

KEYYO

Un éditeur de logiciels SaaS dans la peau d'un opérateur

Achat	Potentiel	31%
Objectif de cours		8,90 €
Cours au 12/05/2014 (c)		6,78 €
NYSE Alternext		
Reuters / Bloomberg	ALSTW.PA / ALSTW.FP	

Performances (%)	Ytd	1m	3m	12m
Perf. Absolue	4,8%	9,7%	11,3%	14,7%
Perf CAC Small	17,1%	0,0%	6,1%	40,6%

Informations boursières

Capitalisation (M€)		16,1
Nb de titres (en millions)		2,38
Volume moyen 12 mois (titres)		863
Extrêmes 12 mois	5,86 €	8,16 €

Actionnariat

Flottant	13%
Fondateurs & management	31%
Investisseurs institutionnels	47%
Autocontrôle	9%

Données financières (en M€)

au 31/12	2012	2013	2014e	2015e
CA	22,2	21,4	22,5	23,8
var %	-1,7%	-3,6%	5,2%	5,6%
EBE	2,0	2,3	2,8	3,4
%CA	8,9%	10,6%	12,5%	14,3%
ROC	0,9	1,0	1,5	2,0
%CA	3,9%	4,8%	6,8%	8,3%
RN	0,6	0,9	1,5	1,9
%CA	2,7%	4,2%	6,8%	8,0%
Bnpa (€)	0,21	0,38	0,65	0,80
Gearing (%)	-62%	-64%	-54%	-69%
ROCE (%)	15%	45%	47%	62%
ROE (%)	13%	32%	36%	31%
Dette nette 2013	-18			
Dividende n (€)	-			
Yield (%)	-			

Ratios

	2012	2013	2014e	2015e
VE/CA (x)	0,6	0,7	0,6	0,6
VE/EBE (x)	7,3	6,3	5,1	4,2
VE/ROC (x)	16,7	13,9	9,4	7,2
PE (x)	26,7	18,0	10,5	8,5

Analyste :

Laure Pédurand
01 44 70 20 78
lpedurand@elcorp.com

- Keyyo est un opérateur de services télécoms de nouvelle génération pour les entreprises proposant des services de communication téléphoniques fixes et mobiles et d'accès à internet basés sur une architecture 100% IP. Pure player de la téléphonie sur IP, Keyyo a développé en interne son propre réseau télécom et son logiciel de standard téléphonique hébergé, le Centrex IP. Cœurs de métier du groupe, la ToIP et le standard téléphonique hébergé (cloud) offrent de nombreux avantages aux entreprises (gestion et coûts), et notamment aux TPE-PME, cible privilégiée de Keyyo.
- Adoptant une stratégie de commercialisation multicanal (internet, réseau d'agences propres, distributeurs, marque blanche), et de spécialisation sur certains métiers de niche (hôtels) Keyyo a multiplié par 5 son CA depuis 2007 sur le segment entreprises (hors M2M). En 2013, il représentait 60% du CA contre 25% six ans plus tôt, soit un volume de 12,8 M€, dont 60% est de nature SaaS. Si l'activité M2M est relativement stable (2,4 M€), le segment B2C (particuliers et callshops) décline dans un contexte fortement concurrentiel.
- Dans un marché du Centrex IP encore faiblement équipé, la tendance devrait s'inverser les prochaines années profitant à des opérateurs spécialisés comme Keyyo. Ainsi nous tablons sur un TCAM de Keyyo Business de 12,5% entre 2013 et 2016, compensant le déclin du B2C. Pour soutenir la croissance, Keyyo devrait s'appuyer sur le renforcement de son réseau d'agences, le renforcement de sa position de leader sur les TPE et l'élargissement de sa cible sur les entreprises de plus de 20 postes.
- Opérateur à forte valeur ajoutée et bénéficiant d'une évolution favorable du mix produit et d'une bonne maîtrise des charges opérationnelles, la rentabilité du groupe devrait progressivement s'améliorer pour atteindre une MOC normative proche des 10% à horizon 2016. En 2013, le ROC est déjà en progression de 20% dépassant symboliquement 1,0 M€, soit une MOC de 4,8% pour un CA de 21,4 M€.
- Fort d'un business model solide qui allie croissance et redressement progressif des marges, nous anticipons une forte génération de cash flows sur les exercices à venir. La publication du premier trimestre 2014 conforte notre opinion avec une croissance affichée à +9,4% sur les activités de téléphonie d'entreprise et de +3,9% sur le M2M. Compte tenu de la poursuite de la baisse du segment B2C (-18,6% à 1,3 M€), le CA T1 ressort au global à 5,4 M€ en légère hausse de 0,2%. Pour 2014, nous tablons sur une croissance de +5,2% à 22,5 M€ et un ROC de 1,5 M€. L'accélération de la croissance est en effet attendue ces 9 prochains mois.
- Compte tenu de ces éléments, nous maintenons notre objectif de cours à 8,90 € et notre recommandation Achat.

Sommaire

ARGUMENTAIRE D'INVESTISSEMENT	5
MATRICE SWOT	7
PRÉSENTATION DE KEYYO	8
UN POSITIONNEMENT DE SPÉCIALISTE DE LA TOIP, UN MARCHÉ PORTEUR DANS LE SEGMENT B2B	9
LE CŒUR DE MÉTIER : LA TÉLÉPHONIE IP ET LE STANDARD TÉLÉPHONIQUE HÉBERGÉ	9
LE SEGMENT DES ENTREPRISES ENCORE SOUS ÉQUIPÉ EN TOIP	9
LES NOUVEAUX USAGES COMME MOTEURS DE LA CROISSANCE DE LA TOIP AU SEIN DES ENTREPRISES	10
UNE OFFRE TÉLÉCOM À FORTE VALEUR AJOUTÉE A DESTINATION DES ENTREPRISES	10
KEYYO, PIONNIER DES COMMUNICATIONS UNIFIÉES	10
DES SOLUTIONS ADAPTÉES À TOUS	11
UN MODÈLE DE VENTE MULTICANAL	12
UNE INFRASTRUCTURE ET UNE TECHNOLOGIE DÉVELOPPÉES EN INTERNE	12
UN RÉSEAU TÉLÉCOM EN PROPRE	12
UNE FORTE COMPOSANTE LOGICIELLE	12
DES ACTIVITES DE NICHE	13
L'ACTIVITÉ DES CALLSHOPS EN DÉCLIN	13
L'ACTIVITÉ MACHINE TO MACHINE	13
UNE STRATÉGIE RÉSOLUMENT TOURNÉE VERS LES TÉLÉCOMS D'ENTREPRISE...	14
DÉVELOPPEMENT COMMERCIAL	14
POURSUITE DES EFFORTS DE RECHERCHE ET DÉVELOPPEMENT	14
... UN SEGMENT QUI SERT DE LEVIER OPÉRATIONNEL	14
UNE ÉVOLUTION FAVORABLE DU MIX PRODUIT	14
AMÉLIORATION DU LEVIER OPÉRATIONNEL	15
UN BUSINESS MODEL GÉNÉRATEUR DE CASH	16
60% DE CHIFFRE D'AFFAIRE KEYYO BUSINESS PUR SAAS	16
UN MODÈLE PEU CAPITALISTIQUE	16
STRUCTURE BILANCIELLE SAINTE	16
VALORISATION DE KEYYO	17
VALORISATION PAR LES DCF	17
VALORISATION PAR LES COMPARABLES	17
CONCLUSION	18
ANNEXES	19
COMPTE DE RESULTAT	19
BILAN	20
FLUX DE TRESORERIE	21

Argumentaire d'investissement

Keyyo, le spécialiste de la téléphonie hébergée dédiée aux PME

Aujourd'hui spécialisé dans la téléphonie d'entreprise à destination des TPE-PME mais aussi des grands comptes, Keyyo offre des services de communications fixes et mobiles et d'accès à internet reposant sur un réseau 100% IP. Ces services sont associés à des solutions de plus en plus indispensables dans le monde de l'entreprise : standard téléphonique, communications unifiées, numéros spéciaux... Ils sont accessibles en mode cloud depuis la plateforme hébergée par Keyyo dans ses datacenters, le logiciel de Centrex IP, développé en interne, l'ensemble formant le réseau télécom propre de Keyyo. L'indépendance technologique du groupe est un atout indéniable assurant qualité et fiabilité des services. Cœurs de métiers du groupe, la ToIP et le standard hébergé sont avantageux pour les petites entreprises : gestion de la téléphonie simplifiée, réduction des coûts, évolutivité, etc.

Un marché encore mal équipé qui offre des opportunités de croissance

Chiffré à 12 Mds€ par l'IDATE, le marché des télécoms d'entreprise est aujourd'hui dominé à 63% par Orange, suivi de SFR, Bouygues et Completel. Sur le segment des PME de moins de 50 salariés, cible privilégiée de Keyyo, Orange détiendrait même 90% des parts de marché. Néanmoins, plusieurs études révèlent que les TPE-PME sont encore très fidèles à la téléphonie classique (le PABX) : seules 15% d'entre elles sont équipées d'un IPBX et seulement 3% sont équipées d'un IP Centrex (IPBX hébergé / standard téléphonique hébergé en mode cloud). Dans un contexte de mutation des usages vers la mobilité et le big data, les entreprises, quelle que soit leur taille, devront peu à peu adapter leur environnement technologique à ces tendances numériques. Le Centrex IP s'inscrit parfaitement dans cette logique de modernisation et d'innovation.

La téléphonie d'entreprise en soutien de la croissance et des marges

Avec une offre compétitive, Keyyo est bien placé pour saisir ces opportunités de marché. L'activité dédiée aux entreprises, Keyyo Business, pèse 60% du CA en 2013, soit 12,8 M€, un chiffre multiplié par 5 ans en six ans. Elle devrait poursuivre sa montée en puissance et représenter 73% du CA en 2016 (à comparer avec 25% en 2007) compensant ainsi le déclin de l'activité B2C (29% du CA en 2013). Pour soutenir la croissance, le groupe a mis en place une stratégie basée sur le développement du réseau d'agences, l'enrichissement de l'offre grâce aux efforts R&D (~ 2% du CA) et le développement de la clientèle de plus de 20 postes.

L'évolution du mix produit vers les télécoms d'entreprise permet au groupe d'améliorer sensiblement sa marge brute, en combinaison avec une bonne maîtrise des charges opérationnelles d'où un redressement progressif de la rentabilité. Ainsi le ROC s'est établi à 1,0 M€ en 2013, en hausse de 20%, faisant ressortir une MOC de 4,8%. Nous tablons sur une amélioration progressive de la MOC vers un niveau normatif de 10% d'ici 4 ans.

Un momentum favorable

Compte tenu d'un marché dynamique, d'une stratégie bien orientée et de la solidité de son business model, le titre Keyyo bénéficie d'un potentiel de hausse de +28% avec un objectif de cours à 8,90 €. Le titre se traite aujourd'hui sur des ratios 2014 de 0,6x le CA, 9,4x l'EBIT et 10,5x le PER.

SWOT

FORCES

- Un réseau télécom et logiciel de téléphonie développé) en interne (IP Centrex)
- Un positionnement de leader sur la téléphonie IP pour les TPE-PME
- Des fondamentaux financiers solides
- Un modèle peu consommateur de cash : BFR négatif et faible CAPEX
- Un management dynamique
- Leader sur la fourniture de services aux callshops avec 35% de part de marché

FAIBLESSES

- Une offre aux particuliers peu compétitive
- Un réseau d'agences encore peu développé

OPPORTUNITES

- Un marché de la téléphonie d'entreprise sur IP encore sous-équipé notamment au sein des PME, cible de Keyyo
- Des offres adressées à des marchés de niche : télésurveillance, hôtellerie
- Des entreprises de plus en plus mobiles qui nécessitent des solutions de communication unifiée

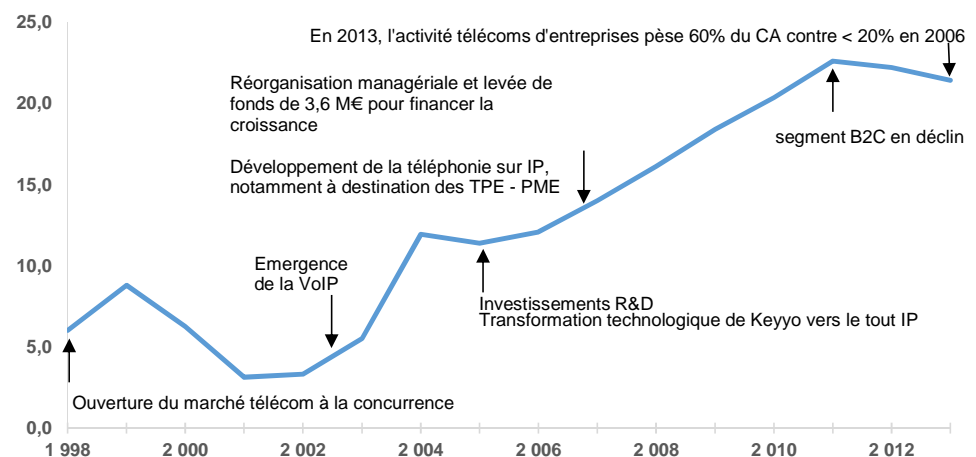
MENACES

- Un marché des callshops en déclin
- Un paysage concurrentiel dominé à 90% par Orange
- Une tendance à la consolidation du marché des télécoms

Présentation de Keyyo

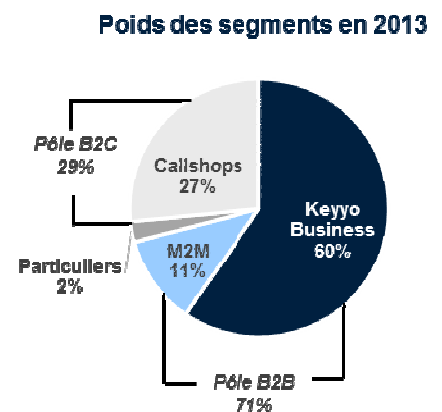
Créé en 1993 en tant qu'opérateur revendeur de communications téléphoniques longues distances auprès des particuliers et des professionnels en France, c'est au début des années 2000 avec l'essor d'Internet que Keyyo trouve sa voie en tant qu'opérateur alternatif en exploitant les technologies IP et SIP. Outre l'accès à un réseau informatique mondial, internet, elles permettent également la transmission rapide et à moindre coût de la voix par voie numérique en utilisant des matériels compatibles IP et le réseau internet sans passer par le réseau traditionnel de fil de cuivre. D'abord connue sous le nom de VoIP (Voice over Internet Protocol), la technologie IP s'est propagée à l'ensemble des outils de communication à distance donnant naissance à la ToIP, téléphonie d'entreprise utilisant le protocole internet.

Evolution du chiffre d'affaires de Keyyo (en M€)



Source: société, Euroland Corporate

Aujourd'hui, Keyyo se positionne comme un opérateur de télécommunications alternatif spécialisé dans la fourniture de services de téléphonie sur IP à destination des entreprises. L'activité Keyyo Business représentait en 2013 60% du CA contre moins de 20% en 2006 prenant le relais de l'activité déclinante des callshops qui pèse 27% vs 66% sept ans plus tôt. Les autres composantes de l'activité sont les services de Machine to Machine (M2M) dédiés au marché de la télésurveillance et le segment particuliers peu représentatif (0,55 M€ en 2013). Compte tenu de l'évolution du mix produit, le CA de Keyyo était en léger recul de -3,6% à 21,4 M€, dont une hausse de 7,4% sur le segment entreprises. Ainsi, le CA a été multiplié par 6,5 fois en 10 ans.



Un positionnement de spécialiste de la ToIP, un marché très porteur dans le segment B2B

Le cœur de métier : la téléphonie IP et le standard téléphonique hébergé

L'installation d'une téléphonie IP (ToIP) dans une entreprise consiste à remplacer le traditionnel PABX (autocommutateur téléphonique privé qui utilise les lignes analogiques), par un IPBX (autocommutateur qui utilise le protocole internet) ou bien un Centrex IP qui est en fait un IPBX virtuel et donc hébergé par l'opérateur, d'où le terme de téléphonie hébergée.

La véritable révolution de la ToIP est en ainsi la virtualisation du standard téléphonique. Le standard permet notamment la gestion des communications internes et externes et des autres services (conférences, transferts, etc.). Avec le Centrex IP, le standard téléphonique est hébergé chez Keyyo, virtualisé et accessible à l'utilisateur dans le cloud (en mode SaaS). Le standard téléphonique hébergé présente de nombreux avantages pour les entreprises :

- réduction des coûts
- un déploiement et une gestion faciles
- une évolutivité constante
- richesse des fonctionnalités
- une utilisation confortable et ergonomique

L'IP Centrex permet des gains de productivité car il allie flexibilité et maîtrise des services. Ces services, habituellement accessibles aux grands groupes, deviennent accessibles aux petites entreprises à moindre coût et s'adaptent à leurs besoins. Le modèle de facturation « pay as you grow » séduit largement les petits acteurs.

Le segment des entreprises encore sous équipé en ToIP

Alors que la téléphonie classique est en déclin, la téléphonie fixe sur IP s'est fait une belle place. Début 2013, la France comptait 39,3 millions d'abonnements à des lignes de téléphonie fixe dont 57,7% sont des lignes IP contre 43% 3 ans plus tôt. On observe cependant une disparité de la pénétration de la technologie IP entre les particuliers, équipés à 68% et les entreprises équipées à seulement 18%.

La lenteur de la transition vers la téléphonie tout IP chez les entreprises s'explique par la lenteur des cycles de renouvellement de matériel, les contrats de téléphonie sur PABX étant assez longs (5 ans en moyenne). En outre, les entreprises sont structurellement plus réticentes au changement par peur de baisse de la qualité du service : déconnexion potentielle, moindre joignabilité, défaillance de sécurité.

Aujourd'hui, sachant que 70% des PME sont connectées à internet et qu'une PME sur trois connectée est équipée d'un PABX, les taux d'équipements en IPBX et Centrex IP sont, au final, encore relativement faibles. Le marché du Centrex IP (standard téléphonique hébergé) a du mal à décoller car beaucoup d'opérateurs n'ont pas le savoir-faire technologique comme Keyyo. On observe néanmoins que le poids des équipements traditionnels décline avec la taille et que les connexions IP sur site progressent, ce qui nous laisse penser que d'ici quelques années les entreprises devraient massivement s'équiper.

Taux de pénétration du standard téléphonique en France

taille de l'entreprise	nombre d'entreprises	Taux de pénétration du standard téléphonique	taux de pénétration du PABX traditionnel chez les entreprises connectées	taux de pénétration de l'IPBX / PBX hybride	Taux de pénétration du centrex IP
0 salarié	2 412 197	11%	82%	15%	<1%
1 à 9 salariés	979 394	46%	73%	15%	4%
10 à 49 salariés	170 175	69%	65%	14%	2%
50 à 250 salariés	27 102	88%	61%	29%	2%
ensemble	3 588 868	29%	73%	15%	3%

Source: IDATE 2012, INSEE

Les nouveaux usages comme moteurs de la croissance de la ToIP au sein des entreprises

Les résultats du Baromètre des Dépenses IT 2014, une étude réalisée par NetMediaEurope en partenariat avec Aastra et Keyyo ont souligné le redémarrage des investissements IT, et dans ce cadre la volonté croissante des décideurs IT d'investir dans la convergence téléphonie informatique, les communications unifiées et la sécurité. Même si la reprise des investissements IT au global devrait demeurer timide (seulement 21% des entreprises de 100 à 500 employés envisagent d'augmenter leurs dépenses contre 67% pour une stabilité), certains domaines sont hissés au rang des priorités :

- les dépenses consacrées au poste de travail
- les dépenses consacrées aux réseaux et aux télécoms : la téléphonie sur IP
- les dépenses applicatives dont les solutions de communication (téléconférence, communications vidéo et messagerie unifiée)

Une offre télécom à forte valeur ajoutée à destination des entreprises**Keyyo, pionnier des communications unifiées**

Depuis 2 ans, Keyyo s'est lancé un nouveau défi : intégrer les outils de téléphonie au système d'information de l'entreprise, c'est le concept de communication unifiée. Elle permet aux directeurs des services informatiques d'unifier :

- les moyens de communication interpersonnels en temps réels comme la téléphonie fixe et mobile, la visiophonie, les systèmes de conférence audio et vidéo
- les outils de travail collaboratifs à savoir la messagerie instantanée, les systèmes de conférences par le web, le partage et la gestion de documents
- l'environnement informatique : les outils de bureautique, les applications métier à savoir les progiciels de gestion (ERP), de gestion de la relation client (CRM)

Keyyo a ainsi développé une suite logicielle, Keyyo Store, commercialisée sous forme d'applicatifs sur le site e-commerce. Il s'agit d'outils de gestion de la téléphonie à partir de l'ordinateur et de synchroniser l'ensemble des informations issues des flux téléphoniques avec les informations du système de gestion.



Keyyo a mis également au point un **softphone**, suite logicielle permettant d'unifier les besoins de la téléphonie fixe avec les besoins de mobilité des utilisateurs. Pour encore plus d'interaction entre le système d'information et la téléphonie, Keyyo met à disposition des DSI des **API** (interface de programmation) sous forme de Web services qui permettent d'identifier un évènement provoqué par la téléphonie (réception ou émission d'un appel) et de le traduire par une action en informatique

C'est ainsi que Keyyo est au cœur des communications unifiées, avec une solution globale destinée à moderniser et à faciliter la gestion au quotidien de la téléphonie d'entreprise tout en répondant aux enjeux actuels des entreprises: mobilité, ergonomie, économie, souplesse, adaptabilité.

Des solutions adaptées à tous

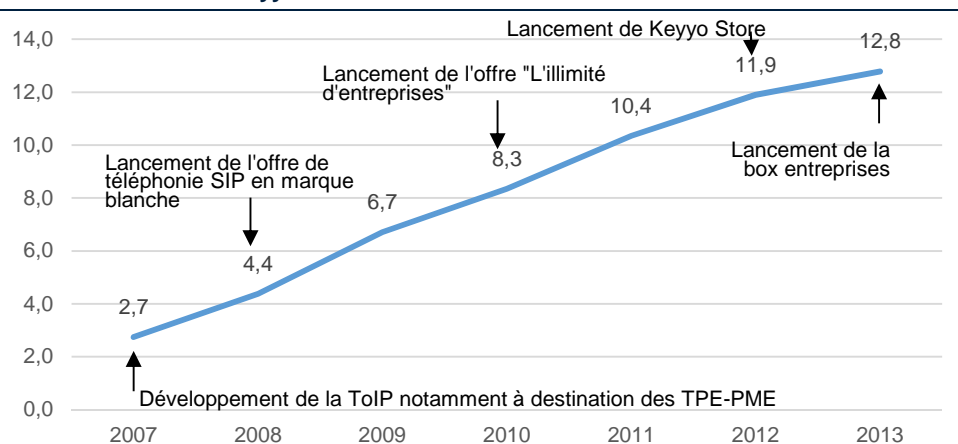
Au-delà des services d'accès à Internet ou de numéros spéciaux, Keyyo a mis en place des solutions packagées (internet, téléphonie, standard et autres services adaptés), clefs en mains tout en restant modulables :

- **La box entreprise** : lancée en 2013, cette offre s'adresse aux TPE-PME de 1 à 20 utilisateurs, cœur de cible de Keyyo. La box entreprise offre le « tout inclus »
- Des **solutions métiers** pour tous les secteurs : e-commerce, média, distribution, transports, IT, hôtels... Par exemple Keyyo Hôtel intègre un logiciel dédié au métier.
- **Le pack pro** pour les TPE de 1 à 5 utilisateurs

Aujourd'hui Keyyo compte plus de 10 000 clients TPE-PME dans toute la France représentant plus de 200 000 utilisateurs et plus de 100 000 lignes actives. Les entreprises de moins de 20 postes concentrent près de 50% du CA de Keyyo Business. Keyyo adresse aussi son savoir-faire technologique via des offres sur mesure à des grands comptes de plus de 20 utilisateurs.

En 2013, la division Keyyo Business a enregistré un chiffre d'affaires de 12,8 M€ en croissance de +7,4%. A noter que Keyyo acquiert chaque mois environ 150 nouveaux clients quand le taux de churn atteint ~1%, caractérisant ainsi la progression régulière de cette activité.

Evolution du CA de Keyyo Business



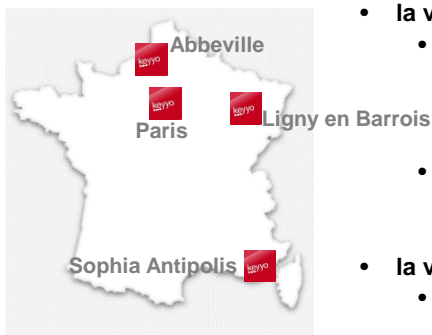
Source: Société, Euroland Corporate

Un modèle de vente multicanal

Pour sécuriser la progression de son chiffre d'affaires et adresser toujours plus de clients, Keyyo a développé un réseau de vente direct et indirect :

- **la vente directe**
 - **via le canal internet / télévente aux TPE, PME et grands** : Keyyo est le premier e-opérateur spécialisé dans la mise en place de solutions de téléphonie sur IP et de convergence. Ce canal cible majoritairement les TPE de moins de 20 utilisateurs, et conserve aujourd'hui une croissance soutenue.
 - **un réseau d'agences en propre** : stratégie de proximité engagée depuis 2011 pour adresser des solutions sur mesure aux PME et grands comptes (> 20 utilisateurs), le réseau comporte à ce jour 4 agences en France.
- **la vente indirecte**
 - **via un réseau de 200 partenaires** revendeurs (SSII, installateurs privées et apporteurs d'affaires)
 - **en marque blanche** : Keyyo a ouvert depuis peu la vente de solution de téléphonie tout IP en marque blanche à d'autres opérateurs. Cette offre opérateur SIP en OEM permet aux opérateurs ou intégrateurs d'enrichir leur catalogue de produits et services avec la brique logicielle de Keyyo.

Réseau d'agences Keyyo



Une infrastructure et une technologie développées en interne

Keyyo maîtrise l'ensemble de la production des services télécoms qu'il fournit à ses clients, lui conférant une totale indépendance technologique. Depuis sa création, le groupe a capitalisé son savoir-faire lui permettant aujourd'hui de maîtriser une architecture 100% IP développée par ses équipes de R&D, à partir de technologies open source.

Un réseau télécom en propre

Le groupe développe en interne ses commutateurs lui assurant la maîtrise complète du système d'interconnexions sur le réseau télécom existant. Le groupe a pu établir une relation de confiance avec les principaux opérateurs télécoms (Orange, SFR, Bouygues), garantissant l'interopérabilité de ses lignes avec la plupart des équipementiers du marché.

Keyyo dispose d'une cellule dédiée aux problématiques de réseaux, proposant un panel de services, et comprenant les ressources en bande passante, le matériel lui-même ainsi que la gestion et la maintenance.

Une forte composante logicielle

Les solutions de standard téléphonique et de communication unifiée ont été entièrement développées par les équipes de R&D de Keyyo et sont disponibles pour les clients via une interface web. Ainsi, toute l'activité de Keyyo repose sur le cœur logiciel, le standard de téléphonie IP (IP Centrex) fourni en mode SaaS.

Les 400 serveurs hébergeant les ressources numériques de téléphonie sont installés sur 3 sites distincts en Ile de France, reliés par un anneau de fibre optique. Ils fonctionnent ensemble et peuvent assumer séparément l'ensemble de la charge de façon indépendante par des lignes de secours, si l'un des centres venait à subir des difficultés techniques. Chaque serveur est « redondé » de manière à éviter toute déperdition d'information. Keyyo assure ainsi un niveau de sécurité maximal de ses services à comparer avec l'utilisation d'un PABX classique.

Des activités de niche

Fort de sa maîtrise technologique et de la connaissance de la télécommunication d'entreprise, Keyyo a tout au long de son existence développé un savoir-faire sur certains secteurs : les professionnels de la télésurveillance et les callshops. Si ces 2 activités pour le moment de niche sont aujourd'hui en faible croissance, Keyyo n'envisage pas de s'en séparer car elle sont génératrices de cash.

L'activité des callshops en déclin (27% du CA)

Intégré au pôle B2C de Keyyo, l'activité « callshops » est le métier historique du groupe. Elle consiste à la revente de minutes en présélection et de solutions de VoIP aux téléboutiques pour permettre aux communautés étrangères de communiquer à moindre coût depuis des cabines téléphoniques dédiées. Avec plus de 1000 téléboutiques équipées, Keyyo est leader sur ce segment avec une part de marché de 30%, qu'il partage avec Axialis (20%), Cisco (15%) et Vivaction (10%).

Depuis 2005, l'émergence de la VoIP a entraîné une vive concurrence dans les offres de téléphonie et surtout la multiplication des offres internationales illimitées, bouleversant les usages des particuliers pour communiquer à l'étranger. Depuis plusieurs années, l'activité callshop de Keyyo est en recul constant (-21% en 2013) mais est relativement résistante au regard de la transformation du marché. Cette activité devrait continuer à baisser ces prochaines années de l'ordre de -10% par an, une baisse du chiffre d'affaires qui devrait être compensée par la montée en puissance sur le segment des entreprises.

L'activité Machine to Machine (11% du CA)

Elle consiste à traiter les flux de données (vidéo, son, données) entre les machines (Machine to Machine ou M2M), équipements ou objets en temps réel et à distance. Cette activité est dédiée aux métiers de la sécurité et de la télésurveillance, et représente aujourd'hui 2,4 M€ soit 11% du CA. Fort de son partenariat avec le Groupement Professionnel des Métiers de la Sécurité Electronique (GPMSE), organisation professionnelle représentant les installateurs et télésurveilleurs français, Keyyo a développé un ensemble de services de télécommunications certifiés par les principaux constructeurs du marché : Diagral, Honeywell, Mobotix, etc.

Le marché de la télésurveillance évolue très lentement en raison d'une base installée particulièrement lente à renouveler et du coût élevé des matériels. L'évolution récente des équipements destinés à la sécurité / la télésurveillance concerne l'intégration des cartes SIM pour permettre la communication entre les machines. L'évolution très attendue ces prochaines années devrait concerner l'intégration de la technologie IP, notamment pour les caméras de vidéosurveillance.

Le chiffre d'affaires des services de sécurité a cru de +2% en 2013, dont une croissance de +2,8% pour les sociétés spécialisées dans la surveillance électronique. En 2014, les analyses de Xerfi tablent sur une croissance du secteur des services de sécurité de +3% portée par l'équipement croissant en télésurveillance des collectivités publiques. En outre, les grandes entreprises spécialisées comme Securitas cherchent à offrir des services à plus forte valeur ajoutée. Ce dernier propose par exemple depuis septembre 2013 des dispositifs de télévidéosurveillance reliés aux centres de télésurveillance équipé des dernières technologies.

Ainsi le marché auquel s'adresse Keyyo sera soutenu par le développement de nouvelles technologies : solutions M2M, les réseaux intelligents, etc...

Une stratégie résolument tournée vers les télécoms d'entreprise...

Face au déclin du marché des callshops et un marché des particuliers très concurrentiel à cause des offres triple play, Keyyo se tourne résolument vers la téléphonie d'entreprise, un marché dynamique où l'animation commerciale et l'innovation technologique sont de véritables chevaux de Troie.

Développement commercial

- **Renforcer sa position de leader sur les entreprises de 0 à 20 postes et développer l'offre aux entreprises de plus de 20 postes** : avec 70 000 visiteurs uniques par mois, le site e-commerce de Keyyo est l'un des plus visités sur le marché de la téléphonie d'entreprise. Aujourd'hui cela lui permet de conquérir environ 150 nouveaux clients par mois, un rythme qui s'accélère d'année en année. Keyyo mise sur l'amélioration permanente de son service client, un de ses principaux atouts concurrentiels aujourd'hui.
- **Développer le réseau d'agences de proximité** : la société dispose actuellement de 3 agences en propre et souhaite renforcer le réseau en France à raison d'une nouvelle agence par an. Le coût de ce développement est relativement marginal à part le recrutement de 2 commerciaux.
- **Développer les offres métiers** à l'image de Keyyo Hôtel, offre à succès dans un marché de niche, sur la base du concept de la Box Entreprises en mode cloud.
- **Développer les partenariats commerciaux et technologiques en France et à l'international** : Keyyo envisage de commercialiser, via un site internet dédié, ses API pour permettre à des éditeurs de logiciels ou des acteurs télécoms d'intégrer la solution technologique de Keyyo.

Poursuite des efforts de recherche et développement

Les équipes de R&D de Keyyo travaillent en permanence pour faire évoluer la plateforme de services et enrichir les fonctionnalités de la Box Entreprises. Keyyo consacre chaque année environ 2% de son CA à la R&D.

... un segment qui sert de levier opérationnel

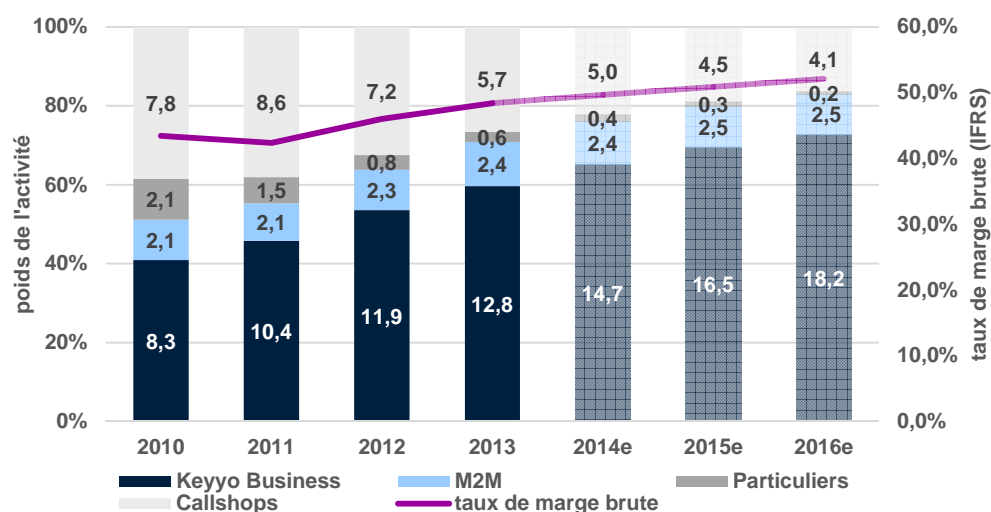
Une évolution favorable du mix produit

Entre 2006 et 2011, le chiffre d'affaires de Keyyo a été presque multiplié par deux, passant de 12,1 M€ à 22,6 M€, soit un taux de croissance moyen annuel de 10,7% porté tant par le B2B que le B2C. Ces deux dernières années, le CA accuse un léger recul (-1,7% en 2012 et -3,6% à 21,4 M€ en 2013) pénalisé par l'essoufflement de l'activité B2C dans un marché des callshops en déclin et une offre aux particuliers peu compétitive. Seule l'activité B2B qui pèse 71% (Keyyo Business et M2M) demeure en croissance, totalisant un CA de 15,2 M€ en 2013 (+7,1%) dont 12,8 M€ sur Keyyo Business (~60% du CA).

Cette évolution du mix produit devrait se poursuivre sur les 3 prochaines années, l'offre de téléphonie d'entreprise à destination des TPE-PME permettant de compenser le déclin des activités B2C. En outre, nous anticipons une croissance de +2% sur le segment du M2M. Au final, nous tablons sur un CA groupe de 25,0 M€ en 2016e dont 73% sera réalisé sur le segment entreprises Keyyo Business contre 60% actuellement.

Compte tenu de la montée en puissance de Keyyo Business, segment le mieux margé, la marge brute est en progression depuis 2006 passant de 30% à 48,4% en 2013, un taux qui devrait dépasser selon nous 50% en 2015, et 52% en 2016.

Evolution historique et prévisionnelle du CA et de la marge brute



Source : société, Euroland Corporate

Amélioration du levier opérationnel

La montée en puissance du CA conjuguée à l'évolution favorable du mix produit a permis au groupe d'améliorer progressivement sa rentabilité opérationnelle malgré la nécessité d'investir pour soutenir la croissance : staffing, communication, support technique et après vente. Ainsi en 2013, le ROC dépasse pour la première fois le million d'euros, soit une MOC de 4,8%, une performance opérationnelle réalisée grâce à la maîtrise voire réduction des charges opérationnelles : un effectif stable, réduction des dépenses marketing.

Nous sommes confiants dans la capacité du groupe à poursuivre l'amélioration de la rentabilité grâce à la croissance du chiffre d'affaires, à l'évolution favorable du mix produit et à la maîtrise des charges opérationnelles. La masse salariale, principal poste de dépenses, devrait peser 24% du CA à compter de 2014 (+3 personnes chaque année). L'effectif du groupe devrait ainsi atteindre 100 collaborateurs en 2015, constituée majoritairement de commerciaux, techniciens supports et des 15 personnes de la R&D.

Compte tenu de l'ensemble de ces paramètres, nous anticipons une progression de la MOC à 6,8% en 2014 (ROC de 1,5, 8,3% en 2015 et 9,6% en 2016, la MOC normative se situant selon nous à ~10% du CA.

Ces prochaines années, Keyyo devrait payer très peu d'impôts compte tenu d'un déficit reportable de 11,0 M€ et d'un CIR annuel de l'ordre de 80 K€ à 100 K€. Compte tenu de ces éléments, nous tablons sur une augmentation du RN à 1,5 M€ en 2014, 1,9 M€ en 2015 et 2,3 M€ en 2016.

Compte de résultat historique & prévisionnel du groupe

en M€	2010	2011	2012	2013	2014e	2015p	2016p
Chiffre d'affaires	20,4	22,6	22,2	21,4	22,5	23,8	25,0
<i>% var</i>	10,7%	11,0%	-1,7%	-3,6%	5,2%	5,6%	4,9%
Marge brute	8,8	9,6	10,2	10,4	11,2	12,1	13,0
<i>en % du CA</i>	43,4%	42,4%	46,0%	48,4%	49,6%	50,9%	52,1%
ROC	0,9	0,6	0,9	1,0	1,5	2,0	2,4
<i>en % du CA</i>	4,3%	2,8%	3,9%	4,8%	6,8%	8,3%	9,6%
ROP	0,6	0,2	0,4	0,8	1,5	2,0	2,4
<i>en % du CA</i>	2,9%	0,9%	1,9%	3,8%	6,8%	8,3%	9,6%
IS	-0,3	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,1	0,1
RN	-0,8	0,3	0,6	0,9	1,5	1,9	2,3
<i>en % du CA</i>	-3,9%	1,3%	2,7%	4,2%	6,8%	8,0%	9,1%

Source : société, Euroland Corporate

Un business model générateur de cash**60% de chiffre d'affaire Keyyo Business pur SaaS**

Les services d'IP Centrex génèrent des revenus purement SaaS puisque Keyyo permet, au travers de sa plateforme logicielle hébergée dans le cloud, l'utilisation des applicatifs de standard téléphonique. Les revenus SaaS représentent ainsi 60% du CA de Keyyo Business et offrent une certaine visibilité au modèle. Les contrats d'abonnements des clients de Keyyo sont biannuels et offrent une récurrence du chiffre d'affaires puisqu'ils sont facturés mensuellement. Cela se traduit dans le BFR qui est structurellement négatif (environ -10% du CA).

Un modèle peu capitalistique

Malgré un nombre de clients croissants et la nécessité d'assurer une même qualité de services, Keyyo ne nécessite par d'importants investissements chaque année. Au regard des capacités de l'infrastructure actuelle, Keyyo peut encore multiplier par trois le nombre de lignes gérées (100 000 actuellement). Les équipes R&D travaillent sur le cœur logiciel et l'innovation produits, pour un budget annuel de l'ordre de 2% à 4% du CA selon les années, le CAPEX total étant compris entre 4% à 8% du CA.

Structure bilanciale saine

Au 31 décembre 2013, les fonds propres de Keyyo ressortent à 2,7 M€ et la trésorerie nette à 1,8 M€, en diminution par rapport à 2012 compte tenu de l'OPRA (2,9 M€) qui a conduit Keyyo à racheter 450 000 actions (15,9% du capital) pour 2,9 M€. L'emprunt de 2,0 M€ contracté pour financer l'OPRA sera entièrement remboursé fin 2017.

Compte tenu d'un BFR structurellement négatif et d'un niveau de capex assez faible, le business model de Keyyo est générateur de cash. Avec à une trésorerie nette positive et attendue en progression, Keyyo a les moyens d'autofinancer son développement et de procéder à d'éventuelles opérations de croissance externe.

Valorisation de Keyyo

Pour valoriser la société, nous avons retenu deux méthodes : 1/ l'actualisation des flux futurs de trésorerie et 2/ la méthode des comparables boursiers.

Valorisation par les DCF

Les principales hypothèses de notre valorisation par les DCF sont les suivantes :

- un **taux de croissance moyen annuel** du CA de de 5,1% entre 2013 et 2023
- un **taux de croissance à l'infini** de 2,0 % pour le calcul de la valeur terminale
- une **MOC** qui passe de 6,8% en 2014 à 9,6% en 2016 puis une **MOC normative** de 10% à partir de 2017
- un **BFR négatif** entre -10% et -8% du CA
- des **CAPEX** de 1,7 M€ en 2014, 1,1 M€ en 2015 et 2016 puis 4% du CA jusqu'en 2023
- compte tenu d'un déficit reportable de 11,0 M€ à fin 2013 et d'un CIR annuel de 80 à 100 k€, le taux d'imposition devrait être faible jusqu'en 2019.
- un **taux d'actualisation (WACC) de 11,6% % basé sur :**
 - un taux sans risque de 1,91% ;
 - une dette financière nette de -1,8M€ au 31 décembre 2013 ;
 - une prime de risque ajustée de 8,8% (prime de risque marché de 5,0% + prime de risque ajustée Small Caps de 3,8%) ;
 - un bêta sans dette de 1,1

Compte tenu de nos hypothèses DCF, la valorisation de Keyyo ressort à 9,10 € par action.

Valorisation par les comparables

Nous avons retenu un échantillon d'entreprises comparables en terme de marché (télécommunications d'entreprise) et de business model (éditeur de logiciels SaaS) afin de prendre en compte le modèle atypique de Keyyo qui est celui d'un éditeur de logiciels dans la peau d'un opérateur de télécommunication dédié aux entreprises.

Multiples boursiers

société	Capitalisation boursière (M€)	VE / CA		VE / EBITDA		VE / EBIT		PER	
		2014e	2015e	2014e	2015e	2014e	2015e	2014e	2015e
Orange SA	31 978,8	1,6	1,6	5,2	5,4	10,6	10,8	13,4	13,0
Belgacom SA	7 517,3	1,5	1,6	5,7	5,8	11,2	11,8	14,0	15,1
Daisy Group plc	577,5	1,6	1,6	10,0	9,8	ns	ns	ns	15,7
KCOM Group PLC	598,8	1,5	1,5	7,7	7,4	11,1	10,7	12,8	12,5
Colt Group S.A.	1 584,2	0,9	0,9	4,6	4,3	ns	31,9	70,0	39,1
Esker SA	92,4	1,8	1,7	11,4	nc	18,8	15,2	30,4	nc
Sidetrade SA	41,6	2,3	1,9	12,6	9,5	18,9	13,1	34,7	24,5
MOYENNE		1,6	1,5	8,2	7,4	14,1	15,6	29,2	20,3
MEDIANE		1,6	1,6	7,7	7,4	11,2	12,5	22,2	15,7

Source : Consensus Analystes Factset au 23/04/2014, Euroland Corporate

En appliquant les multiples de VE/CA, VE/EBITDA, VE/EBIT et de PER aux agrégats financiers de Keyyo et une décote de taille de 34%, la valorisation ressort à 8,70 € par action.

Synthèse de la valorisation de Keyyo

La moyenne des deux méthodes fait ressortir un objectif de cours à 8,90 €, inchangé par rapport à notre initiation de couverture du 24/04/2014. En conséquence, nous maintenons notre recommandation Achat.

Multiples induits par notre valorisation de Keyyo

KEYYO	Objectif de cours (€)	Valeur induite des capitaux propres	Dette nette (M€)	VE (M€)	VE / CA		VE / EBITDA		VE / EBIT		PER	
					2014e	2015e	2014e	2015e	2014e	2015e	2014e	2015e
Valorisation par les DCF	9,10	21,6	-1,8	20,1	0,9	0,8	7,1	5,9	13,2	10,1	14,1	11,4
Valorisation par les comparables	8,70	20,7	-1,8	18,4	0,8	0,8	6,5	5,4	12,1	9,3	13,4	10,9
Valorisation moyenne	8,90	21,1	-1,8	18,9	0,8	0,8	6,7	5,5	12,4	9,6	13,8	11,1

Source : Euroland Corporate

Compte de résultat historique et prévisionnel

en M€	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014e	2015p	2016p
Chiffre d'affaires	12,1	14,0	16,1	18,4	20,4	22,6	22,2	21,4	22,5	23,8	25,0
<i>taux de croissance</i>		16,0%	15,0%	14,2%	10,7%	11,0%	-1,7%	-3,6%	5,2%	5,6%	4,9%
Autres produits	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Produits d'exploitation	12,1	14,0	16,1	18,4	20,4	22,6	22,2	21,4	22,5	23,8	25,0
Achats consommés	8,5	9,3	10,3	11,3	11,5	13,0	12,0	11,1	11,4	11,7	12,0
Marge brute	3,6	4,7	5,8	7,2	8,8	9,6	10,2	10,4	11,2	12,1	13,0
<i>Taux de marge brute</i>	29,7%	33,6%	36,1%	38,9%	43,4%	42,4%	46,0%	48,4%	49,6%	50,9%	52,1%
Autres achats et charges externes	1,5	1,9	1,9	2,3	2,9	3,5	3,6	3,3	2,6	2,7	2,7
Impôts et taxes	0,1	0,2	0,2	0,2	0,3	0,4	0,3	0,4	0,4	0,4	0,5
Charges de personnel	2,3	2,1	2,7	3,2	3,7	4,1	4,4	4,5	5,5	5,7	5,9
Autres charges	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,4	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
EBITDA	-0,4	0,6	1,0	1,5	2,0	2,0	2,0	2,3	2,8	3,4	4,0
<i>taux de marge</i>	ns	4,1%	6,2%	8,0%	9,8%	8,9%	8,9%	10,6%	12,5%	14,3%	15,9%
DAP nettes	1,4	0,7	0,7	0,7	1,1	1,4	1,1	1,2	1,3	1,4	1,6
Résultat opérationnel courant	-1,8	-0,1	0,3	0,8	0,9	0,6	0,9	1,0	1,5	2,0	2,4
<i>taux de marge opérationnelle courante</i>	-14,8%	-0,6%	1,7%	4,1%	4,3%	2,8%	3,9%	4,8%	6,8%	8,3%	9,6%
Autres produits (+) / Autres charges (-) non courantes	0,0	0,1	0,0	0,2	-0,3	-0,4	-0,4	-0,2	0,0	0,0	0,0
Résultat opérationnel	-1,8	0,0	0,3	0,9	0,6	0,2	0,4	0,8	1,5	2,0	2,4
<i>taux de marge opérationnelle</i>	-15,0%	0,0%	1,6%	5,0%	2,9%	0,9%	1,9%	3,8%	6,8%	8,3%	9,6%
Résultat financier	-0,1	0,1	0,1	0,1	-1,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Résultat avant impôt	-1,9	0,1	0,3	1,0	-1,1	0,2	0,5	0,8	1,5	1,9	2,4
Impôts sur les sociétés	-0,1	-0,2	-0,1	0,0	-0,3	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,1	0,1
<i>Taux d'IS apparent</i>	5,5%	ns	-16,2%	-4,4%	25,0%	-22,4%	-30,8%	-8,5%	-0,9%	2,7%	5,0%
Résultat net des entreprises intégrées	-1,8	0,2	0,4	1,0	-0,8	0,3	0,6	0,9	1,5	1,9	2,3
<i>taux de marge nette</i>	ns	1,7%	2,3%	5,6%	ns	1,3%	2,7%	4,2%	6,8%	8,0%	9,1%
Quote part dans les résultats des SME	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Résultat net de l'ensemble consolidé	-1,8	0,2	0,4	1,0	-0,8	0,3	0,6	0,9	1,5	1,9	2,3
Intérêts minoritaires	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Résultat Net Part du Groupe	-1,8	0,2	0,4	1,0	-0,8	0,3	0,6	0,9	1,5	1,9	2,3
<i>taux de marge nette</i>	ns	1,7%	2,3%	5,6%	ns	1,3%	2,7%	4,2%	6,8%	8,0%	9,1%

Source : société, Euroland Corporate

Bilan historique et prévisionnel

en M€	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014e	2015p	2016p
Immobilisations incorporelles	0,4	0,6	0,7	0,8	1,5	2,0	2,0	1,9	2,6	2,5	2,4
Immobilisations corporelles	0,8	0,8	0,7	0,9	1,2	1,3	1,0	0,9	0,9	0,9	0,9
Immobilisations financières	0,2	0,3	0,4	1,9	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Ecart d'acquisition	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Autres actifs non courants	0,1	0,3	0,0	0,0	0,3	0,3	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
Actifs non courants	1,6	1,9	1,8	3,7	3,2	3,8	3,6	3,4	4,1	4,0	3,9
Stocks et en-cours	0,0	0,1	0,1	0,1	0,2	0,2	0,1	0,2	0,1	0,1	0,1
Clients et comptes rattachés	2,6	2,0	2,5	1,7	1,7	1,6	1,6	1,2	1,4	1,4	1,5
Autres actifs courants	0,5	0,5	1,1	1,6	1,1	1,2	1,6	1,4	1,5	1,5	1,6
VMP et trésorerie	1,7	2,2	1,6	2,0	3,8	4,8	3,1	3,8	4,4	5,8	7,7
Actifs courants	4,8	4,9	5,2	5,4	6,8	7,7	6,3	6,5	7,3	8,9	11,0
Total Actif	6,4	6,8	7,0	9,1	10,0	11,5	9,9	9,9	11,4	13,0	14,9
Capitaux propres part du groupe	2,1	2,4	1,6	3,9	4,9	6,4	4,8	2,8	4,3	6,2	8,5
Intérêts minoritaires	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Passifs non courants hors dettes financières	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Emprunts et dettes financières	0,2	0,1	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	2,0	2,0	1,5	1,1
<i>Dont part à moins d'un an</i>	<i>0,1</i>	<i>0,1</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>0,1</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>0,5</i>	<i>0,5</i>	<i>0,5</i>
Dettes fournisseurs	2,7	3,1	3,5	3,5	3,1	2,9	3,1	3,2	3,0	3,1	3,2
Autres passifs courants	1,1	0,9	1,4	1,5	1,8	2,1	1,9	1,8	1,8	2,0	2,0
Total Passif	6,4	6,8	7,0	9,1	10,0	11,5	9,9	9,9	11,4	13,0	14,9
Dette financière nette	-1,6	-2,1	-1,6	-2,0	-3,7	-4,7	-3,0	-1,8	-2,3	-4,3	-6,7
Gearing	-74%	-91%	-98%	-50%	-74%	-73%	-62%	-64%	-54%	-69%	-79%
BFR	-0,8	-1,4	-1,4	-1,9	-1,9	-2,0	-1,7	-2,2	-1,9	-1,9	-2,0
BFR en % du CA HT	-7%	-10%	-8%	-10%	-9%	-9%	-8%	-10%	-8%	-8%	-8%
BFR en jours de CA	-24	-36	-30	-37	-33	-32	-28	-37	-30	-29	-28
Rotation clients (en jours de CA)	0	43	46	28	25	21	21	17	18	18	18
Rotation stocks (en jours de CA)	0	2	1	3	4	3	2	3	2	2	2
Rotation fournisseurs (en jours d'achats)	0	85	87	77	65	52	60	66	65	65	65

Source : société, Euroland Corporate

Flux de trésorerie historiques et prévisionnels

en M€	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014e	2015p	2016p
Marge Brute d'autofinancement	-1,3	0,9	0,9	1,5	2,2	1,4	1,2	2,0	2,6	3,0	3,5
Variation de BFR	0,2	-1,0	0,0	-0,5	-0,1	-0,2	0,1	-0,5	0,3	0,0	0,0
Flux net de trésorerie généré par l'activité	-1,5	1,9	0,9	2,1	2,3	1,5	1,1	2,5	2,3	3,1	3,5
Acquisition d'immobilisations	-0,5	-0,6	-0,4	-1,0	-1,9	-0,8	-1,4	-0,8	-1,7	-1,1	-1,1
Cession d'immobilisations	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Variation de périmètre	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,3	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Investissements financiers nets	0,0	0,0	0,0	-1,4	0,0	-0,8	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Flux nets de trésorerie liés aux investissements	-0,4	-1,0	-1,1	-2,4	-2,2	-1,5	-1,4	-0,8	-1,7	-1,1	-1,1
Augmentation de capital	3,6	0,0	-0,1	0,8	1,6	1,1	-1,5	-2,9	0,0	0,0	0,0
Emission d'emprunt	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	2,0	0,0	0,0	0,0
Remboursement d'emprunt	-0,6	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,0	-0,5	-0,5
Dividendes versés	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Flux de trésorerie liés au financement	3,0	-0,3	-0,4	0,7	1,6	1,1	-1,5	-1,0	0,0	-0,5	-0,5
Variation de trésorerie	1,1	0,5	-0,6	0,4	1,7	1,1	-1,7	0,7	0,6	1,5	1,9
Trésorerie d'ouverture	0,6	1,7	2,2	1,6	2,0	3,7	4,8	3,1	3,8	4,4	5,8
Trésorerie de clôture	1,7	2,2	1,6	2,0	3,7	4,8	3,1	3,8	4,4	5,8	7,7

Source : société, Euroland Corporate

Système de recommandations :

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

Achat : Potentiel de hausse du titre supérieur à 20% en absolu, fondamentaux satisfaisants à excellents.

Neutre : Potentiel du titre compris entre -20% et +20% en absolu par rapport au cours actuel.

Vendre : Potentiel de baisse du titre supérieur à 20% en absolu, fondamentaux dégradés ou valorisation excessive.

Sous revue : La recommandation est sous revue en raison d'une opération capitalistique (OPA / OPE / Augmentation de capital...), un changement

d'analyste ou une situation de conflit d'intérêt temporaire entre Euroland Corporate et l'émetteur.

Historique des recommandations :

Achat : depuis le 23/04/2014

Accumuler : (-)

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	Oui	Non	Oui

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

Disclaimer

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