

Accumuler	<i>Potentiel</i>	7%
Objectif de cours	14,80 € (vs 13,90 €)	
Cours au 28/09/2016 (c)		13,80 €
Alternext Paris		
Reuters / Bloomberg	ALKEY.PA / ALKEY.FP	

Keyyo

Télécommunications

Résultats semestriels conformes

Performances (%)	Ytd	1m	3m	12m
Perf. Absolue	63,3%	6,2%	31,6%	61,4%
Perf CAC Small	0,9%	2,3%	11,4%	7,0%

Informations boursières

Capitalisation (M€)		29,8
Nb de titres (en millions)		2,16
Volume moyen 12 mois (titres)		892
Extrêmes 12 mois	7,81€	14,20€

Actionnariat

Flottant	54%
Fondateurs & management	30%
Investisseurs institutionnels	7%
Autocontrôle	10%

Données financières (en M €)

au 31/12	2015	2016e	2017e	2018e
CA	24,1	25,6	27,7	29,7
var %	8,0%	6,2%	8,3%	7,0%
EBE	3,6	3,5	4,2	4,9
%CA	14,8%	13,7%	15,3%	16,4%
ROC	2,1	2,0	2,5	2,9
%CA	8,6%	8,0%	8,9%	9,6%
RN	2,3	2,2	2,6	3,0
%CA	9,4%	8,5%	9,4%	10,2%
Bnpa (€)	1,05	1,01	1,21	1,40
ROCE (%)	94%	67%	79%	96%
ROE (%)	58%	41%	36%	32%
Gearing (%)	-72%	-67%	-75%	-82%
Dette nette	-2,8	-3,6	-5,4	-7,8
Dividende n (€)				
Yield (%)				

Ratios

	2015	2016e	2017e	2018e
VE/CA (x)	0,6	1,0	0,9	0,7
VE/EBE (x)	4,0	7,4	5,8	4,5
VE/ROC (x)	6,9	12,9	9,9	7,7
PE (x)	7,5	13,7	11,4	9,8

Analyste :

Eric Secler
01 44 70 20 78
esecler@elcorp.com

Publication des résultats S1 2016

Suite à la publication de son CA S1 à 12,5 M€ (+4,7%), Keyyo publie des résultats solides, en ligne avec nos attentes, avec un ROC et un RN qui ressortent à 0,9 M€ chacun (respectivement +7,1% et +3,3%). Le Groupe bénéficie d'une légère amélioration de sa MOC à 7,0% (+0,1 pt). Le management maintient sa guidance annuelle d'une croissance du CA comprise entre +5% et +7% (+6,2%) et d'un ROC stable en absolu.

Commentaires

En dépit des investissements réalisés sur le semestre (commerciaux et réseaux), Keyyo parvient à faire progresser ses résultats. L'amélioration du mix produit en faveur du pôle BtoB, dont l'effet sur la marge brute est positif (+0,8 pt à 52,6%), ainsi que la bonne maîtrise des charges de structure expliquent en partie cette solide performance. Ainsi, les charges de personnel n'augmentent que de +4,5% à 3,5 M€ tandis que les frais généraux reculent de -2,9% à 0,7 M€. À noter cependant la forte progression des amortissements (+14,5% à 0,6 M€) en lien avec la dynamique commerciale du Groupe qui se traduit par plus de ventes de matériels auprès des nouveaux clients.

À l'inverse et conformément à ce qui avait été annoncé lors des résultats annuels, les frais marketing et réseaux ont bondi de +21% par rapport S1 2015, permettant d'enregistrer un niveau soutenu d'acquisition de nouveaux clients sur la période. De même, une nouvelle campagne TV est lancée depuis septembre pour dynamiser la génération de leads sur le site internet. À noter que l'impact sur le CA devrait être visible dès 2017 dans la mesure où 5 mois s'écoulent généralement entre la diffusion et la première facturation.

Consécutivement à ces bons résultats, Keyyo dégage un cash-flow opérationnel de 1,3 M€, lui permettant de financer l'intégralité de ses investissements (0,8 M€). Au 30 juin, le Groupe conserve une structure financière solide avec une trésorerie nette de 2,7 M€, en légère diminution par rapport au 31/12 compte tenu du versement des dividendes pour 0,7 M€.

Enfin, Keyyo a indiqué avoir procédé à la filialisation du pôle BtoC, devenu marginal au fil des exercices (19% du CA 2015 et 5% du ROC du Groupe). Cette annonce, qui constitue une bonne nouvelle, pourrait selon nous entraîner une cession de cette activité à terme et permettre à Keyyo de se concentrer exclusivement sur son cœur de cible, les entreprises. Si l'impact sur les marges sera relatif, le produit de cession devrait être relativement faible compte tenu de la faible valeur ajoutée du pôle.

Suite à cette publication, le management confirme sa guidance d'une croissance comprise entre +5% et +7%. Au regard des investissements réalisés, Keyyo apparaît en ordre de marche pour capter la croissance sur son marché. Par conséquent, nous conservons nos estimations à savoir, un CA 2016 de 25,6 M€ (+6,2%) et un ROC stable par rapport à l'an passé à 2,0 M€ (MOC de 8,0%).

Recommandation

Après ajustement de notre modèle de valorisation, notre objectif de cours ressort à 14,80 € (vs 13,90€) en raison de la hausse des comparables. Notre opinion reste à Accumuler.

Prochain évènement : CA T3 2016 le jeudi 9 novembre 2016

Compte de résultat (M€)	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Chiffre d'affaires	22,3	24,1	25,6	27,7	29,7
Excédent brut d'exploitation	2,5	3,6	3,5	4,2	4,9
Résultat opérationnel courant	1,3	2,1	2,0	2,5	2,9
Résultat opérationnel	1,2	1,9	2,0	2,5	2,9
Résultat financier	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0
Impôts	-0,1	-0,3	-0,2	-0,2	-0,2
Mise en équivalence	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Part des minoritaires	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Résultat net part du groupe	1,2	2,3	2,2	2,6	3,0
Bilan (M€)	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Actifs non courants	3,6	4,3	5,3	5,5	5,5
<i>dont goodwill</i>	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
BFR	-2,4	-2,9	-3,2	-3,4	-3,6
Disponibilités + VMP	4,3	7,6	7,1	7,7	8,7
Capitaux propres	3,6	3,9	5,4	7,3	9,6
Emprunts et dettes financières	1,9	4,8	3,5	2,2	0,9
Total Bilan	10,4	14,8	15,1	16,0	17,4
Tableau de flux (M€)	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Marge Brute d'autofinancement	2,1	3,6	3,2	3,9	4,5
Variation de BFR	-0,2	-0,4	-0,3	-0,2	-0,2
Flux net de trésorerie généré par l'activité	2,2	3,7	3,5	4,1	4,7
Investissements opérationnels nets	-1,1	-1,3	-2,0	-1,5	-1,6
Investissements financiers nets	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Flux nets de trésorerie liés aux investissements	-1,5	-1,4	-2,0	-1,5	-1,6
Augmentation de capital	0,0	-1,3	0,0	0,0	0,0
Variation emprunts	-0,1	2,9	-1,3	-1,3	-1,3
Dividendes versés	0,0	-0,6	-0,7	-0,7	-0,7
Flux nets de trésorerie liés au financement	-0,1	1,1	-2,0	-2,0	-2,1
Variation de l'endettement financier net	0,5	3,3	-0,5	0,5	1,1
Ratios (%)	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Variation chiffre d'affaires	4,3%	8,0%	6,2%	8,3%	7,0%
Marge EBE	11%	15%	14%	15%	16%
Marge opérationnelle courante	6%	9%	8%	9%	10%
Marge opérationnelle	5%	8%	8%	9%	10%
Marge nette	6%	9%	8%	9%	10%
Investissements opérationnels nets/CA	-5%	-5%	-8%	-5%	-5%
BFR/CA	-11%	-12%	-13%	-12%	-12%
ROCE	61%	94%	67%	79%	96%
ROCE hors GW	61%	94%	67%	79%	96%
ROE	35%	58%	41%	36%	32%
Payout	57%	33%	35%	29%	25%
Dividend yield	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Ratios d'endettement	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Gearing (%)	-67%	-72%	-67%	-75%	-82%
Dettes nettes/EBE	-0,9	-0,8	-1,0	-1,3	-1,6
EBE/charges financières	181,4	356,8	57,0	94,8	178,2
Valorisation	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Nombre d'actions (en millions)	2,4	2,2	2,2	2,2	2,2
Nombre d'actions moyen (en millions)	2,4	2,3	2,2	2,2	2,2
Cours (moyenne annuelle en euros)	6,4	7,5	13,8	13,8	13,8
(1) Capitalisation boursière moyenne	15,3	17,0	29,8	29,8	29,8
(2) Dette nette (+) / trésorerie nette (-)	-2,4	-2,8	-3,6	-5,4	-7,8
(3) Valeur des minoritaires	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
(4) Valeur des actifs financiers	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Valeur d'entreprise = (1)+(2)+(3)-(4)	12,9	14,2	26,2	24,4	22,0
PER	12,3	7,5	13,7	11,4	9,8
VE / EBE	5,1	4,0	7,4	5,8	4,5
VE / ROC	9,6	6,9	12,9	9,9	7,7
VE / CA	0,6	0,6	1,0	0,9	0,7
P/B	4,3	4,3	5,6	4,1	3,1
Données par action (€)	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Bnpa	0,53	1,05	1,01	1,21	1,40
Book value/action	1,5	1,8	2,5	3,4	4,4
Dividende /action	0,30	0,35	0,35	0,35	0,35

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

Achat : du 29/09/2015 au 26/07/2016

Accumuler : depuis le 27/07/2016

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	Non

* Animation boursière comprenant un suivi régulier en terme d'analyse financière.

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 États-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