transport maritime

L'évolution des coûts de transport maritime à l'international sont difficilement prévisibles.

## 7 Santé financière solide & distribution de dividendes

La génération de cash est positive et régulière. La santé financière du groupe est solide avec un **gearing retraité net négatif** (ie retraité des impacts IFRS 16 et factor) attendu à fin mars 2024E et au-delà. De manière générale, les investissements sont relativement limités. Ils correspondent principalement aux infrastructures techniques et logistiques du groupe.

### Santé financière solide : endettement net négatif

FY au 31/03	mars-22	mars-23	mars-24	mars-25	mars-26
	FY	FY	FY	FY	FY
	A	A	E	E	E
Total dettes	29,3	28,1	28,1	28,1	28,1
Trésorerie	19,6	18,6	19,0	20,8	22,4
<b>Endettement brut net (cash net)</b>	<b>9,7</b>	<b>9,5</b>	<b>9,2</b>	<b>7,3</b>	<b>5,8</b>
Gearing brut (% capitaux propres)	42%	40%	37%	27%	19%
dont IFRS 16	12,7	9,9	9,9	9,9	9,9
dont Factor		3,9	3,9	3,9	3,9
<b>Endettement retraité net (cash net)</b>	<b>(3,0)</b>	<b>(4,3)</b>	<b>(4,7)</b>	<b>(6,5)</b>	<b>(8,1)</b>
Gearing retraité net (% capitaux propres)	-13%	-18%	-19%	-24%	-27%

Source : Historique société & estimations IE Finance

Le groupe reste à l'écoute du marché pour réaliser des acquisitions spécifiques de clientèle. Le groupe a également une politique de **distribution de dividendes attractive**, que ce soit en termes de taux de distribution du résultat ou de rendement par rapport au cours moyen de l'action. Nous anticipons une continuité de cette politique de retour de la valeur à l'actionnaire.

### Politique de distribution de dividendes

FY au 31/03	mars-18	mars-19	mars-20	mars-21	mars-22	mars-23
	FY	FY	FY	FY	FY	FY
	A	A	A	A	A	A
<b>Dividende par action (€)</b>	<b>0,2</b>	<b>0,2</b>	<b>0,0</b>	<b>0,8</b>	<b>0,4</b>	<b>0,5</b>
% payout ratio (ratio de distribution)	17%	36%	0%	31%	98%	109%
% dividend yield (rendement)	3,8%	3,7%	0,0%	15,7%	5,2%	9,3%

Source : Historique société & IE Finance

## 8 Management & organes d'administration

Au 31 mars 2023, la société est dirigée par un directoire et un conseil de surveillance :

Composition du directoire :

- Nicolas Berthou, Président du directoire
- Sébastien Rams
- Juan Vidueira

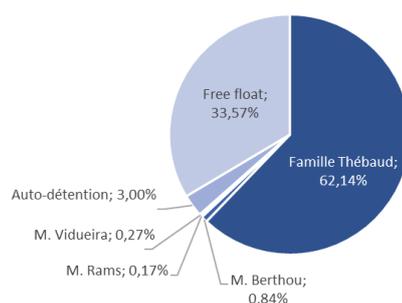
Composition du conseil de surveillance :

- Denis Thébaud, Président du conseil de surveillance
- 6 administrateurs et 4 administratrices, dont 4 sont indépendants.

## 9 Actionnariat

Le free float est significatif à 33,57% du capital à fin mars 2023.

### Actionnariat au 31/03/2023



Source : Historique Société et IE Finance

## 10 Résultats S1 2023-24

### Les faits marquants du S1 2024

Le CA au S1 2024 était en hausse de +28% YoY à 84 M€. La progression de l'activité Gaming (consoles et jeux vidéo) était très supérieure au marché à +65% YoY en raison de la fin de la pénurie en consoles de nouvelle génération et d'une riche actualité éditoriale en matière de jeux vidéo.

Ainsi, le taux de marge brute à 11,7% vs 14,2% au S1 l'an dernier a été logiquement impacté par un mix-produits défavorable (taux de marge plus faible des consoles par rapport au reste de l'offre). Cependant, en volume, la marge brute a progressé d'environ +6% YoY.

Les charges externes ainsi que les charges de personnel ont été contenues, alors que le groupe a enregistré des coûts non récurrents du transfert de sa plate-forme logistique pour 0,37 M€.

Le ROC s'est établi à 0,35 M€ vs 0,01 M€ l'an passé.

### Perspectives S2 2023-24

Les livraisons de consoles Sony devraient être plus également réparties (croissance exceptionnelle du groupe de +56% au T4 l'an dernier, tirée par un effet rattrapage des livraisons de PS5).

En outre, Innelec anticipe un fort ralentissement des achats de Casino au S2.

Les résultats devraient être soutenus par la saisonnalité favorable au S2, les discussions avancées avec de nouvelles enseignes pour la reprise de leurs rayons et l'optimisation des coûts logistiques après le transfert de la plate-forme.

- En synthèse, **le groupe attend un chiffre d'affaires au S2 stable YoY.**
- **Le taux de marge au S2 devrait être supérieur à celui du S1 en séquentiel**, du fait d'un mix produit plus favorable (moins de consoles).

### Guidance

Date	Evènement	Horizon	Révision	Détails
15/12/2022	RS 2022-23	<u>Perspectives S2 2022-23</u>		Croissance au S2 et amélioration des résultats La croissance de la base installée de consoles de nouvelles génération constitue un réservoir de croissance. Impact positif sur la rentabilité des produits dérivés
10/05/2023	CA T4 2022-23	<u>Perspectives 2023-24</u>		Poursuite de la croissance dans les différentes lignes de produits
14/06/2023	Résultats FY 2022-23	<u>Perspectives 2023-24</u>		Croissance associée à une nouvelle amélioration des résultats
26/07/2023	CA T1 2023-24	nc		nc
09/11/2023	CA S1 2023-24	<u>Perspectives S2 2023-24</u>		Poursuite de la croissance au S2 2023-24.
13/12/2023	RS 2023-24	<u>Perspectives S2 2023-24</u>	Baisse	CA au S2 sensiblement égal au S2 l'an passé Taux de marge > à celui du S1 2023-24 du fait d'un mix produit plus favorable
		<u>Perspectives moyen-terme</u>		Moyens logistiques et organisationnels pour suivre la croissance La montée en puissance régulière du parc de consoles de nouvelle génération constitue un moteur de croissance future
15/02/2024	CA T3 2023-24	nc		nc

Source : Historique Société et IE Finance

## 11 Etats financiers projetés

### CA par activité – croissance, volume et mix

CA (en M€) FY au 31/03	A		E		E
	mars-22	mars-23	mars-24	mars-25	mars-26
	FY	FY	FY	FY	FY
Jeux vidéo et consoles	72,5	90,8	101,8	92,3	97,6
Jeux vidéo	26,9	24,5	28,9	30,4	32,5
Consoles de jeux	45,7	66,3	72,9	62,0	65,1
Accessoires (dont Konix)	28,6	42,6	49,0	56,3	60,8
Produits dérivés	12,9	15,6	18,7	21,5	23,8
Autres produits (dont cartes prépayées)	20,3	14,3	14,3	14,3	14,3
<b>Total</b>	<b>135,0</b>	<b>163,3</b>	<b>183,8</b>	<b>184,4</b>	<b>196,5</b>
<b>Var YoY %</b>					
Jeux vidéo et consoles	-2%	25%	12%	-9%	6%
Jeux vidéo	-13%	-9%	18%	5%	7%
Consoles de jeux	5%	45%	10%	-15%	5%
Accessoires (dont Konix)	-3%	49%	15%	15%	8%
Produits dérivés	68%	21%	20%	15%	11%
Autres produits (dont cartes prépayées)	39%	-29%	0%	0%	0%
<b>Total</b>	<b>7%</b>	<b>22%</b>	<b>13%</b>	<b>0%</b>	<b>7%</b>
<b>Mix produit</b>					
	A		E		E
	mars-22	mars-23	mars-24	mars-25	mars-26
	FY	FY	FY	FY	FY
Jeux vidéo et consoles	54%	56%	55%	50%	50%
Jeux vidéo	20%	15%	16%	16%	17%
Consoles de jeux	34%	41%	40%	34%	33%
Accessoires (dont Konix)	21%	26%	27%	31%	31%
Produits dérivés	10%	10%	10%	12%	12%
Autres produits (dont cartes prépayées)	15%	9%	8%	8%	7%
<b>Total</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>

Source : Historique Société et estimations IE Finance

### Marge brute soutenue par le mix-produits favorable

Au 31/03	mars-22	mars-23	mars-24	mars-25	mars-26
	FY	FY	FY	FY	FY
Marge brute (€M)	A	A	E	E	E
Jeux vidéo et consoles		5,4	5,8	5,3	5,6
Jeux vidéo		2,1	2,5	2,4	2,6
Consoles de jeux		3,3	3,3	2,8	3,0
Accessoires (dont Konix)		12,8	12,2	13,5	14,6
Produits dérivés		4,4	4,7	5,1	5,7
Autres produits (dont cartes prépayées)		0,4	0,4	0,4	0,4
<b>Groupe</b>	<b>21,4</b>	<b>23,0</b>	<b>23,1</b>	<b>24,4</b>	<b>26,3</b>
Au 31/03	mars-22	mars-23	mars-24	mars-25	mars-26
	FY	FY	FY	FY	FY
Marge brute en % du CA HT	A	A	E	E	E
Jeux vidéo et consoles		5,9%	5,7%	5,7%	5,7%
Jeux vidéo		8,5%	8,5%	8,0%	8,0%
Consoles de jeux		5,0%	4,6%	4,6%	4,6%
Accessoires (dont Konix)		30,0%	25,0%	24,0%	24,0%
Produits dérivés		28,0%	25,0%	24,0%	24,0%
Autres produits (dont cartes prépayées)		3,0%	3,0%	3,0%	3,0%
<b>Groupe</b>	<b>15,9%</b>	<b>14,1%</b>	<b>12,6%</b>	<b>13,2%</b>	<b>13,4%</b>
<b>Variation Marge brute (bps)</b>					
<b>Groupe</b>		<b>(189)</b>	<b>(147)</b>	<b>62</b>	<b>18</b>

Source : estimations IE Finance

## Compte de résultat projeté

Au 31/03 (en M €)	mars-22	mars-23	mars-24	mars-25	mars-26
	A	A	E	E	E
<b>Chiffre d'affaires</b>	<b>135,0</b>	<b>163,7</b>	<b>184,2</b>	<b>184,8</b>	<b>196,9</b>
% var YoY	7,2%	21,2%	12,5%	0,4%	6,5%
<b>Marge Brute</b>	<b>21,4</b>	<b>23,0</b>	<b>23,1</b>	<b>24,4</b>	<b>26,3</b>
% du CA HT	15,9%	14,1%	12,6%	13,2%	13,4%
Charges externes	(9,9)	(9,6)	(9,4)	(9,4)	(9,9)
% CA HT	7,4%	5,9%	5,1%	5,1%	5,1%
Charges de personnel	(8,1)	(8,0)	(8,3)	(8,3)	(8,7)
% CA HT	6,0%	4,9%	4,5%	4,5%	4,5%
<b>Résultat opérationnel courant</b>	<b>1,5</b>	<b>2,7</b>	<b>2,8</b>	<b>3,9</b>	<b>4,7</b>
% var YoY	-37,5%	79,9%	5,1%	37,1%	20,6%
% du CA HT	1,1%	1,7%	1,5%	2,1%	2,4%
<b>Résultat opérationnel</b>	<b>1,5</b>	<b>2,7</b>	<b>2,8</b>	<b>3,9</b>	<b>4,7</b>
% var YoY	-78,9%	79,9%	5,1%	37,1%	20,6%
% du CA HT	1,1%	1,7%	1,5%	2,1%	2,4%
Autres produits & charges opérationnelles					
<b>Résultat financier</b>	<b>(0,7)</b>	<b>(0,9)</b>	<b>(0,8)</b>	<b>(0,8)</b>	<b>(0,8)</b>
<b>Résultat avant impôt</b>	<b>0,8</b>	<b>1,8</b>	<b>2,0</b>	<b>3,0</b>	<b>3,8</b>
Impôts	0,3	(0,5)	(0,5)	(0,8)	(1,0)
<b>Résultat Net</b>	<b>1,2</b>	<b>1,3</b>	<b>1,5</b>	<b>2,2</b>	<b>2,8</b>
% var YoY	-83,5%	14,6%	8,7%	52,8%	26,3%
% CA HT	0,9%	0,8%	0,8%	1,2%	1,4%
<b>BPA (de base)</b>	<b>0,41</b>	<b>0,46</b>	<b>0,50</b>	<b>0,76</b>	<b>0,96</b>
% var YoY	-84%	12%	9%	53%	26%
<b>BPA dilué</b>	<b>0,41</b>	<b>0,46</b>	<b>0,50</b>	<b>0,76</b>	<b>0,96</b>

Source : Historique société &amp; estimations IE Finance

## Bilan projeté

Bilan - au 31/03 (en M €)	mars-22	mars-23	mars-24	mars-25	mars-26
	FY	FY	FY	FY	FY
	A	A	E	E	E
<b>ACTIF</b>					
Goodwill	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7
Immobilisations incorporelles	5,6	5,7	6,0	6,0	6,0
Immobilisations corporelles	13,9	12,7	10,6	10,9	11,2
Actifs financiers non courants	1,9	2,1	2,2	2,2	2,2
Actifs d'impôts différés	1,3	0,9	0,9	0,9	0,9
<b>Total actifs non courants</b>	<b>23,3</b>	<b>22,0</b>	<b>20,3</b>	<b>20,6</b>	<b>20,9</b>
Stocks	13,4	13,0	16,6	16,6	17,7
Clients	15,9	25,0	27,6	27,7	29,5
Autres créances	9,0	7,1	8,0	8,1	8,6
Actifs financiers courants					
Trésorerie	19,6	18,6	19,0	20,8	22,4
<b>Total des actifs courants</b>	<b>57,9</b>	<b>63,8</b>	<b>71,2</b>	<b>73,3</b>	<b>78,2</b>
<b>Total de l'actif</b>	<b>81,2</b>	<b>85,8</b>	<b>91,5</b>	<b>93,8</b>	<b>99,1</b>
<b>CAPITAUX PROPRES ET PASSIFS</b>					
Capital	4,5	4,6	4,6	4,6	4,6
Réserves liées au capital	19,3	19,4	20,8	22,2	24,5
Réserves consolidées	(1,3)	(1,4)	(1,4)	(1,4)	(1,4)
Résultat consolidé groupe	1,2	1,3	1,5	2,2	2,8
Actions propres	(0,5)	(0,5)	(0,5)	(0,5)	(0,5)
<b>Total des capitaux propres</b>	<b>23,2</b>	<b>23,5</b>	<b>25,0</b>	<b>27,2</b>	<b>30,0</b>
Provisions à LT	0,7	0,5	0,5	0,5	0,5
Passifs financiers non courants	12,2	10,5	10,5	10,5	10,5
Autres dettes non courantes					
Passifs d'impôt différé	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
<b>Total des passifs non courants</b>	<b>13,1</b>	<b>11,2</b>	<b>11,2</b>	<b>11,2</b>	<b>11,2</b>
Provisions à CT					
Dettes fournisseurs	22,0	26,2	29,5	29,6	31,6
Passifs financiers courants	17,0	17,7	17,7	17,7	17,7
Autres dettes courantes	5,9	7,1	8,1	8,1	8,7
<b>Total des passifs courants</b>	<b>44,9</b>	<b>51,0</b>	<b>55,3</b>	<b>55,4</b>	<b>57,9</b>
<b>Total des capitaux propres et du passif</b>	<b>81,2</b>	<b>85,8</b>	<b>91,5</b>	<b>93,8</b>	<b>99,1</b>

Source : Historique société &amp; estimations IE Finance

## TFT projeté

TFT - au 31/03 (en M €)	mars-22	mars-23	mars-24	mars-25	mars-26
	FY	FY	FY	FY	FY
	A	A	E	E	E
Résultat net de l'exercice	1,2	1,3	1,5	2,2	2,8
+ Amortissements et provisions - reprises	1,3	1,5	1,5	1,5	1,6
+ var des impôts différés	0,3	(0,4)			
<b>CAF</b>	<b>2,8</b>	<b>2,5</b>	<b>2,9</b>	<b>3,7</b>	<b>4,4</b>
Variations du besoin en fonds de roulement	(2,7)	(1,0)	(2,8)	(0,1)	(1,0)
<b>Flux net de trésorerie généré par l'activité</b>	<b>0,2</b>	<b>1,5</b>	<b>0,1</b>	<b>3,6</b>	<b>3,4</b>
- Acquisition d'immos	(12,3)	(2,4)	(0,3)	(0,3)	(0,3)
+ cession d'immos		2,0			
- var. des créances financières	0,0	(0,2)			
<b>Flux net de trésorerie lié aux opérations d'investissement</b>	<b>(12,3)</b>	<b>(0,5)</b>	<b>(0,3)</b>	<b>(0,3)</b>	<b>(0,3)</b>
- dividendes versés aux actionnaires	(2,3)	(1,0)	(1,5)	0,0	0,0
+ autres variations sur le capital	0,4	0,2			
+ souscription d'emprunts	14,9	7,2	2,0	2,0	2,0
- remboursement d'emprunts	(17,3)	(5,9)	(2,0)	(2,0)	(2,0)
<b>Flux net de trésorerie lié aux opérations de financement</b>	<b>(4,3)</b>	<b>0,5</b>	<b>(1,5)</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>
<b>Variation de trésorerie</b>	<b>(16,4)</b>	<b>1,4</b>	<b>(1,7)</b>	<b>3,3</b>	<b>3,1</b>

Source : Historique société & estimations IE Finance

## 12 Valorisation : objectif de cours à 10,60 € - Opinion Achat Fort

Notre objectif de cours de 10,60 € résulte d'une moyenne entre deux méthodologies de valorisation : DCF et comparables boursiers.

Le potentiel de hausse est de +74%. Nous initions la couverture du titre à Achat Fort.

### Notre OC résulte d'une moyenne entre plusieurs méthodes de valorisation :

Valeur du titre (EUR)	Poids	€
DCF	50%	14,4
Comparables	50%	6,8
<b>Objectif de cours</b>		<b>10,6</b>
Dernier cours		6,08
Upside / Downside potential		74%

Source : estimations In Extenso Finance

### Méthode DCF : valorisation du titre à 14,40 €

Nos hypothèses sont détaillées dans le tableau ci-dessous.

Flux de trésorerie actualisés	Valeur du titre : 14,4 €					Potentiel : +136%					2023-2033E	
Free Cash Flows (31/03, M€)	mars-23	mars-24	mars-25	mars-26	mars-27	mars-28	mars-29	mars-30	mars-31	mars-32	mars-33	CAGR
Chiffre d'affaires	164	184	185	197	207	218	220	222	225	227	229	+3,4%
% var		+12,5%	+0,4%	+6,5%	+5,2%	+5,3%	+1,0%	+1,0%	+1,0%	+1,0%	+1,0%	
EBIT	2,7	2,8	3,9	4,7	5,7	6,8	6,6	6,7	6,8	6,8	6,9	+9,8%
% Marge	1,6%	1,5%	2,1%	2,4%	2,7%	3,1%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	
Taux d'impôts (%)	26,8%	27,0%	27,0%	27,0%	27,0%	27,0%	27,0%	27,0%	27,0%	27,0%	27,0%	
D&A	1,5	1,5	1,5	1,6	1,7	1,7	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8	
% du CA	0,9%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%	
CAPEX		(1,5)	(1,5)	(1,6)	(1,7)	(1,7)	(1,8)	(1,8)	(1,8)	(1,8)	(1,8)	
% du CA	0,0%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%	
BFR	11,8	14,6	14,7	15,6	16,4	17,3	17,5	17,6	17,8	18,0	18,2	+4,4%
% du CA	7,2%	7,9%	7,9%	7,9%	7,9%	7,9%	7,9%	7,9%	7,9%	7,9%	7,9%	
Variation de BFR		(2,8)	(0,1)	(1,0)	(0,8)	(0,9)	(0,2)	(0,2)	(0,2)	(0,2)	(0,2)	
<b>Free Cash Flows</b>		<b>-1</b>	<b>3</b>	<b>2</b>	<b>3</b>	<b>4</b>	<b>5</b>	<b>5</b>	<b>5</b>	<b>5</b>	<b>5</b>	

Tableau des Free Cash-Flows (M€)	mars-24	mars-25	mars-26	mars-27	mars-28	mars-29	mars-30	mars-31	mars-32	mars-33	Valeur terminale
Flux de trésorerie	-0,8	2,8	2,5	3,3	4,1	4,7	4,7	4,8	4,8	4,9	64,2
% var		-462%	-12%	+36%	+22%	+14%	+1%	+1%	+1%	+1%	
WACC	9,1%	9,1%	9,1%	9,1%	9,1%	9,1%	9,1%	9,1%	9,1%	9,1%	
Période	0,08	1,08	2,08	3,08	4,08	5,08	6,08	7,08	8,08	9,08	9,08
Coefficient d'actualisation	0,99	0,91	0,83	0,77	0,70	0,64	0,59	0,54	0,50	0,45	0,45
<b>Flux de trésorerie actualisés</b>	<b>-0,8</b>	<b>2,5</b>	<b>2,1</b>	<b>2,6</b>	<b>2,9</b>	<b>3,0</b>	<b>2,8</b>	<b>2,6</b>	<b>2,4</b>	<b>2,2</b>	<b>29,2</b>

WACC	9,1%
Lever financier	36,7%
Taux d'impôt	27,0%
<b>Coût de la dette</b>	<b>2,1%</b>
Taux sans risque	2,9%
Beta	1,12
Prime de risque	6,3%
Prime small caps	3,2%
<b>Coût du capital</b>	<b>13,1%</b>
<b>Taux de croissance à l'infini</b>	<b>+1,4%</b>

Analyse de sensibilité (EUR)	Taux de croissance à l'infini								
WACC	1,1%	1,2%	1,3%	1,4%	1,5%	1,6%	1,7%	1,8%	
	7,6%	18,2	18,4	18,6	18,8	19,1	19,3	19,6	19,8
	8,1%	16,6	16,7	16,9	17,1	17,3	17,5	17,7	17,9
	8,6%	15,2	15,3	15,5	15,6	15,8	16,0	16,1	16,3
	9,1%	14,0	14,1	14,2	14,4	14,5	14,6	14,8	14,9
	9,6%	12,9	13,0	13,1	13,2	13,3	13,5	13,6	13,7
	10,1%	12,0	12,1	12,1	12,2	12,3	12,4	12,5	12,7

Valeur du titre (€)	
Valeur d'entreprise (EURM)	51,4
+ Titres financiers	2,2
- Endettement financier net (mars 2024)	9,2
- Provisions	0,5
- Minoritaires	
<b>Valeur des capitaux propres (EURM)</b>	<b>43,9</b>
Nombre d'actions (M)	3,06
<b>Valeur du titre (EUR)</b>	<b>14,4</b>
Cours de l'action	6,1
<b>Potentiel de hausse/baisse (%)</b>	<b>+136%</b>

Evolution des FCFs										
(EURmm)	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033
EBIT	2,7	2,8	3,9	4,7	5,7	6,8	6,6	6,7	6,8	6,9
Impôts sur le revenu	(0,8)	(0,8)	(0,8)	(0,8)	(0,8)	(0,8)	(0,8)	(0,8)	(0,8)	(0,8)
CAPEX		(1,5)	(1,5)	(1,6)	(1,7)	(1,7)	(1,8)	(1,8)	(1,8)	(1,8)
Variation de BFR		(2,8)	(0,1)	(1,0)	(0,8)	(0,9)	(0,2)	(0,2)	(0,2)	(0,2)
<b>Free Cash Flows</b>	<b>-1</b>	<b>3</b>	<b>2</b>	<b>3</b>	<b>4</b>	<b>5</b>	<b>5</b>	<b>5</b>	<b>5</b>	<b>5</b>

Source : estimations In Extenso Finance

## Méthode des comparables boursiers : valorisation du titre à 6,80 €

La méthode de valorisation par application des multiples d'un échantillon de comparables boursiers à nos estimations des principaux agrégats du groupe (moyenne 2024-25E) nous permet de calculer une fourchette de valorisation du titre de 5,20 € à 9,20 €, et en moyenne un prix par action de 6,80 €.

	EBITDA	EBITDA	EBIT	EBIT	RN	RN
	Cal 2024	Cal 2025	Cal 2024	Cal 2025	Cal 2024	Cal 2025
Agrégats Société	6,4	7,4	3,6	4,5	2,0	2,7
	EV/EBITDA	EV/EBITDA	EV/EBIT	EV/EBIT	PE	PE
Multiples boursiers retenus des pairs (x)	4,0	3,5	9,6	7,8	7,8	6,1
Valorisation induite des capitaux propres	19	19	28	28	16	16
Par action :	6,1	6,2	9,1	9,2	5,2	5,3
<b>Valeur du titre</b>	<b>6,8 €</b>					
# actions ('000)	3 056					
Dernier cours	6,1 €					
Potentiel upside / downside %	13%					

	Market cap (last)	Sales	Sales	Sales	Sales	EBITDA	EBITDA	EBITDA	EBIT	EBIT	EBIT	RN	RN	RN
	(M)	FY0	FY1	FY2	FY3	FY1	FY2	FY3	FY1	FY2	FY3	FY1	FY2	FY3
€ GUI-FR Guillemot	75	121	121	133	141	8	16	20	2	9	12	1	7	10
€ NACON-PAR Nacon	128	156	175	200	223	61	70	82	19	23	29	13	15	20
€ BIG-FR Bigben	49	283	303	328	355	68	78	90	22	26	33	9	11	14
€ FNAC-FR Fnac Darty	654	7 949	7 856	7 980	8 100	449	488	519	174	211	232	69	94	115
€ ALLDL-FR LDLC	107	567	576	608	641	17	28	31	8	18	20	6	13	14

	Sales	Sales	Sales	EBITDA	EBITDA	EBITDA	EBIT	EBIT	EBIT	RN	RN	RN
	FY1	FY2	FY3	FY1	FY2	FY3	FY1	FY2	FY3	FY1	FY2	FY3
	% var YoY	% var YoY	% var YoY	Marge	Marge	Marge	Marge	Marge	Marge	Marge	Marge	Marge
€ GUI-FR Guillemot	0%	10%	6%	7%	12%	14%	1%	7%	9%	1%	5%	7%
€ NACON-PAR Nacon	12%	14%	12%	35%	35%	37%	11%	11%	13%	8%	8%	9%
€ BIG-FR Bigben	7%	8%	8%	22%	24%	25%	7%	8%	9%	3%	3%	4%
€ FNAC-FR Fnac Darty	-1%	2%	2%	6%	6%	6%	2%	3%	3%	1%	1%	1%
€ ALLDL-FR LDLC	1%	6%	5%	3%	5%	5%	1%	3%	3%	1%	2%	2%

	Multiples boursiers	Mcap	EV/CA	EV/CA	EV/CA	EV/CA	EV/EBITDA	EV/EBITDA	EV/EBITDA	EV/EBIT	EV/EBIT	EV/EBIT	PE	PE	PE
			FY0	FY1	FY2	FY3	FY1	FY2	FY3	FY1	FY2	FY3	FY1	FY2	FY3
€ GUI-FR Guillemot		75	0,4	0,4	0,4	0,4	6,1	3,2	2,6	33,5	6,0	4,3	68,1	10,6	7,6
€ NACON-PAR Nacon		128	1,7	1,5	1,3	1,2	4,4	3,8	3,3	14,3	11,7	9,0	9,5	8,5	6,3
€ BIG-FR Bigben		49	1,1	1,1	1,0	0,9	4,8	4,1	3,6	14,6	12,6	9,8	5,6	4,6	3,5
€ FNAC-FR Fnac Darty		654	0,3	0,3	0,3	0,3	5,3	4,9	4,6	13,7	11,3	10,3	9,4	7,0	5,7
€ ALLDL-FR LDLC		107	0,2	0,2	0,2	0,2	6,6	4,0	3,5	13,2	6,2	5,6	16,9	8,5	7,6
	<b>Moyenne</b>				<b>0,6</b>	<b>0,6</b>	<b>5,4</b>	<b>4,0</b>	<b>3,5</b>	<b>17,8</b>	<b>9,6</b>	<b>7,8</b>	<b>21,9</b>	<b>7,8</b>	<b>6,1</b>
	<b>Médiane</b>				<b>0,4</b>	<b>0,4</b>	<b>5,3</b>	<b>4,0</b>	<b>3,5</b>	<b>14,3</b>	<b>11,3</b>	<b>9,0</b>	<b>9,5</b>	<b>8,5</b>	<b>6,3</b>

Source : Factset & estimations IE Finance

## 13 Annexes

### L'environnement concurrentiel

L'environnement concurrentiel est relativement stable selon le groupe, même si des concentrations sont toujours possibles.

Le groupe dispose de relations de longue date avec ses clients et fournisseurs et a su développer, sur la durée, des marques aujourd'hui reconnues, ces éléments constituant des barrières à l'entrée importantes.

Le groupe met chaque année en œuvre des plans d'actions commerciales destinées à fidéliser ses fournisseurs et sa clientèle existants, mais également à conquérir de nouveaux clients.

### Les multiples transactionnels historiques du secteur

A titre indicatif, nous présentons ci-dessous des multiples d'acquisition du secteur privé du Jeu Vidéo des 7 dernières années en Europe. En moyenne, les transactions se sont établies aux multiples suivants (avant earn-out) :

- 5,4x le CA
- **11,8x l'EV/EBITDA**
- **13,5x l'EV/EBIT**
- **19,2x le P/E**
- 5,8x le Price to Book

### Multiples transactionnels

Announced Date	Acquirer	Target	Location (Tar)	% Acquired	Equity Value (K€)	Enterprise Value (K€)	Sales (K€)	Historic Multiples						
								EV/sales	EV/EBITDA	EV/EBIT	P/E	Price to Book		
4/8/2022	International Game Technology	ISBT Holdings (Isoftbet)	Malta	100%	160 000	160 000	30 000	5,3 x	20,0 x					
2/16/2022	Nacon	Daedalic Entertainment	Germany	100%	32 000	38 127	13 042	2,9 x	7,8 x	13,3 x	24,0 x	23,7 x		
1/13/2022	Team17 Group	Astragon Entertainment	Germany	100%	75 000	69 764	28 600	2,4 x	11,1 x			5,4 x		
11/24/2021	Private Group led by BDC	Plug in Digital	Hérault	100%	53 843	53 843	20 000	2,7 x	10,8 x			16,7 x		
8/5/2021	Focus Home Interactive	DotEmu	Paris	78%	49 677	49 677	14 600	3,4 x	8,4 x	10,4 x				
6/1/2021	Take-Two Interactive Software (T2)	Nordeus	Ireland	95%	182 159	164 645								3,5 x
2/3/2021	Embracer Group	Easybrain	Cyprus	100%	531 066	531 066	174 256	3,1 x		9,1 x				
12/8/2020	Modern Times Group (MTG)	Hutch Games	UK	100%	296 169	282 465	40 905	6,9 x	27,3 x	28,1 x	27,4 x	4,4 x		
9/17/2020	Stillfront Group	Nanobit doo	Croatia	100%	113 170	107 214	29 769	3,6 x	28,6 x	32,8 x	41,7 x	3,1 x		
7/30/2019	Playtika	Seriously Digital Entertainment Oy	Finland	100%	253 744	264 074	59 058	4,5 x	n.s.	n.s.	n.s.	3,1 x		
7/16/2019	Seed funding led by Eldridge Industries	Pixion Games	UK	14%	9 575	9 558							n.s.	n.s.
5/8/2019	Kahoot!	WeWantToKnow (DragonBox)	Norway	100%	16 531	16 079	416	38,7 x	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.		
2/13/2019	Koch Media	Warhorse Studios sro	Czech Republic	100%	42 800	33 200	42 000	0,8 x	0,9 x	1,2 x		2,1 x		
1/29/2019	NetEase	Quantic Dream	France	16%	106 746	107 715	10 595	10,2 x	n.s.	n.s.		n.s.		
12/17/2018	Nordisk Film	Star Stable Entertainment	Sweden	15%	64 840	64 204	15 738	4,1 x	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.		
12/11/2018	Stillfront	Playa Games	Germany	100%	19 703	19 703	10 924	1,8 x	3,4 x	3,4 x		n.s.		
12/11/2018	Series A funding round led by Inter Invest	Plug in Digital	Hérault	8%	23 708	23 708	8 000	3,0 x						
9/24/2018	Bigben Interactive	Eko Software	Paris	100%	8 500	6 686	2 400	2,8 x			12,1 x	4,6 x		
8/7/2018	Cherry	Highlight Games	UK	23%	49 936	46 060	36	n.s.	n.s.			4,5 x		
7/9/2018	THQ Nordic	Handy-games.com	Germany	100%	1 000	934					n.s.	1,6 x		
5/14/2018	Bigben Interactive	Cyanide	Hauts-De-Seine	100%	24 035	25 206	6 100	4,1 x	9,2 x	30,6 x	n.s.	2,1 x		
2/14/2018	THQ Nordic (now Embracer Group)	Koch Media	Germany	100%	92 500	121 000	342 363	0,4 x	1,9 x	3,0 x	3,1 x	1,1 x		
7/4/2016	Animoca Brands Corporation	TicBits Oy	Finland	100%	3 350	2 150	1 000	2,2 x		3,6 x	7,0 x			

#### NB:

EV (Enterprise Value) and EqV (Equity Value) are before earn out.

n.s.: transaction multiples which could be calculated but are not significant

SD: Standard Deviation

	Nb	19	11	10	6	13
Median		3,1 x	9,2 x	9,7 x	18,1 x	3,5 x
Average		5,4 x	11,8 x	13,5 x	19,2 x	5,8 x
Min.		0,4 x	0,9 x	1,2 x	3,1 x	1,1 x
Max.		38,7 x	28,6 x	32,8 x	41,7 x	23,7 x
SD		8,4 x	9,6 x	12,3 x	14,5 x	6,7 x

Source: Epsilon Research / EMAT

Source : Epsilon Research / Emat

## 14 Avertissements importants

### Définition des opinions et objectifs de cours de In Extenso Finance

Les opinions mentionnées par In Extenso Finance traduisent la performance absolue attendue, à un horizon compris entre 6 et 12 mois, pour chaque valeur considérée, et ce, en monnaie locale.

1. Achat fort	Le titre devrait réaliser une performance absolue supérieure à +25 %
2. Achat	Le titre devrait réaliser une performance absolue comprise entre +10 % et +25 %
3. Neutre	Le titre devrait évoluer entre +10 % et -10 %
4. Vente	Le titre devrait réaliser une contre performance absolue comprise entre -10 % et -25 %
5. Vente fort	Le titre devrait réaliser une contre performance absolue supérieure à -25 %

Le détail des méthodes appliquées par In Extenso Finance pour la détermination de ses objectifs de cours est disponible sur le site Internet :

[https://finance.inextenso.fr/wp-content/uploads/2022/11/Methodes\\_Valo\\_Analyse\\_Fin\\_IEFM.pdf](https://finance.inextenso.fr/wp-content/uploads/2022/11/Methodes_Valo_Analyse_Fin_IEFM.pdf)

### Détection de conflits d'intérêts potentiels

Participation de l'analyste, de In Extenso et/ou de ses salariés au capital de l'émetteur	Participation de l'émetteur au capital de In Extenso	Autres intérêts financiers importants entre l'émetteur et In Extenso	Existence d'un contrat de teneur de marché ou d'apporteur de liquidité entre l'émetteur et In Extenso	Rémunération de In Extenso par l'émetteur au titre de l'établissement de la présente analyse financière	Rémunération de In Extenso par l'émetteur au titre d'autres prestations que l'établissement de la présente analyse financière	Communication de l'analyse financière à l'émetteur préalablement à sa diffusion
Non	Non	Non	Non	Oui	Non	Non

En qualité d'Analyste Financier Indépendant au sens du Règlement Général de l'AMF, In Extenso se réfère aux modalités administratives et organisationnelles définies par la profession, en particulier dans le respect des best practices et en matière de gestion des conflits d'intérêts. Des procédures spécifiques strictes définissent le fonctionnement interne des activités d'analyse financière au sein de In Extenso. Des informations supplémentaires peuvent être obtenues sur simple demande écrite adressée à la société In Extenso quant à ces règles de fonctionnement.

### Changement d'opinion et/ou d'objectif de cours au cours des 12 derniers mois

Date	Opinion	Objectif de cours
16 février 2024	Initiation <b>Achat Fort</b>	<b>10,60 €</b>

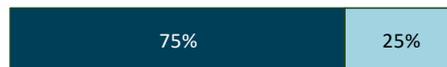
### Répartition des opinions

Répartition des opinions sur l'ensemble des valeurs suivies par In Extenso Finance



■ Achat Fort ■ Achat □ Neutre ■ Vente ■ Vente Fort

Répartition des opinions sur les valeurs suivies par IEF au sein d'un même secteur d'activité



■ Achat Fort ■ Achat □ Neutre ■ Vente ■ Vente Fort

Répartition des opinions sur les valeurs pour lesquelles IEF a fourni des prestations de services



■ Achat Fort ■ Achat □ Neutre ■ Vente ■ Vente Fort

## Avertissement complémentaire

---

Les informations présentées dans les pages précédentes restent partielles. Elles ne peuvent être considérées comme ayant une valeur contractuelle.

Cette publication a été rédigée par In Extenso et est délivrée à titre informatif. Elle ne constitue en aucun cas un ordre d'achat ou de vente de la (les) valeur(s) mobilière(s) qui y est (sont) mentionnée(s). Elle est destinée aux investisseurs professionnels et ne constitue en aucun cas une décision d'investissement. De ce fait, ni In Extenso Financement & Marché, ni ses dirigeants, ni ses employés ne peuvent être tenus responsables d'une quelconque décision d'investissement.

Les informations, estimations et commentaires exprimés dans cette étude proviennent de sources jugées dignes de foi. Toutefois, In Extenso Finance n'en garantit ni l'exactitude, ni l'exhaustivité, ni la fiabilité. Ainsi, sa responsabilité, ni celle de ses dirigeants, ni de ses employés, ne pourrait être engagée d'aucune manière à ce titre. Les opinions, appréciations, estimations et prévisions contenues dans cette publication reflètent le jugement de In Extenso Finance à la date mentionnée en première page du document, et peuvent ultérieurement faire l'objet de modifications ou d'abandons sans préavis, ni notification.

Cette publication ne peut être diffusée 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 la publication ci-présente. Celle-ci ne saurait être distribuée ou communiquée, 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. La (les) valeur(s) mobilière(s) faisant l'objet de cette publication n'a (n'ont) pas été enregistrée(s) auprès de la Securities and Exchange Commission et envoyer cette étude à un résident des États-Unis est interdit.

Il est possible que In Extenso Finance 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, cette publication pourra être réalisée par In Extenso Finance de façon indépendante, conformément à la déontologie et aux règles de la profession.

Cette publication reste la propriété de In Extenso Finance et ne peut être reproduite ou diffusée sans autorisation préalable de In Extenso Finance.