

Neutre (vs Accumuler)	<i>Potentiel</i>	3%
Objectif de cours		14,80 €
Cours au 28/09/2016 (c)		14,35 €
Alternext Paris		
Reuters / Bloomberg		
	ALKEY.PA / ALKEY.FP	

Performances (%)	Ytd	1m	3m	12m
Perf. Absolue	69,8%	9,6%	20,6%	80,3%
Perf CAC Small	1,3%	0,9%	5,9%	7,6%

Informations boursières

Capitalisation (M€)		31,0
Nb de titres (en millions)		2,16
Volume moyen 12 mois (titres)		879
Extrêmes 12 mois	7,90 €	14,44 €

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	24,7	24,5	27,0
var %		8,0%	2,2%	-0,6%	10,0%
EBE		3,6	3,5	4,2	4,8
%CA		14,8%	14,2%	17,1%	17,9%
ROC		2,1	2,0	2,5	2,9
%CA		8,6%	8,3%	10,1%	10,6%
RN		2,3	2,2	2,6	3,0
%CA		9,4%	8,8%	10,8%	11,2%
Bnpa (€)		1,05	1,01	1,22	1,40
ROCE (%)		94%	61%	61%	77%
ROE (%)		58%	41%	36%	32%
Gearing (%)		-72%	-63%	-66%	-77%
Dette nette		-2,8	-3,4	-4,8	-7,4
Dividende n (€)					
Yield (%)					

Ratios

	2015	2016e	2017e	2018e
VE/CA (x)	0,6	1,1	1,1	0,9
VE/EBE (x)	4,0	7,9	6,2	4,9
VE/ROC (x)	6,9	13,6	10,5	8,3
PE (x)	7,5	14,3	11,7	10,2

Analyste :

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

Keyyo

Télécommunications

Cession de l'activité Call-Shop**Actualité**

Keyyo a annoncé avoir cédé 67% du capital de son activité Call-Shop (IPcash SAS) à un groupe d'investisseurs composé de la société MTI et d'entrepreneurs individuels. Le solde du capital est réparti entre les salariés qui détiennent en 10% et Keyyo qui en conserve 23%. Cette opération, qui entraînera la déconsolidation de l'entité de manière rétroactive au 01/10/2016, aura un impact neutre sur le ROC. Le montant de la transaction n'a pas été dévoilé.

Commentaires

Avec cette opération Keyyo achève son recentrage dans les télécoms d'entreprise entrepris depuis plusieurs années. Cette nouvelle s'inscrit dans une suite logique et n'est pas une surprise dans la mesure où le Groupe avait déjà annoncé la filialisation du pôle BtoC lors de ses résultats semestriels (cf. [flash du 29/09/2016](#)). Devenu marginal au fil des exercices, il ne représentait plus que 19% du CA 2015 et 5% du ROC total. Aussi, son impact sur le ROC sera neutre sur nos estimations mais aura un effet relatif mécanique sur la MOC.

Si le Groupe conserve une participation minoritaire, nous pensons qu'il devrait naturellement la céder à terme (calendrier non défini à ce stade). Enfin, comme nous l'évoquions dans notre flash précédent, le produit de la cession (non communiqué) devrait être limité au regard de la faible valeur ajoutée de l'activité.

Suite à cette publication, nous ajustons nos estimations et attendons un CA de 24,7 M€ (vs 25,6 M€), 24,5 M€ (vs 27,7 M€) et 27,0 M€ (vs 29,7 M€) respectivement pour 2016, 2017 et 2018. Pour 2016, notre ROC est maintenu à 2,0 M€.

Recommandation

Après ajustement de notre modèle de valorisation, notre objectif de cours ressort inchangé à 14,80€. Compte tenu d'un potentiel limité à court terme (performance 1 an glissant > 80%) et malgré des fondamentaux de qualité, notre opinion passe à Neutre (vs 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	24,7	24,5	27,0
Excédent brut d'exploitation	2,5	3,6	3,5	4,2	4,8
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	-3,0	-2,7	-3,0
Disponibilités + VMP	4,3	7,6	6,9	7,0	8,3
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	14,7	15,0	16,5
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	-0,1	0,3	-0,3
Flux net de trésorerie généré par l'activité	2,2	3,7	3,3	3,6	4,8
Investissements opérationnels nets	-1,1	-1,3	-2,0	-1,5	-1,5
Investissements financiers nets	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Flux nets de trésorerie liés aux investissements	-1,5	-1,4	-1,8	-1,5	-1,5
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	0,1	1,2
Ratios (%)	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Variation chiffre d'affaires	4,3%	8,0%	2,2%	-0,6%	10,0%
Marge EBE	11%	15%	14%	17%	18%
Marge opérationnelle courante	6%	9%	8%	10%	11%
Marge opérationnelle	5%	8%	8%	10%	11%
Marge nette	6%	9%	9%	11%	11%
Investissements opérationnels nets/CA	-5%	-5%	-8%	-6%	-6%
BFR/CA	-11%	-12%	-12%	-11%	-11%
ROCE	61%	94%	61%	61%	77%
ROCE hors GW	61%	94%	61%	61%	77%
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%	-63%	-66%	-77%
Dettes nettes/EBE	-0,9	-0,8	-1,0	-1,1	-1,5
EBE/charges financières	181,4	356,8	56,7	94,0	176,2
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	14,4	14,4	14,4
(1) Capitalisation boursière moyenne	15,3	17,0	31,0	31,0	31,0
(2) Dette nette (+) / trésorerie nette (-)	-2,4	-2,8	-3,4	-4,8	-7,4
(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	27,6	26,2	23,6
PER	12,3	7,5	14,3	11,7	10,2
VE / EBE	5,1	4,0	7,9	6,2	4,9
VE / ROC	9,6	6,9	13,6	10,5	8,3
VE / CA	0,6	0,6	1,1	1,1	0,9
P/B	4,3	4,3	5,8	4,3	3,2
Données par action (€)	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Bnpa	0,53	1,05	1,01	1,22	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 20/10/2015 au 26/07/2016

Accumuler : du 27/07/2016 au 19/10/2016

Neutre : depuis le 20/10/2016

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