

<b>Achat</b>	Potentiel	39%
<b>Objectif de cours</b>	<b>9,00 € (vs 8,70 €)</b>	
Cours au 12/02/2015 (c)	6,46 €	
NYSE Alternext		
Reuters / Bloomberg	ALKEY.PA / ALKEY.FP	

**Keyyo**  
Télécommunications

## Accélération de la croissance au T4

Performances (%)	Ytd	1m	3m	12m
Perf. Absolue	0,9%	0,9%	1,3%	5,2%
Perf CAC Small	8,0%	6,4%	10,5%	4,0%

### Informations boursières

Capitalisation (M€)	15,3		
Nb de titres (en millions)	2,38		
Volume moyen 12 mois (titres)	2 747		
Extrêmes 12 mois	5,45 €	8,16 €	

### Actionariat

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

### Données financières (en M€)

au 31/12	2013	2014e	2015e	2016e
CA	21,5	22,4	23,4	24,5
var %	-3,5%	4,2%	4,9%	4,7%
EBE	2,3	2,5	2,9	3,4
% CA	10,8%	11,3%	12,3%	13,7%
ROC	1,1	1,2	1,5	1,8
% CA	4,9%	5,5%	6,2%	7,4%
RN	0,9	1,3	1,5	1,8
% CA	4,3%	5,8%	6,2%	7,2%
Bnpa (€)	0,39	0,55	0,62	0,74
Gearing (%)	-64%	-53%	-66%	-76%
ROCE (%)	47%	39%	46%	61%
ROE (%)	33%	32%	26%	24%
Dette nette 2013	-1,8			
Dividende n (€)	-			
Yield (%)	-			

### Ratios

	2013	2014e	2015e	2016e
VE/CA (x)	0,6	0,6	0,6	0,5
VE/EBE (x)	5,8	5,3	4,6	4,0
VE/ROC (x)	12,6	10,8	9,2	7,4
PE (x)	16,7	11,8	10,5	8,7

### Analyste :

Laure Pédurand  
01 44 70 20 78  
[lpedurand@elcorp.com](mailto:lpedurand@elcorp.com)

### Publication du CA T4 2014

Keyyo a publié un CA annuel 2014 en croissance de +4,3% à 22,4 M€, légèrement au-dessus de notre attente à 22,2 M€. Après une progression de +2,0% sur les 9 premiers mois de l'exercice, la croissance s'est nettement accélérée au dernier trimestre à +11,5% faisant ressortir un CA T4 à 5,9 M€.

### Commentaires

Tout au long de l'année, Keyyo a bénéficié du dynamisme de son offre télécom dédiée aux entreprises en croissance de +15,7% à 14,8 M€, dont une nette accélération de +25% sur les 3 derniers mois à 4,0 M€, récoltant les fruits des efforts commerciaux et marketing (nouvelles offres, montée en puissance de la vente indirecte, campagnes TV).

L'activité M2M recule de -4,3% en 2014 à 2,3 M€ dont -8,0% au T4. La tendance pourrait être inversée à partir de la fin de l'année 2015 selon le management.

Les offres B2B de Keyyo (M2M + entreprises) représentent donc un CA de 17,0 M€ en croissance de +12,5% sur 2014.

Comme attendu, l'activité B2C poursuit sa baisse avec un recul de -10,0% à 1,3 M€ au T4 dont -10,8% sur les callshops (1,2 M€). Sur 12 mois, le B2C décroît de -15,4% avec un CA de 5,3 M€ dont 4,9 M€ sur les callshops.

Keyyo maintient le cap de sa stratégie de développement des ventes en indirect (~25% du CA 2014), à l'image de la création récente de la division « Opérateurs ». Pilotée par un nouvel arrivant, ex de Verizon Business, l'équipe a pour mission de commercialiser la technologie de Keyyo en marque blanche auprès d'opérateurs en France. La mise en œuvre de cette stratégie devrait se traduire par une augmentation plus importante que prévu de la masse salariale en 2015, nécessitant le renforcement des forces commerciales, marketing, technique et R&D. Ainsi, nous conservons notre objectif de CA à 23,4 M€ en 2015 (+4,9% attendu dont +12,5% sur les solutions de téléphonie aux entreprises) et ajustons le ROC à 1,5 M€ vs 1,8 M€ estimé.

Pour 2014, nous maintenons nos prévisions de résultats avec un ROC qui devrait être en progression à 1,2 M€ et un RN à 1,3 M€.

### Recommandation

**Suite à cette publication, la mise à jour de notre modèle de valorisation fait ressortir un objectif de cours à 9,00 € vs 8,70 € compte tenu de la baisse du taux sans risque. Notre recommandation est maintenue à l'Achat.**

*Prochain évènement : Publication des résultats 2014 le jeudi 29 avril 2015*

**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 0% et 15% en absolu par rapport au cours actuel.

**Alléger** : Potentiel de baisse du titre compris entre 0% 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** : depuis le 24/04/2014

**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	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 Etats-Unis est interdit.

Il est possible que EuroLand Corporate ait conclu avec l'émetteur sur lequel porte l'analyse financière un contrat en vue de rédiger et diffuser une (ou plusieurs) publication(s), laquelle (lesquelles) a (ont) été relue(s) par celui-ci. Toutefois, le cas échéant, ces publications ont été réalisées par EuroLand Corporate de façon indépendante, conformément à la déontologie et aux règles de la profession.

**EuroLand Corporate**  
17 avenue George V  
75008 Paris  
01 44 70 20 80