

Télécom

AFONE

Une petite société qui a de la voix !

Cours au 03 octobre 2011 : 12 €

Opinion positive : objectif de cours 6 mois 17 €

NSY Euronext Eurolist C				
ISIN	FR0000044612			
Nb Actions (M)	6,214			
Capitalisation M€	74,6			
Plus haut/plus bas	14,4/6,0			
Perf depuis 01/01	84,6%			
Vol /jour moyen	5 148			
Ratios boursiers	2010	2011e	2012e	2013e
PER	20,7	12,4	7,6	6,1
VE/CA	0,9	0,7	0,6	0,5
VE/ROC	14,2	7,7	4,5	3,6
Données par action (€)	2010	2011e	2012e	2013e
BPA courant	0,58	0,97	1,58	1,96
CFPA	1,29	1,53	2,14	2,53
Dividende	0,40	0,55	0,65	0,75
Données financières	2010	2011e	2012e	2013e
CA (M€)	71,7	93,5	105,5	119,2
% var	8,9%	30,5%	12,8%	13,0%
ROC (M€)	4,3	8,0	13,6	17,2
marge opérat.%	6,1%	8,5%	12,9%	14,4%
RN courant	3,6	6,0	9,8	12,2
marge .%	5,0%	6,4%	9,3%	10,2%
RNPG publié (M€)	3,6	6,0	9,8	12,2
Structure financière	2010	2011e	2012e	2013e
Endettement financier net	-13,1	-16,0	-24,9	-35,0
Gearing	-33,0%	-37,1%	-49,4%	-58,1%
Actionnariat				
Famille Fournier	41,96%	Vincent Kemmoun	0,01%	
Famille Durand-Gasselín	10,81%	Autodétention	0,34%	
Total concert	52,77%	Flottant	46,88%	

- Opérateur de services de télécommunications, Afone propose à ses clients (TPE) des solutions destinées à améliorer le traitement de leurs flux téléphonique, des offres de monétique connectées et des offres de sécurité/télesurveillance.
- Après des années difficiles consacrées au redressement de sa filiale *Carte & Services*, le groupe a renoué avec des résultats bénéficiaires en 2009.
- Les marchés de la téléphonie fixe et de la monétique sont aujourd'hui des marchés matures, voire en déclin. Pour y faire face, le groupe a déployé une politique active d'innovation visant à accroître la valeur ajoutée de son offre et son ARPU et donc de sa profitabilité.
- Parallèlement, le groupe s'est résolument engagé sur le marché de la téléphonie mobile en choisissant une stratégie de partenariats avec des acteurs susceptibles de lui apporter rapidement et à faible coût, un nombre important de clients. La pertinence de ce choix est illustrée par les excellentes performances de la filiale commune qu'il a créée avec la chaîne de distribution E.Leclerc. Les résultats de cette filiale sont appelés à progresser fortement et constituent un vecteur de croissance considérable pour le groupe. D'autres contrats du même type suivront et contribueront à la forte dynamique de cette branche.
- Second vecteur de croissance : l'obtention en septembre 2010 du statut d'établissement de paiement, qui ouvre à Afone des perspectives de croissance à deux chiffres sur le marché de la gestion des flux de paiement, domaine jusqu'ici réservé aux banques. Fort de sa présence chez 68.000 commerçants, le groupe est bien placé pour profiter de l'ouverture de ce marché estimé à 850 Mds€.



Après avoir recentré et assaini ses activités traditionnelles, Afone a pris position sur de nouveaux marchés à fort potentiel de croissance. Portés par la dynamique de ceux-ci, les résultats du groupe devraient connaître une croissance supérieure à 20% par an au cours des trois prochaines années. Malgré la hausse récente du cours, le titre garde un potentiel de valorisation que nous estimons à plus de 40%.

Analyste : Brigitte Bourgois
b.bourgois@expertyse.com
 Tel : 01 53 45 86 29

Résumé et conclusion	3
1. Présentation et stratégie	5
1.1. Les marchés de la téléphonie fixe et de la monétique : des marchés globalement matures.....	7
1.2. Le marché de la sécurité : un potentiel de croissance important auprès de la clientèle des particuliers	9
1.3. Le téléphone mobile et l'acquisition des flux de paiement : des vecteurs de croissance pour le futur.....	10
1.3.1. La téléphonie mobile : déploiement d'un modèle éprouvé dans le cadre de la JV avec la chaîne de distribution E.Leclerc.....	10
1.3.2. L'activité d'établissement de paiement : un nouveau statut qui ouvre l'accès de marchés, jusque là réservés aux banques, à de nouveaux intervenants à la téléphonie mobile	12
2. Des résultats dopés par la montée en puissance des nouvelles activités.....	14
2.1. Après des résultats lourdement déficitaires en 2007 et 2008, le groupe a renoué avec des bénéfices en 2009.	14
2.2. Un fort potentiel de croissance grâce à la contribution des nouvelles activités	15
3. Une situation financière solide, une trésorerie confortable	17
4. Valorisation.....	19
4.1. Un objectif de cours de 17,2 € à partir de la méthode DCF	19
4.2. Comparables	20
5. Management et Gouvernance	21
Données Financières.....	23
Glossaire	24

Résumé et conclusion

Avec un chiffre d'affaires de l'ordre de 90 M€ en 2011, Afone est, à l'origine, un opérateur de télécommunications sur le réseau fixe, avec une offre largement tournée vers les TPE. La société leur offre des solutions destinées à améliorer le traitement des flux téléphoniques ainsi que des services à valeur ajoutée (voix et données). En 2004, la société a fait son entrée sur le marché de la monétique avec le rachat auprès d'Anovo de la société Carte & Services, l'un des intervenants majeurs dans ce secteur ; la même année, elle élargit son domaine d'activité au secteur de la sécurité/télesurveillance avec l'acquisition de la société Aquitaine Protection Blokos, devenue en 2007 Afone Sécurité.

⇒ **2005-2008 : les années difficiles**

Dès 2005, le groupe est confronté aux forts bouleversements de l'industrie des télécommunications (montée en puissance de la téléphonie mobile et de la voix sur IP au détriment des réseaux fixes), à l'arrivée de nouveaux acteurs et aux mutations subies par le secteur monétique avec l'évolution constante des normes tant sécuritaires que réglementaires (notamment directive SEPA) et technologiques.

S'ensuit une période difficile marquée par des résultats lourdement déficitaires en 2007 et 2008 pendant laquelle le groupe entreprend un vaste effort de réorganisation de ses activités, tout en maintenant une politique active d'innovation visant à enrichir sa gamme et à prendre position sur de nouveaux marchés porteurs comme celui de la téléphonie mobile.

⇒ **2009-2011 : un nouveau départ sur un socle assaini**

Le groupe prend alors la décision de devenir MVNO et obtient en janvier 2007 l'autorisation de devenir MVNO sur le réseau SFR. Afone signe en décembre 2007, un contrat de partenariat avec la chaîne de distribution E.Leclerc avec laquelle il lance une offre de téléphonie mobile qui connaît un succès rapide et impressionnant puisque en 3 ans la société Meta-LFone, détenue à 50/50 par les deux partenaires, fait la conquête de plus de 500.000 clients ; grâce à ce succès, le groupe renoue avec les bénéficiaires en 2009. En 2010, l'acquisition de Primus France, vient consolider l'offre mobile d'Afone en lui ouvrant le marché des communications mobiles destinées aux communautés ethniques très présentes dans les réseaux de téléboutiques sur lequel Primus France est très présent.

Enfin, fort de sa présence chez les commerçants au travers de la gestion de leurs terminaux de paiement, Afone profite de la l'ouverture à d'autres intervenants que les banques du secteur des systèmes de paiement en Europe pour demander et obtenir à fin 2010, un agrément d'établissement de paiement ; celui-ci l'autorise à devenir acquéreur des flux de transactions des commerçants, auxquels il propose depuis le début de ce mois des services plus complets, à des tarifs plus avantageux que ceux offerts par les banques.

⇒ **Un potentiel de croissance élevé des résultats**

Ayant recentré et assaini ses activités historiques et pris position sur de nouveaux marchés très porteurs, le groupe qui a renoué avec des résultats bénéficiaires en 2009, devrait enregistrer au cours des trois prochaines années une

croissance très soutenue (>20% l'an) de ses résultats. Nous pensons que, si en 2012 la conjoncture économique française devait se dégrader sensiblement, la croissance des résultats serait moindre mais resterait probablement comprise entre 10 et 15% compte tenu de la dynamique Leclerc et de la réduction des coûts induite par les investissements 2011 (plateforme INS).

Le niveau des ratios boursiers, même après la hausse récente du cours ne semble pas prendre pleinement en compte ces attentes, ce qui nous conduit à exprimer une opinion très positive sur la valeur.

<p>Forces</p> <ul style="list-style-type: none"> ⇒ Technologie éprouvée et bonne capacité d'innovation ⇒ Prises de position sur de nouveaux marchés porteurs et rentables ⇒ Situation financière confortable et trésorerie abondante avec un BRF négatif 	<p>Faiblesses</p> <ul style="list-style-type: none"> ⇒ Track record plutôt décevant ⇒ Part encore importante du chiffre d'affaires réalisée sur des marchés matures ⇒ Communication financière à améliorer
<p>Opportunités</p> <ul style="list-style-type: none"> ⇒ L'ouverture du marché du traitement des flux de paiement constitue une opportunité exceptionnelle pour Afone, dont la présence est déjà ancrée chez 68.000 commerçants, clients de l'offre monétique du groupe ⇒ Ouverture de nouveaux marchés (téléphonie ethnique et potentiellement transfert de fonds) avec l'acquisition de Primus 	<p>Risques</p> <ul style="list-style-type: none"> ⇒ Renforcement de la concurrence dans le secteur mobile qui pourrait s'exacerber en cas de ralentissement économique ⇒ Incertitudes relatives à la rapidité de la percée sur le marché du traitement des flux de paiement

1. Présentation et stratégie

Recentrage réussi sur les activités traditionnelles et stratégie offensive sur de nouveaux segments de marché : la téléphonie mobile et l'acquisition des flux de paiement.

Créé en 1997 par Philip Fournier et Eric Durand-Gasselin, Afone est un opérateur de services de télécommunications dont l'offre est, à l'origine, largement tournée vers les TPE (entreprises de moins de 20 salariés), marché qui intéresse peu les grands opérateurs généralistes.

Avec l'obtention de la licence ART L34-2 en 1999 puis l'acquisition en 2004 de la société *Carte & Services* et de la société *Aquitaine Protection Blokos*, devenue en 2007 *Afone Sécurité*, Afone est devenu un acteur significatif sur les trois marchés que sont celui des télécommunications, de la monétique et de la sécurité.

Le groupe ne publie aucune répartition historique chiffrée détaillée de son chiffre d'affaires. Le tableau ci-dessous est ainsi le fruit de nos estimations fondées sur les grandes tendances de croissance évoquées dans différents communiqués de la société et les échanges que nous avons eus avec ses représentants.

Ventilation estimée du CA par branche

au 31 décembre en M€	2010 CA	2011e CA	2012e CA	2013e CA
Télec et monétique (hors mobile)	49,1	48,3	50,2	52,2
Sécurité	5,3	5,6	6,0	6,5
Mobile	17,3	39,7	46,9	56,9
<i>dont Leclerc</i>	15,8	22,5	27,3	34,4
<i>dont Télégramme de Brest</i>		0,1	0,2	0,5
<i>dont Afone</i>	1,5	2,1	2,9	3,8
<i>dont Primus</i>		15,0	16,5	18,2
Paiement			2,4	3,6
Total	71,7	93,6	105,5	119,2

Source: Expertyse

L'industrie des télécoms est en pleine transformation avec une demande qui ne cesse d'évoluer, qu'elle émane de clients particuliers ou de professionnels ; elle porte de plus en plus sur la vitesse du débit, la simplicité des usages et la qualité de la relation client fournie par les opérateurs.

La stratégie suivie par les grands acteurs des « technologies de l'information et de la communication » (TIC), les conduit à étendre leur activité au-delà de leur cœur de métier traditionnel, en direction de secteurs connexes

comme l'informatique, la monétique ou la télésurveillance. Cet ensemble forme un « écosystème » dans lequel plusieurs sous-secteurs et différents acteurs sont en interaction, tantôt en concurrence et tantôt partenaires

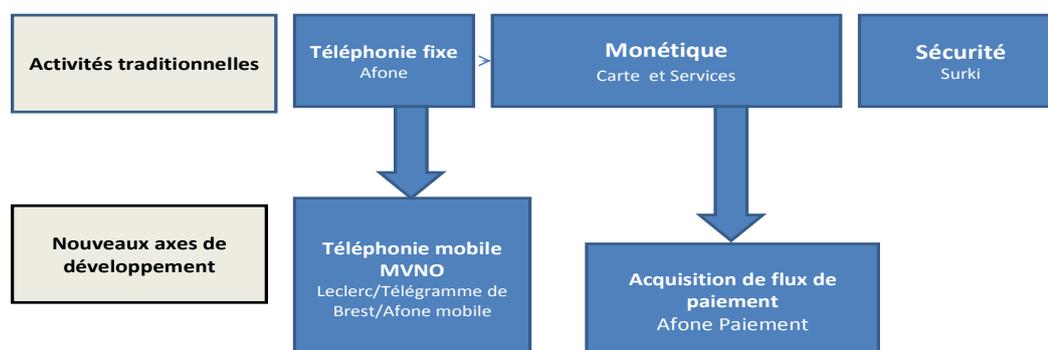
Ces mouvements accroissent la concurrence entre ces acteurs car ils remettent en cause le modèle classique des fournisseurs de services.

Dans cet environnement complexe et mouvant, la stratégie d'Afone a été de s'appuyer sur ses capacités d'innovation pour faire de la société un opérateur intégré de référence pour les services télécommunications et monétiques.

La reprise de *Carte & Services*, dont les performances ont été loin d'être à la hauteur des espoirs qu'y avait mis Afone, a entraîné les résultats du groupe dans le rouge en 2007 et 2008 ; les mesures de restructuration mises en œuvre pendant ces années difficiles ont commencé à porter leurs fruits en 2009, le groupe renouant avec des résultats positifs et le périmètre de base du groupe étant aujourd'hui recentré et assaini.

Cette étape ayant été franchie, le groupe met désormais l'accent sur la conquête de marchés nouveaux et porteurs. Profitant de la libéralisation de certains marchés connexes dont le développement est prometteur comme celui de la téléphonie mobile ou celui des systèmes de paiement, le groupe a entrepris d'y prendre position.

Activités traditionnelles et nouveaux axes de développement



Source: Expertyse

1.1. Les marchés de la téléphonie fixe et de la monétique : des marchés globalement matures

Les activités « traditionnelles » d'Afone, la téléphonie (hors mobile) et la monétique sont désormais des marchés globalement matures où la croissance en volume sera très faible ; dans ce contexte, le groupe qui n'a cessé de mettre l'accent sur l'innovation, a pour objectif d'améliorer sa rentabilité à travers une offre à plus forte valeur ajoutée. Encore largement majoritaires au sein du chiffre d'affaires mais encore déficitaires en 2010, elles devraient voir fondre leur poids relatif au sein des ventes mais contribuer aux bénéfices consolidés à partir de 2011.

⇒ Les services sur réseau fixe : une activité en déclin

De source ARCEP, le nombre d'abonnements à un service de téléphonie fixe (40,4 M à fin 2010) est sur une pente décroissante (environ -2 millions /an), la diminution des abonnements sur des accès bas débit n'étant plus compensée par l'augmentation du nombre d'abonnements à la voix sur large bande, alors que un nombre croissant de lignes, avec le dégroupage total aujourd'hui en pleine expansion, réduit ses abonnements à un seul abonnement, celui de la voix sur IP.

Afone propose à ses clients (essentiellement petits commerçants et enseignes multipoints de vente) des solutions destinées à améliorer le traitement de leurs flux téléphoniques notamment via la présélection (prise en charge du trafic téléphonique sortant du client hors numéros spéciaux) et l'Afone Box, fabriquée par *Sagem*.

Pour produire son offre de trafic en présélection, le groupe Afone s'approvisionne chez *9Cegetel*, *VERIZON* et *Completel* ; commercialement le groupe propose l'ensemble des formules tarifaires habituelles, c'est-à-dire facturation à la seconde, facturation avec crédit temps, forfaits, forfaits ajustables...La mise en place se fait en présélection avec secours chez un deuxième opérateur.

Par ailleurs, afin de disposer de ses propres lignes et de proposer ses propres offres, le groupe a acheté en 2005 un IRU (Indefeasable Right of Use) à *Completel* ; celui-ci lui garantit l'accès exclusif à 600.000 lignes en dégroupage pour une durée de 15 ans Le prix de cet investissement s'est élevé à 15 M€ payés sur les trois années 2005, 2006 et 2007 et amortissables sur la durée de vie du contrat.

Le produit Afone Box est un modem ADSL multi usages qui assure l'accès à une offre télécom globale ; l'Afone Box, qui permet un cryptage numérique, est capable de gérer simultanément un ordinateur, des lignes de téléphone et de fax et des terminaux de paiement électronique. Afone diffuse donc ce produit au sein de packages élaborés en synergie avec les autres produits et services du groupe (monétique, télésurveillance, forfaits télécom).

⇒ Les services à valeur ajoutée (voix et données) : un marché orienté à la baisse

Le marché des services à valeur ajoutée, parfois appelé numéros spéciaux, s'élevait à 500 M€ au dernier trimestre 2010 et reste orienté à la baisse depuis plus de deux ans en raison de la décroissance continue du revenu des services télématiques ainsi que par la migration de certains numéros spéciaux vers des numéros non surtaxés, suite aux mesures législatives destinées à protéger le consommateur en encadrant l'usage de ces numéros.

Sur ce marché, Afone est reconnu comme un spécialiste des solutions de traitement des flux téléphoniques entrants ; la société commercialise ses prestations via des numéros 08xx ou numéros courts ; ces solutions apportent de la valeur ajoutée dans la gestion de la relation clients à travers une large gamme de services sur-mesure au niveau de la réception des appels : analyse du trafic téléphonique entrant (statistiques, rapports détaillés, accessibles par accès extranet), développement de services personnalisés adaptés aux besoins spécifiques des clients selon leur secteur d'activité (reroutage des appels, gestion des débordements...), mise en œuvre de Serveurs Vocaux Interactifs (SVI), text to speech, reconnaissance vocale si nécessaire.

Afone commercialise également des services fédérés, soit directement par la publicité (ex : 3213), soit via des prescripteurs qui sont démarchés par Afone (ex Allocolo).

⇒ La monétique : un marché stable en volume mais tiré par la constante évolution des normes tant réglementaires que sécuritaires et technologiques

Afone est entré sur le marché de la monétique en 2004 à travers le rachat auprès d'Anovo de *Carte & Services*, premier prestataire français auprès des banques, commerces de proximité et grande distribution (35% d'un marché fortement atomisé), avec une activité d'installation, de location et de maintenance de TPE (terminaux de paiement électronique) et de TPV (terminaux points de vente). La société comptait alors plus de 800 personnes.

L'accélération de l'internationalisation, la mise en place de nouvelles normes sécuritaires comme le PED (sécurisation des paiements par carte sans puce), le SEPA avec la mise en place de cartes à puce EMV, les contraintes réglementaires et technologiques ainsi que l'apparition de nouveaux acteurs ont poussé les intervenants du marché à évoluer.

D'une part, les commerçants ont été amenés à renouveler et à moderniser leurs équipements, d'autre part, les banques se sont mobilisées pour mutualiser leurs ressources mais aussi pour repenser certains modèles économiques. Ainsi, depuis 2007/2008, celles-ci procèdent à la ré-internalisation de la gestion des matériels monétiques (TPE) soit par l'acquisition des mainteneurs indépendants soit par une politique de compression des prix qui, pour les structures les moins solides financièrement, ont abouti à la faillite d'un certain nombre d'entre elles à l'exception de *JDC* et *Carte & Services*, qui a fait l'objet d'un vaste plan de restructuration visant à rendre l'entreprise à nouveau rentable :

- dans un premier temps, cession du fonds de commerce de TPV de *Carte & Services* à une de ses filiales puis distribution des actions de cette filiale aux actionnaires d'Afone sous forme d'un dividende exceptionnel,
- mise en œuvre de mesures drastiques pour réduire les coûts et notamment les effectifs à travers un vaste plan social qui s'étend de 2006 à 2011,
- externalisation de tous les services d'assistance technique auprès de la société *NSE*, société sise à Vichy, qui réceptionne le matériel acheté par *Carte & Services*, le livre chez le client et assure le SAV. L'effectif de *Carte & Services* a été ramené à moins de 10 personnes et l'entreprise devrait être rentable dès le second semestre de cette année.

Maîtrisant l'ensemble de la fonction « encaissement », Afone, via sa filiale *Carte & Services*, propose à ses clients plusieurs types de solutions commerciales, allant de la location/vente de terminaux simples couplés à une ligne téléphonique à celle de terminaux de plus en plus sophistiqués comme :

- des TPE GPRS ou des TPE PED (sécurisant les transactions effectuées avec des cartes sans puce), des TPE disposant du service présélection (abonnement de 45 €/mois) ou de la Box ;
- des offres packagées incluant la location du matériel, l'installation et la maintenance ;
- à travers sa filiale *Afone Financement* créée en mai 2005, elle propose également à sa clientèle des solutions pour financer leurs installations ; après un démarrage relativement laborieux, la société comptait fin 2010 25.000 clients, ceux-ci ayant choisi de recourir à *Afone Financement* plutôt qu'à un bailleur extérieur.

Dès 2009, le groupe a engagé des travaux de R & D pour répondre aux nouvelles attentes de ses clients, les principales évolutions concernant les paiements sans contact, et les services connexes :

- le paiement sans contact permet de réaliser une chaîne de paiement de bout en bout totalement sécurisée et facile à déployer ; cette solution a fait l'objet d'un dépôt de brevet en Europe avec extension pour les USA et le Japon ;
- les services connexes concernent notamment la mise à disposition des clients d'un système de reporting des activités permettant un suivi des opérations financières et la construction de tableaux de bord à la demande.

Enfin en juillet 2010, Afone signe un partenariat privilégié avec le groupe *Verifone* lui permettant d'intégrer à son offre la gamme de TPE fabriquées par cette société, mondialement reconnue pour la robustesse et la simplicité d'utilisation de ses matériels.

Aujourd'hui, le nombre de commerçants clients d'Afone s'élève à 68.000 sur un marché de quelque 600.000 commerçants (800.000 points de vente) au total, le reste du marché étant essentiellement dominé par les banques et la société *JDC*.

Ainsi, sur un marché aujourd'hui mature et où les ventes en volume ont tendance à baisser, le groupe devrait être en mesure de connaître une croissance modérée de son chiffre d'affaires grâce à une augmentation de la valeur ajoutée de son offre.

1.2. Le marché de la sécurité : un potentiel de croissance important auprès de la clientèle des particuliers

Le secteur de la sécurité/télesurveillance représentait un peu plus de 7% du chiffre d'affaires consolidé en 2010 et près de 10% du ROC.

La croissance du marché est soutenue depuis plusieurs années et recèle encore un fort potentiel de croissance, l'arrivée de nouveaux modes de transmission tels la vidéosurveillance générant de nouveaux besoins.

Les grandes entreprises, installateurs de systèmes de surveillance et haute sécurité (console, vidéo, alarme...) telles que *ADT*, *Securitas*, *Scutum*, *Chubb* ou encore *Protection One* dominent ce marché, où subsistent de nombreux petits acteurs, ce qui laisse encore la place à une large phase de consolidation.

L'activité sécurité/ télésurveillance d'Afone, qui compte actuellement 18.000 clients pour un chiffre d'affaires de 5,3 M€ en 2010, est très complète puisqu'elle va de l'installation du système de sécurité dans les locaux des clients, à la télésurveillance de ces mêmes locaux. Les prestations d'intervention en cas de problème sont déléguées à des sociétés sous-traitantes. L'offre d'Afone couvre les segments « professionnel » et « particulier » et comprend une double levée de doute audio et vidéo qui évite l'intervention physique.

En ce qui concerne l'utilisation des systèmes d'alarme et de vidéosurveillance pour le grand public, le marché est encore naissant, le taux d'équipement des ménages ne dépassant pas 7% compte tenu de deux raisons majeures :

- une barrière tarifaire,
- une complexité technique qui ne rend pas le produit et le service facilement accessible.

C'est à partir de ce constat que le groupe Afone a décidé de lancer un produit (qui a fait l'objet d'un dépôt de brevet) innovant, simple et accessible au marché de masse. Il s'agit d'un matériel, en location, à installer soi-même, utilisant la technologie sans fils GSM/GPRS et ne nécessitant donc pas de branchement sur une ligne téléphonique.

Ce nouveau produit a été commercialisé sous la marque Surki dans le sud-ouest de la France au cours du 2^{ème} semestre 2010 ; les conclusions de ce lancement commercial test sont positives. Des discussions sont en cours avec Mr Bricolage, Castorama, Leroy Merlin ainsi qu'avec Ikea pour une commercialisation du produit, dont les ventes pourraient débuter en 2012. Les perspectives sont prometteuses.

1.3. Le téléphone mobile et l'acquisition des flux de paiement : des vecteurs de croissance pour le futur

1.3.1. La téléphonie mobile : déploiement d'un modèle éprouvé dans le cadre de la JV avec la chaîne de distribution E.Leclerc

Ce secteur, qui représentait en 2010 un chiffre d'affaires un peu supérieur à 17 M€ dont 15,8 M€ correspondant à 50% du chiffre d'affaires réalisé par la joint venture avec les magasins E.Leclerc, Meta-Lfone, constitue l'un des deux principaux vecteurs de croissance du groupe pour les prochaines années.

Selon l'ARCEP, la France comptait près de 66 M d'abonnés mobiles (cartes SIM en service) à fin juin 2011, dont plus de 70% liées à des forfaits. Le taux de pénétration des mobiles calculé sur la base de la population au 1^{er} janvier 2009 (source INSEE) était de 98,4% contre 93,6% à fin juin 2010. Parallèlement à cette augmentation du marché global, on note une progression de la part des opérateurs mobiles virtuels (MVNO), ceux-ci représentant 9,42% du marché métropolitain et assurant 31% des ventes brutes de cartes prépayées et 17% des ventes post-payées toujours selon l'ARCEP.

Le secteur du mobile garde un potentiel de croissance encore important mais la concurrence qui y règne tant de la part des grands intervenants que de la part de plus petits, acteurs de niche, est particulièrement féroce.

Dans ce secteur où le coût d'acquisition du client est élevé, le groupe, tout en souhaitant développer une offre en propre, a décidé de privilégier, dans un premier temps, une stratégie de partenariats avec des entreprises générant un volume de « trafic » de clientèle important et régulier, ce mode d'approche du client devant lui permettre de disposer dans des délais relativement courts et à des conditions avantageuses d'un parc clients conséquent et fidèle.

Ayant obtenu en janvier 2007 l'autorisation de devenir MVNO sur le réseau SFR, Afone lance en décembre 2007, une offre de téléphonie mobile en partenariat avec les centres *E.Leclerc*, 1^{ère} enseigne française de grande distribution, avec 450 magasins et 16,4% de part de marché. Ce partenariat s'est concrétisé par la création d'une joint-venture détenue à 50/50 par les deux partenaires, la *SNC Meta-Lfone* ; le contrat liant les deux partenaires confère à chacun d'eux une exclusivité jusqu'en 2012 ; au-delà de 2012, Afone reprendra sa liberté mais restera propriétaire des lignes.

L'offre E.Leclerc Mobile est une offre innovante combinant les avantages des offres prépayées et des forfaits : prix bas et liberté totale pour téléphoner sans engagement de durée ni de consommation. Un nouveau concept a même été créé en proposant un tarif dégressif par demi-heure consommée, via un mécanisme de « recrédit » du compte du client (les minutes non consommées lui étant remboursées). Ainsi, plus la durée de la consommation augmente, plus le prix de la minute diminue : de 0,39 € la première demi-heure de consommation, le prix de la minute décroît de 0,05 € à chaque palier de 30 minutes ; le prix de la minute étant de 0,10 € à partir de 2h30 de communication. Le prix de l'offre E.Leclerc Mobile est donc 50% moins cher pour quatre heures de communication que celle de ses concurrents.

Démarrée fin 2007, l'offre de Meta-Lfone a rencontré un vif succès puisque la société comptait à la fin du 1^{er} semestre 2011 plus de 500.000 clients dont les lignes sont opérées en prépayé ; l'ARPU est relativement modeste de 6 à 7 € mais le taux de churn est faible (2 à 3%) et le coût d'acquisition du client quasiment nul. Chaque mois, environ 10.000 à 15.000 nouveaux clients s'abonnent.

Les résultats de cette JVC sont élevés : plus de 31 M€ de chiffre d'affaires en 2010 et 7,7 M€ de résultat net.

Un projet similaire vient d'être lancé avec le Télégramme de Brest, dont le tirage journalier est de l'ordre de 210.000 exemplaires.

En juin 2009, Afone a lancé sa propre offre de téléphonie mobile « Afone Mobile » (forfaits, avec ou sans engagement) privilégiant la simplicité et destinée tant aux particuliers qu'aux professionnels, à des tarifs attractifs ; le nombre de clients actuel est de 17.000 environ. Par ailleurs, le 1^{er} septembre dernier, le groupe a signé un accord avec la filiale d'*Ingenico*, *Ingenico Prepaid Services* ; cet accord prévoit la commercialisation des cartes prépayées « Afone MAX » dans les 2.200 points de vente de proximité du réseau *Ingenico Prepaid Services*.

Le groupe opérait au 31 décembre 2010 13,1% du parc MVNO du parc métropolitain, se positionnant ainsi comme le deuxième opérateur sur ce marché, derrière le groupe *NRJ*.

Enfin, le groupe a repris, en décembre 2010, pour un prix de 3 M€, *Primus France*, qui lui apporte quelque 15 M€ de chiffre d'affaires et un résultat net de 0,250 M€ ; l'offre de *Primus* est essentiellement tournée vers les communautés ethniques, elle est déployée auprès des particuliers mais aussi à travers un réseau de 600 téléboutiques (deuxième réseau derrière celui d'*Orange*) ; une demande d'agrément pour obtenir le statut de

transfert de fonds a été déposée conjointement avec *Polygram* pour offrir ce service dans les téléboutiques, comme alternative à celui de *Western Union*.

Afone trouve, de plus, un intérêt économique direct à ce rachat qui lui apporte un accès moins cher aux réseaux internationaux, fixes et mobiles, que celui que lui facturaient *France Télécom* et *SFR*. Les services VoIP de *Primus* complètent par ailleurs avantageusement ceux d'Afone.

La réussite du modèle développé à travers le partenariat avec E.Leclerc permet de penser que le groupe est désormais en mesure de dupliquer ce modèle et de conclure rapidement de nouveaux accords avec d'autres acteurs, ce qui lui ouvre un potentiel de croissance important dans le mobile.

1.3.2. L'activité d'établissement de paiement : un nouveau statut qui ouvre l'accès de marchés, jusque là réservés aux banques, à de nouveaux intervenants à la téléphonie mobile

Grâce à sa forte implantation sur le marché de la monétique, Afone dispose d'un atout important pour se lancer sur le marché de la gestion des moyens de paiement, domaine jusqu'ici réservé aux banques. Cette activité, en démarrage, constitue, à nos yeux le second vecteur de croissance des résultats du groupe pour les prochaines années.

Dans le but de doter les entreprises et consommateurs européens de moyens de paiement scripturaux "transfrontières", fonctionnant de manière identique quel que soit le pays de l'Union européenne pour les paiements en euro, la Commission Européenne a rédigé le projet SEPA (Single Euro Payment Area). La Directive européenne sur les services de paiement adoptée en avril 2007, qui en est un volet, a été transposée en droit français en juillet 2009.

Jusqu'ici, les moyens de paiement (espèces, chèques, cartes bancaires, virements ou prélèvements) étaient tous reliés au compte de dépôt détenu dans une banque. La nouvelle directive ouvre la possibilité à d'autres acteurs que les banques de proposer la fourniture de certains moyens de paiement (cartes, virements, mise en place de prélèvements, portes monnaies électroniques et aussi services de paiement par téléphone ou internet). Ceux-ci seront liés à un compte de paiement qui enregistrera et gèrera les opérations de paiement ou les retraits d'espèces effectués avec ces instruments. Ces établissements de paiement non bancaires peuvent être des opérateurs de téléphonie mobile, des fournisseurs internet, des grands magasins, des compagnies aériennes. Ils doivent être agréés et contrôlés auprès d'autorités de contrôle. S'ils sont enregistrés dans un pays de l'Union Européenne, ils peuvent opérer dans toute l'Europe. Ils regroupent :

- les émetteurs de cartes : cartes bancaires, cartes privées,
- les organismes de transfert de fonds,
- les sociétés de sécurité de paiement sur Internet,
- enfin les acquéreurs de flux de paiement, domaine jusqu'alors réservé aux banques.

La suppression du monopole des banques en France et l'introduction de nouveaux acteurs dans la gestion des moyens de paiement et établissements de paiement vise à favoriser une concurrence sur les prix et services, bénéfique pour le consommateur.

Pour se positionner dans la gestion des encaissements de bout en bout, de l'acceptation du moyen de paiement sur le point de vente jusqu'à la compensation ; le groupe Afone bénéficie d'un atout important, à savoir son parc de clients dans le secteur de la monétique ; celui-ci devrait lui servir de tremplin pour lancer son offre ; il a dès lors créé la filiale *Afone Paiement* et franchi plusieurs étapes en 2010 :

- présentation de la nouvelle offre de gestion des paiements monétiques (Afone Pilot en architecture autonome ou dans sa version Pro en architecture centralisée) qui fait l'objet d'un agrément du GIE Cartes Bancaires pour son application développée sur la plateforme Vx de *VeriFone* ;
- demande et obtention en septembre 2010 de l'Autorité de Contrôle Prudentiel (ACP) de l'agrément d'établissement de paiement, celui-ci lui permettant d'effectuer les virements d'argent entre les comptes du client et du vendeur à l'issue d'un paiement par carte électronique. Le statut d'établissement de paiement permet ainsi à Afone d'intégrer l'acquisition des paiements à son savoir faire historique et d'étoffer son offre aux commerçants dotés de TPE. Afone peut, en effet, désormais, prendre en charge l'ensemble de la chaîne du paiement, du flux monétique depuis le terminal jusqu'à l'encaissement sur le compte du commerçant ; les conditions tarifaires proposées sont nettement plus avantageuses que celles offertes traditionnellement par les banques : commission moyenne d'environ 0,7%;
- accord avec le *Crédit Mutuel Arkéa* pour accéder au système de compensation, les flux de paiement partant des PME transitant par Afone et arrivant à la chambre de compensation sous le code d'Afone qui dispose d'un compte auprès du Crédit Mutuel Arkéa sur lequel il transfère les fonds ; le commerçant verse à Afone une commission en % du montant de la transaction et un forfait par tranche de facturation ; Afone en reverse une faible partie à *Arkéa*.

L'opération est lancée début octobre et Afone est déjà en négociation avec trois clients potentiels avec lesquels la société pourrait générer quelque 3 M€/mois.

Seule entreprise à l'exception des banques à disposer d'un agrément d'acquéreur de flux de paiement, Afone cible les 600.00 commerces de proximité et les enseignes de la grande distribution, auxquels il va proposer une offre de services plus riche, grâce à ses compétences en matière de monétique et des conditions tarifaires plus avantageuses que celles pratiquées en général par les banques (environ 0,7% du montant de la transaction)..

Sur un marché des commissions perçues dans l'Hexagone au titre de transactions commerciales estimées à 850 Mds€, le groupe a pour but de capter 1,2 Mds€, ce qui semble, somme toute, un objectif raisonnable.

2. Des résultats dopés par la montée en puissance des nouvelles activités

Rappelons que le groupe ne donne pas de répartition détaillée de ses résultats et que les chiffres repris ci-dessous sont des estimations.

2.1. Après des résultats lourdement déficitaires en 2007 et 2008, le groupe a renoué avec des bénéfices en 2009.

Résultats simplifiés

(en M€)	31/12/08	31/12/09	31/12/10	30/6/11	31/12/11e	31/12/12e	31/12/13e
CA	65,5	65,8	71,7	42,3	93,5	105,5	119,2
% var	5,4%	0,5%	8,9%	25,5%	30,5%	12,8%	13,0%
ROC	-3,6	1,5	4,3	2,9	8,0	13,6	17,2
en % du CA	ns	2,3%	6,1%	6,9%	8,5%	12,9%	14,4%
Autres prod.et charges opérat.	-12,6	0,0	-1,4	0,0	0,0	0,0	0,0
RO	-16,2	1,5	3,0	2,9	8,0	13,6	18,2
Résultat avant impôt	-15,9	2,6	4,8	3,3	9,0	14,6	18,2
RN consolidé	-14,8	2,7	3,6	2,3	3,6	3,6	3,6
RN courant consolidé	-2,2	2,7	3,6	2,3	6,0	9,8	12,2
en % du CA	ns	4,1%	5,0%	5,4%	6,4%	9,3%	10,2%

Les années 2005 et 2006 ont été marquées par l'entrée du groupe sur le marché de la monétique, avec notamment le rachat fin 2004 d'un des principaux groupes français spécialisés dans l'électronique de paiement, le groupe *Carte & Services*.

Par ailleurs et dans un marché extrêmement difficile (voir ci-dessus) et mouvant avec de multiples changements de normes, Afone a mis l'accent sur l'innovation et a notamment développé l'Afone Box (voir ci-dessus).

Dès lors, les résultats du groupe ont été fortement déficitaires en 2007 et 2008 :

⇒ les performances et résultats de *Carte & Services* sont loin d'être à la hauteur de ce qui était espéré, d'autant que le changement de normes technologiques et sécuritaires intervenu en 2002/2003 implique que le parc de matériel dont disposait cette société est totalement obsolète ; Afone est ainsi amené en 2008 à déprécier le fonds de commerce de *Carte & Services* à hauteur de 10 M€, à restructurer les activités de la société, notamment en externalisant la plupart de ses opérations (voir ci-dessus) et à lancer en 2008 un vaste plan social de restructuration et de sauvegarde de l'emploi dont les coûts ont continué à peser sur les résultats en 2009, 2010 (1,6 M€ + 0,8M€ provisionnés au titre de 2011),

⇒ les coûts de développement et de lancement de la Box se révèlent nettement plus élevés que prévu (entre 2 à 3 M€),

Après avoir renoué avec une situation bénéficiaire en 2009, le groupe a enregistré en 2010 un solide rebond, grâce notamment aux excellentes performances de la filiale *Meta-LFone*, qui, consolidée à 50% contribue pour 3,9 M au ROC consolidé, le résultat net publié augmentant de près de 25% et ce, malgré des frais opérationnels exceptionnels de l'ordre de 2,5 M€ liés à une campagne publicitaire télévisée (1 M€) et à une refonte du système informatique (1,5 M€).

2.2. Un fort potentiel de croissance grâce à la contribution des nouvelles activités

Pour 2011, nous prévoyons une forte remontée des résultats, imputable au développement toujours rapide des résultats de la filiale *Meta-LFone*, avec une augmentation du nombre de clients d'environ 10.000/15.000 par mois et à la non récurrence de certaines charges à caractère exceptionnel supportées en 2010. Ainsi et dans la mesure où les dernières charges (0,8 M€) supportées pour la dernière année chez *Carte & Services* au titre du Plan de Sauvegarde de l'Emploi ont été provisionnées en 2010, toutes les branches, à l'exception bien entendu des activités en phase de démarrage, devraient contribuer positivement à la génération des résultats. Les résultats publiés au titre du S1 confortent ces prévisions, le groupe affichant une croissance de son chiffre d'affaires de 25,6% en données publiées (5,5% à structure comparable à celle du S1 2010, c'est-à-dire hors *Primus*) et un résultat opérationnel de 2,9 M€ (2,8 M€ à sc) contre 0,8 M€ au S1 2010. Le résultat net s'établit, quant à lui à 2,3 M€ contre un peu moins de 1 M€ au S1 2010.

Pour construire nos estimations pour les années 2012 et 2013, nous avons émis des hypothèses pour chacune des principales activités ventilées de manière plus fine que la présentation qu'en fait le groupe ; ces estimations sont reprises dans le tableau ci-dessous :

Ventilation du CA et du ROC par branche

au 31 décembre en M€	2010			2011e			2012e			2013e		
	CA	ROC	%	CA	ROC	%	CA	ROC	%	CA	ROC	%
Télécom et monétique (hors mobile)	49,1	-0,1		48,3	0,5		50,2	2,5	5,0%	52,2	2,6	5,0%
Sécurité	5,3	0,5	9,4%	5,6	0,6	10,8%	6,0	0,7	12,0%	6,5	0,8	12,0%
Mobile	17,3			39,7			46,9			56,9		
<i>dont Leclerc</i>	15,8	3,9	24,7%	22,5	6,5	29,0%	27,3	8,2	30,0%	34,4	10,3	30,0%
<i>dont Télégramme de Brest</i>				0,1	0,0		0,2	0,0	10,0%	0,5	0,1	12,0%
<i>dont Afone</i>	1,5	0,0		2,1	0,0	0,0%	2,9	0,2	7,0%	3,8	0,4	10,0%
<i>dont Primus</i>				15,0	0,4	2,7%	16,5	0,8	5,0%	18,2	1,3	7,0%
Paiement							2,4	1,2		3,6	1,8	
Total	71,7	4,3	6,0%	93,5	8,0	8,6%	105,5	13,6	12,9%	119,2	17,2	14,5%

Source: Expertyse

Ces hypothèses reposent principalement sur :

- ⇒ une amélioration sensible des résultats des branches télécom et monétique avec le développement du parc d'Afone Box et donc de l'ARPU ainsi que d'une offre à plus forte valeur ajoutée (voir ci-dessus) et une reprise d'une démarche commerciale active avec le recrutement de 3 nouveaux commerciaux ;
- ⇒ une poursuite de la croissance de l'activité et des résultats de l'activité mobile portée :
 - par le contrat avec *E. Leclerc* dont le parc clients pourrait atteindre 820.000 clients à la fin de 2013, l'ARPU augmentant très légèrement de 6 à 7€,
 - par le démarrage du contrat avec le *Télégramme de Brest* (tirage de 210.000 exemplaires) ; nous estimons le nombre de clients à 6.000 clients à fin 2013 contre 1.000 à la fin de cette année ; l'ARPU pourrait se situer aux alentours de 20€ et les marges devraient s'améliorer progressivement selon un schéma comparable à celui observé dans la joint venture avec *E. Leclerc*, le modèle de développement retenu étant similaire ;
 - une augmentation du nombre de clients Afone Mobile à 35.000 clients fin 2013 contre 17.500 fin 2011, l'ARPU s'établissant aux alentours de 10€/mois,
 - un développement de l'activité tournée vers les communautés ethniques avec l'offre *Primus*,
 - à une amélioration des coûts (environ -50%) dès 2012 supportés résultant d'une part de l'obtention de meilleures conditions d'achat auprès des opérateurs (27,7 M€ en 2010), concomitante à l'augmentation des volumes de trafics et d'autre part de la mise en service de la plate forme IN (Intelligent Network, système de surveillance et de gestion des appels) au lieu et place de celle de *SFR* ; l'amélioration de la marge observée dans l'activité mobile devrait ainsi être conséquente.
- ⇒ le démarrage des activités de paiement, le groupe visant d'acquérir, grâce à des conditions tarifaires nettement plus attrayantes que celles des banques, avec 5.000 clients un flux de transactions de 1,2Mds€, lui permettant de réaliser 3 M€ de ROC à l'horizon 2013.

Globalement, la croissance de l'activité et des résultats devrait ainsi être très soutenue, le chiffre d'affaires augmentant de plus de 65 % et le ROC étant multiplié par 4 entre 2010 et 2013.

3. Une situation financière solide, une trésorerie confortable

La situation financière du groupe, malgré quelques années passées difficiles, est solide et saine.

Bilans simplifiés

en M€	31/12/10	30/6/11
Fonds propres à 100%	39,662	39,588
<i>dont minoritaires</i>	<i>0,012</i>	<i>0,159</i>
Provisions et autres passifs non courants	4,994	5,264
Endettement financier long terme	1,615	2,805
Capitaux permanents	46,283	47,816
-Actif immobilisé	38,536	39,400
<i>dont écarts d'acquisition</i>	<i>15,741</i>	<i>15,861</i>
<i>dont immobilisations incorporelles</i>	<i>4,442</i>	<i>5,851</i>
<i>dont autres actifs non courants</i>	<i>18,353</i>	<i>17,688</i>
= Fonds de roulement	7,747	8,416
stocks	2,242	1,551
créances clients	33,139	33,928
-fournisseurs	36,675	35,431
+divers	-6,738	-7,172
Besoin en fonds de roulement	-8,032	-7,124
Dettes bancaires à court terme	2,382	1,624
Disponibilités + titres de placement	18,147	17,067
Trésorerie nette	15,765	15,443
Endettement financier net	-14,150	-12,638

Source: Afone, Expertyse

Elle est caractérisée par :

- ⇒ des fonds propres couvrant à plus de 100% l'actif immobilisé,
- ⇒ un poste « écarts d'acquisition » important, fruit d'une politique de croissance externe très active, mais aujourd'hui plus ciblée et sélective,
- ⇒ des immobilisations incorporelles incluant principalement brevets et licences, contrats de maintenance et télésurveillance ainsi que les logiciels et systèmes d'exploitation développés en interne, des frais de développement ainsi que le versement à SFR d'une participation aux investissements réalisés en contrepartie d'un droit d'entrée sur le réseau dans le cadre du développement de l'offre MVNO d'Afone,

- ⇒ l'inscription dans le poste des immobilisations corporelles de l'IRU consenti par *Complete!* à Afone, cette ligne fait l'objet d'un amortissement sur une durée de 15 ans à compter de la date de livraison des tranches successives (valeur d'origine 15 M€, valeur nette au bilan du 31/12/10 de 10,573 M€,
- ⇒ des créances financières (dont une partie non courante et une partie courante) représentant la valeur actualisée des loyers à percevoir au titre des contrats de location de matériels conclus avec les clients du groupe (Afone Financement)
- ⇒ un BFR structurellement négatif compte tenu de la nature des activités (abonnements pour l'essentiel),
- ⇒ une trésorerie abondante.

4. Valorisation

4.1. Un objectif de cours de 17,2 € à partir de la méthode DCF

DCF

(M€)	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	norm
Chiffre d'affaires	93,5	105,5	119,2	135,9	154,9	175,1	196,1	215,7	233,0	246,9	261,8
Variation	31%	13%	13%	14%	14%	13%	12%	10%	8%	6%	6%
ROP	8,0	13,6	17,2	19,6	21,7	22,8	23,5	23,7	23,3	22,2	20,9
ROP / CA	8,5%	12,9%	14,4%	14,4%	14,0%	13,0%	12,0%	11,0%	10,0%	9,0%	8,0%
IS	2,6	4,5	5,7	6,5	7,2	7,5	7,8	7,8	7,7	7,3	6,9
Amortissements & prov.	3,5	3,5	3,5	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	2,0	1,0
Cash flow d'exploitation	8,9	12,6	15,0	15,6	17,0	17,7	18,3	18,4	18,1	16,9	15,0
Investissements industriels et acquisitions	4,5	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	2,0	2,0	1,0
Variation du BFR	-0,4	-1,1	1,2	0,2	-1,1	0,5	0,9	1,4	1,8	2,2	2,5
Cash flow disponible	4,7	10,7	10,9	12,4	15,2	14,2	14,4	14,0	14,3	12,7	11,6

Somme des CF actualisés	71,4
Valeur terminale	98,0
Valeur terminale actualisée	27,1
Valeur d'entreprise	98,5
Provisions	5,3
Endettement fin 2010	-12,6
Actifs financiers	1,5
Valeur des fonds propres	107,4
Nombre d'actions (M)	6,24
Valeur par action	17,2 €

Source: Expertyse

Tableau des sensibilités						
Taux de croissance à l'infini						
Taux d'actualisation	0,5%	1,0%	1,5%	2,0%	2,5%	
11,5%	19,5	19,8	20,1	20,5	20,9	
12,5%	18,1	18,3	18,5	18,8	19,1	
13,5%	16,8	17,0	17,2	17,4	17,7	
14,5%	15,8	15,9	16,1	16,3	16,4	
15,5%	14,9	15,0	15,1	15,3	15,4	

Les chiffres retenus pour construire le DCF résultent :

- ⇒ du plan d'affaires 2011-2013 que nous avons bâti à partir de nos discussions avec la société,
- ⇒ au-delà de 2013 :
 - d'une marge qui se stabilise puis décline progressivement,
 - d'une croissance à l'infini estimée avec prudence à 1,5%,
 - d'investissements annuels de 4/5 M en 2011 (plateforme INS) puis de l'ordre de 2 M€ par an,
 - d'un BFR négatif sur toute la période.
 - d'une marge normative égale à la marge réalisée en fin de période.
- ⇒ d'un taux d'actualisation prudent, estimé à 13,5%, égal au coût des fonds propres, le groupe n'ayant pas d'endettement financier net :
 - taux sans risque : 2,5%
 - prime de risque marché (source Factset) : 6,7%
 - prime de risque spécifique tenant compte de l'historique mouvementé des années passées: 1,7

Les retraitements effectués entre valeur d'entreprise et valeur des fonds propres du groupe sur la base des comptes au 30 juin 2011 ont trait:

- ⇒ à la dette financière nette au 30 juin 2011 : -12,6 M€ ;
- ⇒ aux provisions non courantes à hauteur de 5,3 M€ ;
- ⇒ aux actifs financiers non courants : 1,5 M€.

4.2. Comparables

Cette méthode manque ici de pertinence car il n'existe pas de véritable société comparable à Afone ; la seule société présentant des similitudes avec Afone est la société Keyyo, qui est un acteur de niche qui propose une offre de téléphonie couplée fixe et mobile sur IP.

Cette société qui devrait réaliser un chiffre d'affaires de l'ordre de en 2012, avec une marge opérationnelle de se traite sur la base d'un PER 2012 de 11x ; appliqué aux résultats estimés 2012 d'Afone, la valeur des capitaux propres ressortirait à 108 M€, soit une valeur proche de celle qui résulte de notre approche par le DCF.

5. Management et Gouvernance

Conseil d'administration

	Fonction	Age	Rémunération	Modalité
Philip Fournier	Président	54 ans	223.000 €	Fixe
Eric Durand-Gasselin	Administrateur et Directeur général Délégué	46 ans	205.000 €	Fixe
Vincent Kemmoun	Administrateur indépendant			

Management

	Fonction
Philip Fournier	Président Directeur Général
Eric Durand-Gasselin	Directeur Général Délégué
Frédéric Richard	Directeur Administratif et Financier

Répartition du capital

	% du capital	% des droits de vote
Famille Fournier	41,36%	37,77%
Famille Durand Gasselín	10,81%	6,14%
Total concert	<u>52,77%</u>	<u>43,91%</u>
Vincent Kemmoun	0,10%	0,10%
Public	46,88%	56,09%
Autodétention	0,34%	0%
Total	<u>100%</u>	<u>100%</u>

Un droit de vote double est attribué à toutes les actions libérées pour lesquelles il est justifié d'une inscription nominative depuis 2 ans au nom du même actionnaire.

Aucun mandataire social ne bénéficie de stock options ou d'attribution gratuite d'actions.

Un pacte d'actionnaires constitutif d'une action de concert a été conclu le 5 mars 2010 entre Philip Fournier et Eric Durand-Gasselín, faisant franchir à la hausse ce concert au-delà les seuils du tiers du capital et des droits de vote. Par décision du 10 février 2010, l'AMF a constaté qu'il n'y avait pas matière à déposer un projet d'offre publique visant les titres de la société.

Comités spécialisés

Comité d'audit

Données Financières

Données financières

Résultats (M€) au 31/12	2008	2009	2010	2011e	2012e	2013e
Chiffre d'affaires	65,49	65,84	71,68	93,55	105,52	119,22
EBE	1,47	6,08	7,61	11,50	17,12	20,72
ROC	-3,64	1,48	4,35	8,00	13,62	17,22
RO	-16,20	1,48	2,97	8,00	13,62	17,22
Résultat financier	0,27	1,12	1,86	1,00	1,00	1,00
RNAI	-15,93	2,60	4,83	9,00	14,62	18,22
IS	-0,96	0,89	1,24	2,97	4,83	6,01
RN publié	-14,79	2,72	3,60	6,03	9,80	12,21
RNPG retraité	-2,23	2,72	3,60	6,03	9,80	12,21
Bilan (M€)	2008	2009	2010	2011e	2012e	2013e
Capitaux Propres	34,45	38,09	39,66	43,20	50,51	60,24
Actifs Immobilisés	41,83	39,39	38,56	39,56	38,06	36,56
BFR	-4,85	-6,29	-8,03	-8,42	-9,50	-8,35
Endettement net	-1,83	-10,21	-13,09	-16,01	-24,95	-35,02
Capitaux Employés	36,97	33,11	30,53	31,14	28,57	28,22
Tableau de financement (M€)	2008	2009	2010	2011e	2012e	2013e
EBE après impôt	2,42	5,19	6,37	8,53	12,30	14,71
Variation du BFR	-1,22	0,23	1,91	-0,39	-1,08	1,15
Cash flows opérationnel	1,59	8,31	8,02	9,53	13,30	15,71
Investissements industriels	1,87	2,28	2,30	4,50	2,00	2,00
Free cash flows opérationnel	-0,28	6,03	5,72	5,03	11,30	13,71
Aug / (Dim) de la dette nette	-6,81	-6,51	-2,88	-2,93	-9,89	-10,07
Ratios Financiers (%)	2008	2009	2010	2011e	2012e	2013e
variation du CA	5,9%	0,53%	8,88%	30,50%	12,80%	12,98%
EBE/CA	2,2%	9,2%	10,6%	12,3%	16,2%	17,4%
Marge d'exploitation	ns	2,3%	6,1%	8,5%	12,9%	14,4%
Marge nette	ns	4,1%	5,0%	6,4%	9,3%	10,2%
Capitaux Employés/CA	28,2%	25,1%	21,3%	16,6%	13,5%	11,8%
Gearing	-5,3%	-26,8%	-33,0%	-37,1%	-49,4%	-58,1%
ROCE	ns	4,5%	9,7%	25,7%	47,7%	61,0%
ROE	ns	3,9%	11,0%	18,5%	27,0%	28,6%
Données par action (€)	2008	2009	2010	2011e	2012e	2013e
BPA retraité	-0,36	0,44	0,58	0,97	1,58	1,96
ANPA	5,54	6,13	6,38	6,95	8,13	9,69
CFPA	0,26	1,34	1,29	1,53	2,14	2,53
DPA	0,00	0,32	0,40	0,55	0,65	0,75
Ratios boursiers (x)	2008	2009	2010	2011e	2012e	2013e
VE/CA	0,95	0,94	0,86	0,66	0,59	0,52
VE/EBE	42,27	10,19	8,14	5,39	3,62	2,99
VE/ROC	ns	41,7	14,2	7,7	4,5	3,6
PER	ns	27,4	20,7	12,4	7,6	6,1
P/CFPA	ns	9,0	9,3	7,8	5,6	4,7
P/ANPA	2,16	1,96	1,88	1,73	1,48	1,24
Payout (%)	0,0%	73,2%	69,0%	56,7%	41,2%	38,2%
Rendement net (%)	0,0%	2,7%	3,3%	4,6%	5,4%	6,3%
Nombre d'actions (millions)	6,226	6,217	6,214	6,214	6,214	6,214
Effectif moyen	434	375	306	325	330	360

Glossaire

Présélection

La présélection permet de passer ses communications via un opérateur téléphonique extérieur dont les tarifs sont moindres tout en conservant l'abonnement à l'opérateur historique.

RTC

Réseau Téléphonique Commuté : réseau filaire de téléphonie fixe et mobile

EMV

Europay, MasterCard, Visa

Services de télécommunication à valeur ajoutée (définition OMC)

Les services de télécommunication à valeur ajoutée sont des services dans le cadre desquels les fournisseurs "ajoutent une valeur" aux informations fournies par le client en améliorant leur forme ou leur contenu ou en prévoyant leur stockage et leur recherche ; on peut citer à titre d'exemples :

- ⇒ services de traitement en ligne de données
- ⇒ services de stockage et de recherche en ligne dans des bases de données
- ⇒ services d'échange électronique de données
- ⇒ services de courrier électronique
- ⇒ services d'audiomessagerie téléphonique

MVNO

Un opérateur de réseau mobile virtuel, également connu sous le sigle **MVNO** pour l'anglais **Mobile Virtual Network Operator**, est un opérateur de téléphonie mobile qui, ne possédant pas de concession de spectre de fréquences ni d'infrastructure de réseau propres, contracte des accords avec les opérateurs mobiles possédant un réseau mobile pour leur acheter un forfait d'utilisation et le revendre sous sa propre marque à ses clients.

Dans ce modèle étendu, le MVNO émet ses propres cartes SIM et dispose de sa propre base HLR (NDLR : Home Location Register, base de données centrale d'un opérateur qui gère les droits des abonnés, ce qui permet de maîtriser l'ensemble des services). Il dispose en plus d'éléments de cœur de réseau (GMSC et GGSN). Ce modèle, s'il est plus contraignant et plus coûteux en termes de déploiement et de maintenance technique, permet à l'opérateur virtuel de s'affranchir davantage de l'opérateur hôte, ce qui lui assure un meilleur contrôle sur son trafic et sur les services qu'il offre à ses abonnés.

Dans cette architecture, le MVNO a un code réseau qui lui est attribué par l'ARCEP. Cette attribution est sans problème et n'utilise aucune ressource rare. Selon les besoins du MVNO, l'ARCEP attribue en plus des tranches de N° mobile (06, 07...).

Le MVNO doit mettre en place une architecture dite « cœur de réseau » qui, pour un budget de quelques millions d'euros, lui donne la maîtrise totale sur les services de téléphonie mobile avec la possibilité de les coupler à une infinité de services autres et ce en toute liberté. Cette architecture ouvre des possibilités d'innovation très importantes.

Pour avoir accès au réseau d'un MNO (NDLR, Orange, SFR, Bouygues et bientôt Free Mobile), le MVNO doit alors avoir un "accord de roaming national" avec le MNO. Cet accord est techniquement équivalent à ce que chacun des MNO a déjà fait avec plus de 200 opérateurs dans le monde pour permettre l'utilisation du téléphone mobile par chacun dans le monde entier. Il est à noter que des accords de ce type entre MNO et MVNO existent déjà dans d'autres pays Européens (Espagne, Royaume-Uni, Allemagne, Hollande, etc).

Monétique

La Monétique (contraction de monnaie «électronique, marque déposée par *Sligos*, devenue *Atos Origin*) désigne l'ensemble des traitements électroniques, informatiques et télématiques nécessaires à la gestion des cartes bancaires et des transactions associées.

Au sein du processus, on désigne l'acquéreur comme il s'agit de l'organisme financier qui met à disposition de son client (un commerçant, artisan ou profession libérale) des services d'acquisition de transactions de paiement électronique, notamment grâce à un terminal de paiement électronique (TPE). Plus généralement, il s'agit de la banque du commerçant (pour les paiements) ou la banque du GAB/DAB où s'effectue le retrait.

SEPA

Le SEPA se définit comme la zone dans laquelle citoyens, entreprises et autres acteurs économiques pourront payer et être payés en euro à l'intérieur de l'Europe dans les mêmes conditions, droits et obligations, indépendamment de leur localisation.

Autrement dit, le projet SEPA vise à doter les entreprises et consommateurs européens de moyens de paiement scripturaux fonctionnant de manière identique quel que soit le pays de l'Union européenne pour les paiements en euro à l'intérieur du pays ou "transfrontière".

Avertissement

EXPERTYSE est une société d'analyse financière indépendante enregistrée en tant que CIF sous le N°B000006 auprès de l'AACIF, Association agréée AMF.

Cette publication, rédigée par EXPERTYSE, est délivrée à titre informatif et ne constitue en aucun cas une d'ordre d'achat ou de vente des valeurs mobilières qui y sont mentionnées. Bien que les informations exposées dans ce document proviennent de sources considérées comme digne de foi, EXPERTYSE Finance n'en garantit ni l'exactitude, ni l'exhaustivité, ni la fiabilité. Les opinions et appréciations peuvent être modifiées ou abandonnées sans avis préalable. Cette publication est destinée exclusivement à titre informatif aux investisseurs professionnels qui sont supposés se faire leur propre jugement. La responsabilité de EXPERTYSE ne saurait être engagée, directement ou indirectement en cas d'erreur ou omission de sa part ou en cas d'investissement inopportun de la part d'investisseurs.

Cette évaluation a été conduite sur la base des comptes consolidés au 31.12. 2010 et de comptes prévisionnels issus des budgets de la société pour la période 2011-2013. L'exactitude des informations contenues dans ce document n'est pas garantie expressément ou implicitement, dans la mesure où Expertyse n'a pas eu pour mission de réaliser l'audit de la société. En particulier, Expertyse n'a procédé à aucun audit commercial, industriel, comptable, financier, juridique ou fiscal.

Les opinions, estimations et calculs contenus reflètent l'appréciation d'Expertyse à la date d'établissements de ces documents et peuvent être sujet à modifications sans préavis. Expertyse se dégage de toute responsabilité relative à tout préjudice direct ou indirect que pourrait entraîner l'utilisation de cette publication ou de son contenu.

L'évaluation d'une entreprise, bien que s'appuyant sur des techniques reconnues et utilisées par la plupart des évaluateurs, revêt nécessairement un caractère subjectif. La valeur retenue est celle qui nous a paru la plus pertinente eu égard aux conditions actuelles des marchés financiers (taux d'actualisation et évaluation des titres comparables) et dans une approche de participation minoritaire.