

<b>Achat (vs Accumuler)</b>	<i>Potentiel</i>	24%
<b>Objectif de cours</b>	<b>18,30 € (vs 15,00 €)</b>	
Cours au 21/04/2017 (c)		14,70 €
Alternext Paris		
Reuters / Bloomberg	ALKEY.PA / ALKEY.FP	

Performances (%)	Ytd	1m	3m	12m
Perf. Absolue	5,8%	-0,7%	6,3%	64,4%
Perf CAC Small	2,8%	-3,3%	1,1%	15,9%

**Informations boursières**

Capitalisation (M€)		28,8
Nb de titres (en millions)		196
Volume moyen 12 mois (titres)		3 310
Extrêmes 12 mois	8,94 €	15,90 €

**Actionnariat**

Flottant	51%
Fondateurs & management	32%
Investisseurs institutionnels	8%
Autocontrôle	9%

**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	3,6	4,0	4,7
%CA	14,8%	14,4%	16,1%	17,3%
ROC	2,1	2,1	2,3	2,7
%CA	8,6%	8,5%	9,4%	9,9%
RN	2,3	1,9	2,0	2,4
%CA	9,4%	7,8%	8,4%	8,8%
Bnpa dilué (€)	1,07	1,14	1,32	1,46
ROCE (%)	94%	108%	64%	68%
ROE (%)	58%	38%	31%	29%
Gearing (%)	-72%	-80%	-67%	-71%
Dette nette	-2,8	-4,1	-4,4	-5,9
Dividende n (€)				
Yield (%)				

**Ratios**

	2015	2016e	2017e	2018e
VE/CA (x)	0,6	0,8	1,0	0,8
VE/EBE (x)	4,0	5,4	6,2	4,9
VE/ROC (x)	6,9	9,2	10,6	8,6
PE (x)	7,5	12,1	14,1	12,2

**Analyste :**

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

**Keyyo**  
Télécommunications

**Résultats annuels conformes aux attentes****Publication des résultats 2016**

Après avoir publié un CA annuel en ligne avec nos attentes à 24,6 M€ (+2,2%), Keyyo affiche des résultats sans surprise. Le ROC ressort stable à 2,1 M€ (2,0 M€), représentant une MOC à 8,5% (-0,1 bp) et le RN à 1,9 M€ (1,8 M€). Au titre de l'exercice 2017, le Groupe proposera à l'AG (08/06) un dividende de 0,35 €, stable par rapport à l'an passé.

**Commentaires**

Alors que Keyyo a poursuivi ses investissements marketing (+23,5% à 0,8 M€) et réseaux (+22,2% à 0,9 M€) conformément à sa stratégie de conquête de part de marché, le ROC est resté stable à 2,0 M€. Cette bonne performance s'explique par : 1/ une gestion rigoureuse des frais de structure et 2/ une hausse maîtrisée des charges de personnel.

Au final, le RN ressort en baisse de -15,6% à 1,9 M€ en raison d'un effet de base défavorable (produit d'impôt exceptionnel de 0,5 M€ en 2015). Retraité de cet élément, le RN se serait inscrit en hausse de +7,9%. Ces résultats ont permis au Groupe de générer un cash-flow opérationnel de 3,4 M€ en 2016 (-6,3%), permettant de couvrir les capex (-1,8 M€) ainsi que le remboursement d'emprunts et le versement de dividendes (-0,7 M€ chacun).

Au 31/12/2016, Keyyo présente une situation financière solide avec une trésorerie nette de 3,8 M€ (dont trésorerie à 7,9 M€) et des fonds propres à 5,0 M€.

Pour 2017, le management entend poursuivre ses investissements afin de capter les différents relais de croissance qui s'offrent au Groupe : accroissement des ventes indirectes, essor de la fibre, basculement accrue des PME vers la téléphonie sur IP. Aussi, il anticipe une croissance du CA à pc et du ROC de l'ordre de +10,0% en 2017. Nous concernant, nous maintenons notre estimation de CA à 24,5 M€ et rehaussons notre ROC à 2,3 M€ (vs 2,2 M€).

**Recommandation**

**Après ajustement de notre modèle de valorisation, notre objectif ressort à 18,30 € (vs 15,00 €) compte tenu : 1/ de la hausse des comparables et 2/ de la prise en compte de l'autocontrôle dans la valorisation. Avec un potentiel de hausse supérieur à 15%, notre opinion passe à Achat (vs Accumuler).**

*Prochain évènement : CA T1 2017 le mercredi 10 mai 2017*

<b>Compte de résultat (M€)</b>	<b>2015</b>	<b>2016e</b>	<b>2017e</b>	<b>2018e</b>
Chiffre d'affaires	24,1	24,7	24,5	27,0
Excédent brut d'exploitation	3,6	3,6	4,0	4,7
Résultat opérationnel courant	2,1	2,1	2,3	2,7
Résultat opérationnel	1,9	2,1	2,3	2,7
Résultat financier	0,0	0,0	0,0	0,0
Impôts	-0,3	0,1	0,2	0,3
Mise en équivalence	0,0	0,0	0,0	0,0
Part des minoritaires	0,0	0,0	0,0	0,0
Résultat net part du groupe	2,3	1,9	2,0	2,4
<b>Bilan (M€)</b>	<b>2015</b>	<b>2016e</b>	<b>2017e</b>	<b>2018e</b>
Actifs non courants	4,3	5,0	5,6	6,0
<i>dont goodwill</i>	0,0	0,0	0,0	0,0
BFR	-2,9	-3,7	-3,2	-3,3
Disponibilités + VMP	7,6	7,6	6,6	6,8
Capitaux propres	3,9	5,1	6,5	8,3
Emprunts et dettes financières	4,8	3,5	2,2	0,9
Total Bilan	14,8	15,2	14,8	15,6
<b>Tableau de flux (M€)</b>	<b>2015</b>	<b>2016e</b>	<b>2017e</b>	<b>2018e</b>
Marge Brute d'autofinancement	3,6	3,0	3,3	3,9
Variation de BFR	-0,4	-0,8	0,5	-0,1
Flux net de trésorerie généré par l'activité	3,7	3,7	2,8	4,0
Investissements opérationnels nets	-1,3	-1,6	-1,8	-1,9
Investissements financiers nets	0,0	0,0	0,0	0,0
Flux nets de trésorerie liés aux investissements	-1,4	-1,6	-1,8	-1,9
Augmentation de capital	-1,3	0,0	0,0	0,0
Variation emprunts	2,9	-1,3	-1,3	-1,3
Dividendes versés	-0,6	-0,7	-0,6	-0,6
Flux nets de trésorerie liés au financement	1,1	-2,0	-1,9	-2,0
Variation de l'endettement financier net	3,3	0,1	-1,0	0,2
<b>Ratios (%)</b>	<b>2015</b>	<b>2016e</b>	<b>2017e</b>	<b>2018e</b>
Variation chiffre d'affaires	8,0%	2,2%	-0,6%	10,0%
Marge EBE	15%	14%	16%	17%
Marge opérationnelle courante	9%	8%	9%	10%
Marge opérationnelle	8%	8%	9%	10%
Marge nette	9%	8%	8%	9%
Investissements opérationnels nets/CA	-5%	-6%	-7%	-7%
BFR/CA	-12%	-15%	-13%	-12%
ROCE	94%	108%	64%	68%
ROCE hors GW	94%	108%	64%	68%
ROE	58%	38%	31%	29%
Payout	33%	36%	34%	29%
Dividend yield	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Ratios d'endettement</b>	<b>2015</b>	<b>2016e</b>	<b>2017e</b>	<b>2018e</b>
Gearing (%)	-72%	-80%	-67%	-71%
Dette nette/EBE	-0,8	-1,2	-1,1	-1,3
EBE/charges financières	356,8	78,9	88,5	170,5
<b>Valorisation</b>	<b>2015</b>	<b>2016e</b>	<b>2017e</b>	<b>2018e</b>
Nombre d'actions (en millions)	2,2	2,0	2,0	2,0
Nombre d'actions moyen (en millions)	2,3	2,1	2,0	2,0
Cours (moyenne annuelle en euros)	7,5	11,3	14,7	14,7
(1) Capitalisation boursière moyenne	17,0	23,3	28,8	28,8
(2) Dette nette (+) / trésorerie nette (-)	-2,8	-4,1	-4,4	-5,9
(3) Valeur des minoritaires	0,0	0,0	0,0	0,0
(4) Valeur des actifs financiers	0,0	0,0	0,0	0,0
Valeur d'entreprise = (1)+(2)+(3)-(4)	14,2	19,2	24,4	22,9
PER	7,5	12,1	14,1	12,2
VE / EBE	4,0	5,4	6,2	4,9
VE / ROC	6,9	9,2	10,6	8,6
VE / CA	0,6	0,8	1,0	0,8
P/B	4,3	4,6	4,4	3,5
<b>Données par action (€)</b>	<b>2015</b>	<b>2016e</b>	<b>2017e</b>	<b>2018e</b>
Bnpa	1,05	0,98	1,04	1,21
Book value/action	1,8	2,6	3,3	4,2
Dividende /action	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 15/02/2016 au 26/07/2016

**Accumuler** : du 27/07/2016 au 19/10/2016 et depuis 10/11/2016

**Neutre** : du 20/10/2016 au 09/11/2016

**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 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