



Services Télécoms

Initiation de couverture

Marché Libre

Proximania

L'histoire ne fait que commencer

EDITORIAL

Fondée en septembre 2004, la société a connu un développement ultra rapide, dopé par une stratégie de croissance externe récemment mise en place. En effet, historiquement la société était positionnée sur un service unique, reposant sur la commercialisation d'espaces publicitaires principalement auprès des débiteurs de tabac. Dès 2006, elle développe une nouvelle offre de terminaux de paiements électroniques qui connaît un succès immédiat. L'année 2007 annonce le début d'une nouvelle ère pour Proximania. La société s'est en effet lancée dans une stratégie de croissance externe très active et financée par deux levées de fonds successives qui ont rencontré un vif succès auprès des investisseurs qualifiés, preuve que la stratégie de la société est appréciée du marché. La société a effectivement décidé de ce lancer sur un marché de niche en pleine concentration : la téléphonie fixe prépayée qui semble le point de départ d'un développement sur le secteur des services télécoms. Après 5 acquisitions depuis le début de l'année, la société est devenue en quelques mois le deuxième acteur de ce marché en France avec près de 35 % de part de marché, juste derrière France Telecom.

Nous initions aujourd'hui la couverture de Proximania avec une opinion **Achat** et un objectif de cours de **95,00 €**. Nous estimons en effet que le marché n'a pas encore pleinement pris en compte le potentiel de la stratégie de la société.

Au 14 septembre 2007

Capitalisation : 145,04 M€
 Nombre de titres : 2 273 641 titres
 Volume moyen/6 mois : 6 445 titres
 Extrêmes / 6 mois : 28,00 € / 70,18 €
 Rotation du capital / 6 mois : 36,85 %
 Flottant estimé: 40%
 Bloomberg : MLPRX FP
 Code ISIN : FR 0010270280
 Reuters : MLPRX.PA

Évolution du cours et des volumes sur 12 mois



A noter !

Valeur d'entreprise 129,8 M€

En 2007e
 VE/CA 1,1x
 VE/REX 8,6x
 PER 15,0x

En 2008e
 VE/CA 0,5x
 VE/REX 3,6x
 PER 6,1x

OVERVIEW

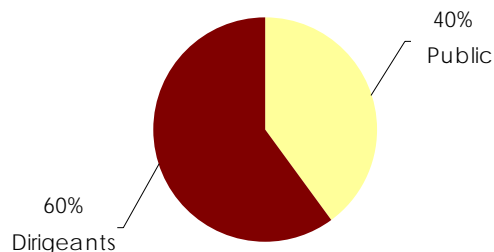
Actionnariat

Dirigeants 60 %
 Investisseurs qualifiés 40 %

Forces	Faiblesses
<ul style="list-style-type: none"> • Un modèle économique éprouvé (BFR négatif, pas de stock...) • Une taille critique sur le pôle Telecom • Un savoir faire technologique : barrière à l'entrée et avantage compétitif • Des accords fournisseurs solides 	<ul style="list-style-type: none"> • Aujourd'hui, le développement est essentiellement ciblé en France.
Opportunités	Menaces
<ul style="list-style-type: none"> • Une structure financière solide qui va permettre la réalisation de nouvelles acquisitions • Le marché des opérateurs téléphoniques prépayés, un marché en pleine concentration • Synergies potentielles des récentes acquisitions 	<ul style="list-style-type: none"> • Intégration des nouvelles équipes pour concentrer leur effort commercial.

Historique

Répartition de l'actionariat



Source : Euroland Finance



2 Septembre 2004 : Création de Proxirégie par Laurent Troude, société spécialisée dans la commercialisation de produits dématérialisés (cartes téléphoniques prépayées, billetterie, coupons de réduction...).

23 Décembre 2005 : La société s'introduit sur le marché libre en cédant 610 actions au prix de 4,45€ afin de financer l'extension de son réseau à l'échelle nationale.

5 Février 2007 : Proximanía procède à une augmentation de capital pour un montant s'élevant à 20,0 M€ et deux fois supérieur à l'offre initiale, au prix de 20,0 € par action. Cette levée de fonds donne au groupe les moyens de mener à bien sa politique de croissance externe.

9 Février 2007 : Acquisition de Kertel, deuxième opérateur de téléphonie fixe prépayée en France possédant 13% de part de marché.

14 Mars 2007 : Acquisition de Steameo, un opérateur de téléphonie fixe prépayée, connu sous les marques Minutissimes et 365.

30 Mars 2007 : Acquisition de Kosmos, une société spécialisée sur le segment des services prépayés (cartes téléphoniques) et fournisseur d'accès internet.

5 juillet 2007 : Nouvelle levée de fonds de 29,1 M€ sous forme d'obligations convertibles auprès d'investisseurs qualifiés.

24 Juillet 2007 : Acquisition de Arsa, spécialisée dans la commercialisation de cartes de téléphonie prépayées et de minutes de téléphone auprès de 600 téléboutiques.

Août 2007 : Proximanía annonce l'acquisition de XTS Telecom spécialisé dans la commercialisation de cartes de téléphonie prépayées et présélection post payée.

Activités

Un développement rapide axé sur deux métiers

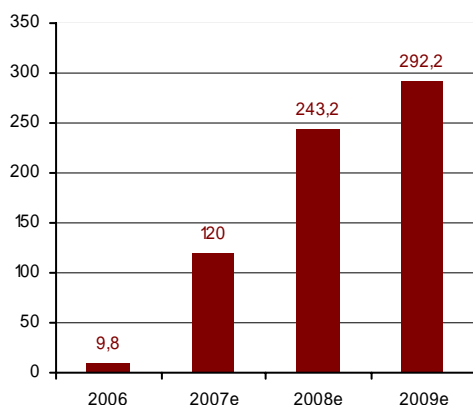
Un distributeur

La société Proximanía proposait initialement un service unique, **Proxi-board** dont le principe repose sur la commercialisation d'espaces publicitaires à des annonceurs distribuant leurs produits chez les débiteurs de tabac, via un réseau déjà en place. Le débiteur de tabac acceptant ces panneaux, propriété de la société, signe un contrat de 3 ans avec Proximanía.

A partir de janvier 2006, afin de capter l'intégralité des flux financiers provenant de la commercialisation de produits dits dématérialisés (cartes téléphoniques prépayées, billetterie, coupons de réduction, minute skype out...) la société a développé **Proxi TPE**. Ce service consiste à installer des terminaux de paiements électroniques dont la technologie appartient à Proximanía. Ce service apporte des avantages indéniables aux débiteurs de tabac : pas de stock, pas de risque de vol, et une sécurisation total des paiements.

La société profite alors de la nécessité pour les débiteurs de tabacs de diversifier leurs activités afin de contrer l'érosion de l'activité distribution de tabac. Proximanía est ainsi devenue rapidement le spécialiste de la distribution de produits « Air time » ou dématérialisés prépayés. Fin 2006, la société comptait plus de 600 points de vente (sur 53 000 points de vente existants en France). Avec un objectif affiché de 110 ouvertures par mois en moyenne en 2007, le réseau devrait compter 2000 points de vente à la fin de l'année.

Évolution du chiffre d'affaires en M€



Source : Euroland Finance.

Et maintenant un opérateur

Deuxième distributeur de cartes prépayées avec 35% de part de marché.

En février 2007, avec le rachat de Kertel à Iliad, la société a décidé de se développer sur le secteur de la téléphonie fixe prépayée. Depuis, 4 autres acquisitions ont été réalisées (Steameo, Kosmos, Arsa et XTS Telecom), permettant à la société de devenir le deuxième opérateur de téléphonie fixe prépayée avec 35% de part de marché derrière France Télécom (49% de pdm).

Caractéristiques des opérateurs acquis

Société cible	Activité	Date d'acquisition	Prix de la transaction
Kertel	Deuxième opérateur de cartes prépayées de téléphonie fixe en France et présent dans plus de 40 000 points de vente	09/02/2007	12 M€ + trésorerie nette (source Iliad)
Steameo	Opérateur de téléphonie fixe présent sous les marques Minutissimes et 365 dans 15 000 points de vente en France	14/03/2007	environ 8 M€ pour les deux sociétés
Kosmos	Société spécialisée sur le marché des services prépayés via trois axes principaux : Télécommunication, Internet et Mobiles	30/03/2007	
Arsa	Commercialise des cartes de téléphonie prépayée et des minutes de téléphone sur un réseau de 600 téléboutiques.	24/07/2007	nd
XTS Telecom	Troisième opérateur de téléphonie fixe aux Antilles, en Guyane et à la Réunion derrière France Télécom et Outremer Télécom. Environ 10 000 clients entreprises et grand public	août 2007	0,9 M€

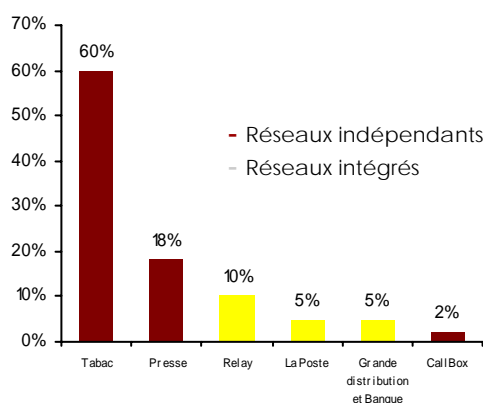
Source : Euroland Finance, Les Echos, rapport annuel d'Iliad

Données financières des sociétés acquises

En M€	CA		REX		RNPG	
	2005	2006	2005	2006	2005	2006
Kertel	53,3	40,0	2,4	4,6	1,6	3,3
Steameo	9,5	11,6	0,6	0,8	0,4	0,5
Kosmos	nd	2,0	nd	nd	nd	nd
Arsa	nd	20,0	nd	2,0	nd	nd
XTS Telecom	19,6	20,0	0,3	nd	0,9	-2,5

Source : Société.com, Euroland Finance, Société

Répartition du réseau prépayé de distribution en France



Sources : Société, Euroland Finance

Ces opérateurs sont apparus en 1997. Ils se sont développés rapidement grâce à la demande des communautés ethniques (expatriés et populations immigrées) qui recherchaient 1/ les tarifs les plus économiques pour les appels internationaux, 2/ une maîtrise de leur consommation et 3/ une liberté d'engagement (pas d'abonnement).

Un réseau de distribution complémentaire

Les activités de distribution et maintenant d'opérateur ont permis à la société d'être présente sur l'ensemble des plates-formes de distribution.

En effet, initialement Proximanía distribuait ses produits « air time » auprès des réseaux indépendants et intégrés.

En France les réseaux indépendants (Tabacs, Presse et Call Box/téléboutiques) représentent 80% des réseaux de distribution contre 20% pour les réseaux intégrés (La Poste, Relay, grande distribution et banques).

Initialement, Proximanía était principalement présente sur les segments des débiteurs de tabac. Mais le développement de l'activité opérateur de téléphonie fixe prépayée lui a ouvert les portes des réseaux intégrés (avec Kertel, Steameo et Kosmos). Enfin l'acquisition d'Arsa lui a permis d'accéder au réseau des téléboutiques puisque la société distribue ses produits dans près de 600 callbox. Ce réseau est d'ailleurs non négligeable avec 3 000 téléboutiques en France pour un marché évalué à 300 M€.

Le lancement d'une offre spécifique pour ce type de réseau devrait permettre d'installer 500 à 600 points de vente supplémentaires d'ici fin 2008. Récemment Proximanía a réalisé l'acquisition du seul réseau intégré téléboutiques en France, essentiellement positionnées sur l'axe Paris Lyon Marseille. D'un nombre de 20, le réseau réalise un CA de 8,0 M€. Cette acquisition fera figure de test. Elle permettra à Proximanía d'être plus proche de sa clientèle afin de mieux appréhender la demande du consommateur et proposer de nouveaux produits.

XTS Telecom : un nouveau métier, la présélection

La présélection consiste simplement à la facturation des abonnés selon les minutes qu'ils consomment. Par l'intermédiaire de XTS Télécom, Proximanía devient donc également un opérateur de téléphonie fixe. XTS Télécom est en effet le troisième opérateur de téléphonie fixe dans les DOM, derrière France Telecom et Outremer Telecom avec 10 000 clients (60% entreprises et 40% particuliers). La société distribue également des cartes prépayées à travers notamment le réseau de La Poste et possède une activité de trading de minutes.

Le rachat de XTS Telecom permet au groupe d'étendre ses activités en dehors de la métropole et d'étoffer son portefeuille client de quelques dizaines de milliers de clients entreprises et grand public.

Une typologie différente des contrats selon les réseaux

Proximanía a signé des contrats de nature différente avec ses distributeurs :

1/ Pour les distributeurs indépendants, il n'y a aucune obligation particulière et les contrats peuvent être résiliés à tout moment par les deux parties.

2/ Pour La Poste, le contrat est valable jusqu'en 2010 et renouvelable par tacite reconduction.

3/ Pour les autres réseaux intégrés (notamment Relay), il s'agit de contrat de référencement standard.

OPPORTUNITES & CONCURRENCE ●

Une faible concurrence dans chaque domaine d'activité

La société Proximanía est un acteur unique en terme de positionnement. En effet, aucun concurrent ne regroupe l'intégralité de la distribution et la vente de produits dits dématérialisés ou « air time ».

Cependant, en **solution dématérialisée** on peut identifier deux concurrents principaux pour Proximanía :

- Alphyra, société irlandaise, leader européen sur le marché des transactions électroniques sécurisées
- Euronet Worldwide qui comme Alphyra offre aux commerçants la possibilité de diversifier leurs activités en distribuant de nombreux produits dématérialisés via ses terminaux de paiements électroniques. Le groupe est présent sur plus de 358 000 points de vente à travers 183 000 plates formes de distribution en Europe, Asie, Afrique et aux États-unis.

En tant que **distributeur** des trois opérateurs historiques (France Telecom, Bouygues, SFR), Proximanía est concurrent :

- d'Altadis qui distribue des produits du tabac mais aussi des produits diversifiés comme les E-recharges pour les téléphones mobiles auprès des magasins de presses, des débits de tabacs et autres plates formes de distribution.
- et d'Avenir Télécom qui est distributeur de produits de communication dont des cartes téléphoniques prépayées.

Enfin, en tant qu'**opérateur de téléphonie fixe prépayée**, le principal concurrent de Proximanía est France Télécom qui occupe 49% du marché.

Un marché du prépayé de 4,4 Md€ dans sa globalité...

En tant que distributeur, Proximanía distribue les cartes prépayées des trois opérateurs historiques mobiles SFR, Orange, Bouygues et France Télécom en téléphonie fixe. L'acquisition des différents opérateurs de téléphonie fixe prépayée a permis à la société d'enrichir sa gamme de produits.

Selon l'Arcep, le marché du prépayé dans la téléphonie mobile représente près de 3,9 Md €. Les cartes physiques représentent 80% tandis que le marché du dématérialisé en représente 20%. Un potentiel rééquilibrage offre donc une opportunité conséquente de croissance pour Proximanía.

En téléphonie fixe, et toujours selon l'Arcep le marché est évalué à 500 M€ : 90% pour les cartes physiques, dont 60% en téléphonie ethnique (marché sur lequel Proximanía est en plein développement), et 10% pour les transactions dématérialisées.

...Composé d'une clientèle de niche

La typologie du consommateur de téléphonie prépayée est finalement assez diversifiée :

On retrouve principalement trois classes de population : les jeunes, les seniors, et les populations ethniques.

Cependant, les communautés ethniques représentent les cibles principales des cartes prépayées. Leur engouement pour les cartes téléphoniques prépayées s'explique par l'évolution croissante du nombre de consommateurs désireux de consommer à leur rythme et au meilleur prix.

En effet, ceux-ci ont généralement des revenus modestes et sont souvent non bancarisés. Ils souhaitent donc une offre qui leur permet à la fois de profiter de tarifs compétitifs (Proximanía propose des tarifs vers l'international 25% à 30% moins chers que France Telecom), une maîtrise de leur consommation et une liberté d'engagement (pas d'abonnement).

OPPORTUNITES & CONCURRENCE ●**Des opportunités du côté des pays émergents**

Le Maghreb représente 60% du marché de la téléphonie fixe prépayée. En effet, la population étant peu bancarisée elle n'a pas accès aux formules d'abonnement et est donc obligée de recourir aux offres prépayées. La conquête de ce marché représente donc pour l'avenir un enjeu essentiel. Pour cela, la stratégie consiste à développer des marques communautaires multiples afin de toucher l'ensemble de cette clientèle et de créer une fidélisation. Selon les prévisions du cabinet d'études Informa, les pays émergents de cette population représenteront 3 milliards de clients prépayés en 2012.

Un secteur en pleine concentration

Il existe une multitude d'opérateurs de ce type qui se sont créés sur cette tendance de multiplication de marques identitaires. Actuellement, le marché est face à une concentration des opérateurs qui rassemblent plusieurs marques afin d'amortir plus facilement les charges de fonctionnement. Avec les 5 acquisitions réalisées entre février et juillet 2007, Proximanía se montre comme un des acteurs principaux de cette concentration.

Il reste des opportunités d'acquisition sur le secteur

FAITS MARQUANTS ●

Depuis, le début de l'année 2007, la société a fait l'objet de deux levées de fonds auprès d'investisseurs qualifiés :

Depuis son introduction sur le marché libre, Proximania a levé 49,1 M€ auprès d'investisseurs qualifiés

- ⇒ **En février 2007**, Proximania a réalisé une augmentation de capital de 20 M€ (initialement prévue à 10 M€) au prix de 20 € par action à laquelle les actionnaires fondateurs (Mr. Troude et Mr. Bezault) ont participé. Cette première levée de capitaux a notamment permis la principale acquisition du S1 2007 : Kertel
- ⇒ **En juillet 2007**, la société a procédé à l'émission d'une obligation convertible de 29,1 M€ également auprès d'investisseurs qualifiés. Cette opération avait également pour but de poursuivre la dynamique de croissance externe entamée par Proximania.

● PERSPECTIVES STRATEGIQUES

Profiter de la croissance organique sur la distribution...

Un objectif de 110 points de vente conquis par mois en moyenne sur 2007

La position d'acteur unique sur la distribution de produits dématérialisés permet à la société Proximania de poursuivre son rythme de conquête de 110 points de vente par mois en moyenne sur les réseaux indépendants.

Parallèlement la société souhaite continuer de diversifier ses réseaux de distribution par des réseaux complémentaires tels que les téléboutiques comme elle l'a initié par l'intermédiaire de l'acquisition d'Arsa et des 25 téléboutiques présentes dans des « Lieux de vie ».

La société souhaite atteindre les 10% de part de marché sur la distribution des produits « Airtime » prépayés.

...et sur son segment opérateurs télécoms

Des synergies potentielles entre les différentes acquisitions réalisées

Proximania va pouvoir dégager des synergies importantes des acquisitions qu'elle vient de réaliser. En effet, le regroupement de la multitude de marques qu'elle a acquises va lui permettre d'amortir très facilement ses charges fixes. De plus, la base de clients actuels et le réseau de distribution complémentaire de la société vont lui permettre d'élargir sa gamme de produits : notamment avec une offre spécifique destinée aux téléboutiques.

La poursuite d'une croissance externe agressive...

Afin de répondre à un critère de taille indispensable, Proximania envisage de réaliser de nouvelles acquisitions sur le secteur des opérateurs téléphoniques de cartes prépayées. En effet, le marché est composé de multiples opérateurs et est actuellement en pleine concentration. La société ambitionne ainsi de devenir leader de son marché en 2012 devant France Télécom.

...Rendue possible par les deux levées de fonds successives

Après ces deux levées de fonds réalisées aux mois de février et juillet 2007, Proximania dispose d'une trésorerie qui lui permet aujourd'hui de mener une politique de croissance externe ambitieuse. La société dispose de 45 M€ de trésorerie selon nos estimations, après ces dernières acquisitions et d'une situation de cash nette de 15,3 M€. De plus, cette manne est renforcée par le fait que le modèle économique génère un BFR négatif.

Lancement d'un Kertel mobil :

Le lancement fin 2007 d'un MVNO avec Kertel

La minute mobile coûtant plus chère que la minute fixe et par conséquent étant plus rentable, Proximania projette de développer en France un MVNO (opérateur mobile virtuel) longue distance fin octobre / début novembre. Un premier test a d'ailleurs eu lieu en Belgique, où Proximania a fait l'acquisition d'un opérateur virtuel ethnique afin de tester les offres et les réactions des consommateurs.

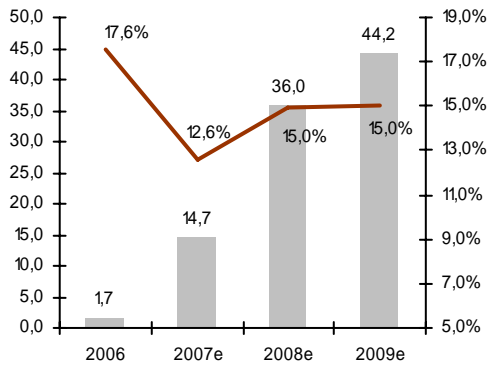
Proximania reprendrait ainsi l'exemple de Débitel qui a lancé une offre destinée aux chômeurs et aux familles nombreuses ou encore Maroc Telecom qui avec Mobisud cherche à conquérir les français d'origine algérienne.

PERSPECTIVES FINANCIERES

Des objectifs toujours plus ambitieux

Évolution du ROC et de la marge opérationnelle

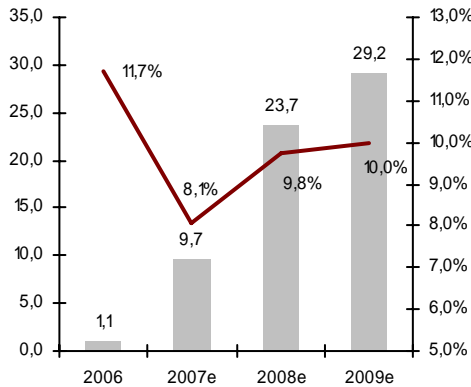
- ROC en M€
- Marge opérationnelle en %



Source : Euroland Finance.

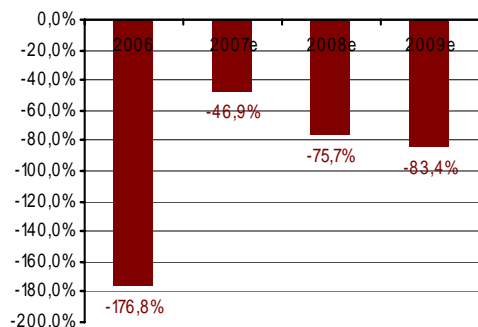
Évolution du RN et de la marge nette

- RN en M€
- Marge nette en %



Source : Euroland Finance.

Gearing en %



Source : Euroland Finance.

La société vient de publier le 13 septembre ses résultats semestriels 2007. La société a réalisé un CA de 51,2 M€ et dégagé un résultat net de 5,0 M€, soit une marge nette de 9,8%.

A cette même occasion Proximania a relevé son objectif de CA consolidé à 120,0 M€, correspondant à des ventes pro forma de l'ordre de 170 M€, dont 75% provenant du pôle Télécom. La société anticipe dans le même temps une marge nette comprise entre 8 et 9%, niveau qu'on peut considérer comme prudent.

Pour notre part, notre prévision de CA 2007 ressort en ligne avec les objectifs des dirigeants :

Un CA de 120,0 M€

Un Résultat Opérationnel Courant de 15,1 M€, soit une marge opérationnelle de 12,6%.

Un Résultat net de 9,7 M€, soit une marge nette de 8,1%.

Un exercice 2007 marqué par la poursuite d'une forte croissance organique

Dans le détail, nous attendons une forte croissance organique provenant du pôle distribution, basée sur un rythme de conquête de 110 points de vente par mois en moyenne sur les réseaux de distribution indépendants.

Nous attendons ainsi un CA de 41,7 M€ sur ce segment soit une multiplication par plus de 3,5 fois du CA 2006 (9,1 M€).

En 2008, nous anticipons une croissance de 75 % de ce pôle grâce à la poursuite du développement du réseau de distribution.

Et une politique de croissance externe pertinente

Les acquisitions de l'année 2007 devraient permettre à la société de générer un CA supplémentaire de 78,3 M€.

De plus en 2008, l'intégration en année pleine de ces acquisitions assura un levier de croissance significatif pour la société. Nous anticipons ainsi un niveau de CA du pôle Télécom de 170 M€.

Au total en 2008, nous attendons un CA total en 2008 de 243,2 M€, soit une multiplication par 2 du CA 2007, dont une croissance organique de 43,1%

Un niveau de marge opérationnelle de 12,6 % en 2007 et 15 % en 2008

L'année 2007 devrait être légèrement impactée par l'intégration des acquisitions. Nous anticipons ainsi un niveau de marge de 12,6% contre 17,6% en 2006 pour la société. En terme de résultat net, nous attendons une marge de 8,1%.

L'année 2008 devrait cependant profiter pleinement des synergies potentielles en terme de charges fixes entre les différents opérateurs. De plus, la concentration des achats de minutes, réalisées aujourd'hui auprès des grands opérateurs téléphoniques mondiaux (France Telecom longue distance, Cegetel, Neuf Telecom, Telecom Italia, Verizon) devrait également créer un levier d'amélioration des marges.

Nous attendons ainsi une marge opérationnelle de 15,0% et une marge nette de 9,8 % sur 2008.

Une structure financière renforcée par les deux levées de fonds

Proximania aura levé au total 49,1 M€ de fonds en 2007 par l'intermédiaire de son augmentation de capital (20,0 M€) et de l'émission de ses obligations convertibles (29,1 M€). Cette manne financière nous permet d'anticiper après prise en compte des acquisitions (aucun chiffre n'a été communiqué mais nous estimons à 21,9 M€ le montant total des acquisitions réalisées jusqu'à présent), une situation de cash nette de 13,7 M€ hors variation négative du BFR généré par l'activité.

Une activité fortement génératrice de cash

Le modèle économique de Proximania est particulièrement efficient en terme de génération de cash, puisqu'il repose sur les points clés suivants :
 1/ Pas de stock et pas d'entrepôt pour l'activité distribution car les produits sont uniquement dématérialisés.
 2/ Une inversion du flux traditionnel de distribution permettant un BFR négatif récurrent.

Modélisation des flux financiers sur la base d'une distribution indirecte des produits

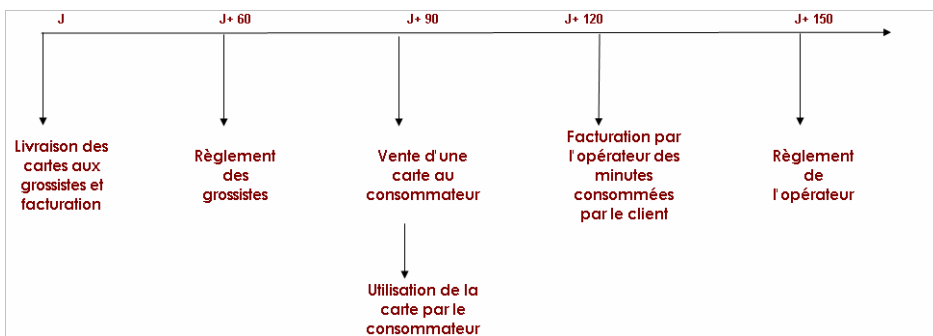
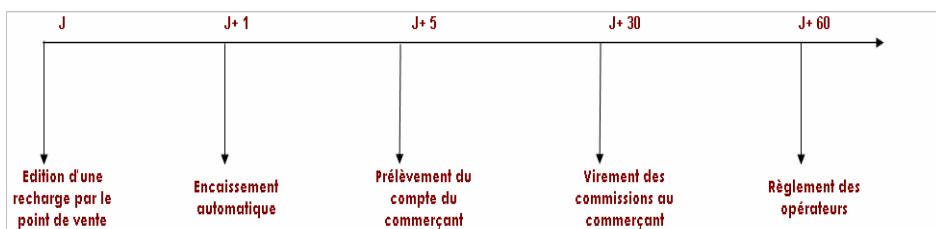


Schéma d'une vente dématérialisée



Source : Société, Euroland Finance

3/ Des accords fournisseurs solides avec les opérateurs offrant une bonne visibilité sur les niveaux de marges.

Ces éléments nous amènent à anticiper un besoin en fonds de roulement négatif en 2007 de -4,7 M€. Nous anticipons ainsi une variation négative du BFR de -1,4 M€ sur 2007, portant la situation de cash nette à 15,3 M€ à la fin de l'année. Pour les années suivantes, nous avons pris en compte dans nos estimations un niveau de BFR prudent de l'ordre de -5,0% du CA.

ELEMENTS DE VALORISATION

Valorisation par l'actualisation des flux :

	Taux de croissance à l'infini					
	0,50%	1,00%	1,50%	2,00%	2,50%	
CM/PC	13,8%	96,6	98,0	99,5	101,2	103,0
	14,3%	92,9	94,2	95,5	97,0	98,6
	14,8%	89,5	90,6	91,8	93,2	94,6
	15,3%	86,3	87,3	88,4	89,6	90,9
	15,8%	83,4	84,3	85,2	86,3	87,4

Taux sans risque (OAT 10 ans)	4,31%
Prime de risque (source : JCF Group-La Vie Financière)	4,50%
Prime de risque ajustée	7,00%
Bêta sans dette	1,50
Bêta endetté	1,50
Coût des capitaux propres	14,81%
Coût de la dette après impôt	4,50%
Coût moyen pondéré du capital	14,81%
Taux de croissance à l'infini	1,50%

Nous avons utilisé la méthode des Free Cash Flows actualisés dans laquelle nous avons intégré 1/ une marge opérationnelle de 15% sur le long terme, 2/ un taux de croissance de 1,5% à partir de 2012, 3/ un niveau d'investissement de 5,0 M€ par an à partir de 2008, 4/ un BFR moyen négatif de -5% du CA, 5/ un taux d'imposition de 34,0%, 6/ un bêta de 1,5 et 7/ une prime de risque de 7% que nous appliquons pour les sociétés du Marché Libre.

La valeur d'équilibre obtenue par la méthode des DCF ressort ainsi à **91,8 €** par action.

Valorisation par les comparables

Pour la valorisation par les comparables, nous avons retenu un échantillon de plusieurs sociétés ayant des activités de distribution de produits prépayés, de solution de terminaux de paiements électroniques ou de services dans le secteur des télécoms.

Altadis : capitalisation de 12,4 Md€, CA de 4,1 Md€ en 2007e

Coté sur Euronext Paris et la place de Madrid, Altadis est un acteur majeur en Europe dans le secteur du tabac (65%) et de la distribution de produits de tabac, cartes téléphoniques, livres, timbres (35% du CA) auprès des magasins de presses, des débits de tabacs et autres plates formes de distribution. Actuellement, Altadis dispose de près de 8 000 points de vente et détient le monopole des caisses de tabac, ce qui fait de lui le n° 1 de la distribution de proximité en France et en Espagne.

France Telecom : capitalisation de 58,9 Md€, CA de 52,4 Md€ en 2007e

Coté sur Eurolist A à la Bourse de Paris, France Telecom est le premier opérateur français en télécommunication. Actuellement le groupe est le n°1 sur le secteur de la téléphonie fixe prépayée en France avec 49% de part de marché.

Afone : capitalisation de 72,0 M€, CA de 65 M€ en 2007e

Créée en 1997 et cotée sur Eurolist B d'Euronext Paris, Afone est une société spécialisée sur le secteur des services de télécommunication. Elle offre aux petits commerçants ainsi qu'aux enseignes multipoints de vente, des solutions leur permettant de gérer les flux téléphoniques entrants afin de mieux valoriser leur relation clients/partenaires.

Euronet Worldwide : capitalisation de 927 M€, CA de 652 M€ en 2007e

Cotée au Nasdaq, Euronet fournit des solutions de transactions électroniques sécurisées. La société offre aux commerçants la possibilité de diversifier leurs activités en distribuant de nombreux produits dématérialisés via ses terminaux de paiements électroniques. Le groupe est présent sur plus de 358 000 points de vente à travers 183 000 plates formes de distribution en Europe, Asie, Afrique et aux États-Unis. Les services prépayés représentent 75% de l'activité.

Avenir Telecom : capitalisation de 178,0 M€, CA de 758 M€ en 2007e

Cotée sur Euronext Paris dans le compartiment B, Avenir Telecom est l'un des acteurs majeurs en Europe dans la distribution de produits et de services de téléphonie et multimédia. Le CA se répartit entre la distribution aux professionnels pour 56,1% du CA et celle au grand public pour 43,9% du CA. Elle dispose d'un réseau propre de 488 magasins sous l'enseigne Internity mais distribue aussi des produits auprès de revendeurs indépendants, d'hypermarchés et de grandes surfaces spécialisées.

Ratios des comparables boursiers

	VE/CA 07	VE/CA 08	VE/CA 09	VE/REX 07	VE/REX 08	VE/REX 09	PER 07	PER 08	PER 09
Altadis SA	3,64	3,51	3,39	14,5	13,5	12,8	21,0	19,5	18,5
France Telecom	1,87	1,86	1,85	9,5	9,4	8,8	13,2	12,4	11,2
Euronet Worldwide Inc	1,67	1,38	1,16	22,7	14,7	13,5	30,4	18,9	22,2
Avenir Telecom	0,25	0,24	nd	7,2	6,5	nd	10,8	9,7	nd
Afone SA	1,02	0,87	0,78	29,0	11,9	8,3	42,2	19,4	12,6
Moyenne comparables	1,69	1,57	1,80	16,6	11,2	10,9	23,5	16,0	16,1
Médiane comparables	1,67	1,38	1,50	14,5	11,9	10,8	21,0	18,9	15,6
Proximanía	1,07	0,53	0,44	8,5	3,5	2,9	14,9	6,1	4,9

Sources : JCF, Euroland Finance

Nous avons retenu uniquement les ratios 2007 et 2008 pour la valorisation par les comparables. Nous avons également appliqué une décote de 30% pour prendre en compte la maturité, la diversification des activités et la taille des comparables boursiers.

La valorisation de Proximanía s'établit ainsi à **97,8 €** par action.

Au final, nous retenons la moyenne de ces deux méthodes pour déterminer notre objectif de cours. Nous initions donc Proximanía avec un objectif de cours à **95,0 €** par action.

CONCLUSION

Proximanía profite de deux vecteurs de croissance importants : une croissance organique de son pôle distribution et une croissance externe menée sur un marché en concentration et sur lequel elle possède 35 % de part de marché actuellement. La société dispose aujourd'hui d'un modèle économique éprouvé, d'une structure financière solide, d'une taille critique sur ses marchés, d'un savoir faire pour les acquisitions et d'un savoir faire technologique.

Nous pensons donc que la société est en passe de réussir ses objectifs à 5 ans sur ses deux marchés respectifs : 10% de part de marché sur le pôle distribution et devenir le premier opérateur de téléphonie fixe prépayée sur son pôle télécom.

Au cours actuel (63,8 €), le groupe présente encore un fort potentiel boursier. Notre fair value, issue de notre modèle DCF et des comparables boursiers, ressort à **95,0 €** par action, soit un potentiel de 48,9%.

Nous initions en conséquence la couverture du titre avec une opinion **Achat**.



COMPTES HISTORIQUES & PREVISIONNELS

En K€	2005	2006	2007e	2008p	2009p
Chiffre d'affaires	1 003	9 810	120 010	243 218	292 244
Résultat opérationnel courant	358	1 729	15 079	36 444	43 843
Résultat opérationnel	358	1 729	15 079	36 444	43 843
Coût de l'endettement financier net	0	- 3	- 428	- 482	380
Résultat net part du groupe	244	1 147	9 670	23 735	29 187
Actifs non courants	79	905	21 805	25 555	29 105
<i>dont goodwill</i>	0	0	0	0	0
Actifs courants	611	287	27 336	51 640	61 465
Trésorerie	477	6 040	45 460	65 227	86 285
Total bilan	1 167	7 233	94 601	142 423	176 855
Capitaux propres part du groupe	586	2 756	32 426	56 161	85 348
Emprunts et dettes financières	0	1 167	30 267	22 700	15 134
Dettes d'exploitation	579	3 310	31 908	63 562	76 374
Capacité d'autofinancement	0	0	10 670	24 985	30 637
Variation du BFR	0	0	-1 544	-7 349	-2 988
Investissements opérationnels	0	0	0	5 000	5 000
Free Cash Flows opérationnels	0	0	12 214	27 334	28 625
Marge opérationnelle courante	35,7%	17,6%	12,6%	15,0%	15,0%
Marge opérationnelle	35,7%	17,6%	12,6%	15,0%	15,0%
Marge nette	24,3%	11,7%	8,1%	9,8%	10,0%
ROE	41,6%	41,6%	29,8%	42,3%	34,2%
ROCE hors goodwill	261,3%	-52,2%	-210,4%	-288,8%	-372,6%
ROCE y compris goodwill	261,3%	-52,2%	-210,4%	-288,8%	-372,6%
Gearing net	-81,4%	-176,8%	-46,9%	-75,7%	-83,4%
BFR / CA	1,1%	-30,9%	-3,8%	-4,9%	-5,1%
Effectif	3	3	90	95	100
Charges de personnel / CA	18,0%	2,1%	2,0%	1,9%	1,9%
BNPA (en €)	nd	nd	4,25	10,44	12,84
<i>Taux de croissance des BNPA</i>	<i>nd</i>	<i>nd</i>	<i>nd</i>	<i>145,5%</i>	<i>23,0%</i>
BNPA dilué (en €)	nd	ns	3,65	8,97	11,03

Source : Euroland Finance

COMPARABLES BOURSIERS

	VE/CA 07	VE/CA 08	VE/CA 09	VE/REX 07	VE/REX 08	VE/REX 09	PER 07	PER 08	PER 09
Altadis SA	3,64	3,51	3,39	14,5	13,5	12,8	21,0	19,5	18,5
France Telecom	1,87	1,86	1,85	9,5	9,4	8,8	13,2	12,4	11,2
Euronet Worldwide Inc	1,67	1,38	1,16	22,7	14,7	13,5	30,4	18,9	22,2
Avenir Telecom	0,25	0,24	nd	7,2	6,5	nd	10,8	9,7	nd
Afone SA	1,02	0,87	0,78	29,0	11,9	8,3	42,2	19,4	12,6
Moyenne comparables	1,69	1,57	1,80	16,6	11,2	10,9	23,5	16,0	16,1
Médiane comparables	1,67	1,38	1,50	14,5	11,9	10,8	21,0	18,9	15,6
Proximanía	1,07	0,53	0,44	8,5	3,5	2,9	14,9	6,1	4,9

Source : JCF, Euroland Finance

SYSTEME DE RECOMMANDATION

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

Achat : Potentiel de hausse supérieur à 10% par rapport au marché assorti d'une qualité des fondamentaux.
 Neutre : Potentiel de hausse ou de baisse de moins de 10% par rapport au marché.
 Vendre : Potentiel de baisse supérieur à 10% et/ou risques élevés sur les fondamentaux industriels et financiers.

DETECTION POTENTIELLE DE CONFLITS D'INTERETS

Corporate Finance	Intérêt personnel de l'analyste	Détention d'actifs de l'émetteur	Communication préalable à l'émetteur	Contrats de liquidité	Contrat Eurovalue*
Émission d'une Obligations convertibles en juillet 2007	Non	Non	Oui	Non	Non

* Animation boursière comprenant un suivi régulier en terme d'analyse financière avec ou non liquidité

DISCLAIMER

La présente étude est diffusée à titre purement informatif et ne constitue en aucune façon un document de sollicitation en vue de l'achat ou de la vente des instruments financiers émis par la société objet de l'étude.

Cette étude a été réalisée par et contient l'opinion qu'EuroLand Finance s'est forgée sur le fondement d'information provenant de sources présumées fiables par EuroLand Finance, 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 Finance 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 Finance à la date à laquelle elle est publiée, et peuvent faire l'objet de modifications par la suite sans préavis, ni notification.

EuroLand Finance 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 Finance 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 Finance, 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 Finance. Ce document ne peut être distribué au Royaume-Uni qu'aux seules personnes autorisées ou exemptées au sens du UK Financial Services Act 186 ou aux personnes du type décrit à l'article 11(3) du Financial services Act. La transmission, l'envoi ou la distribution de ce document sont interdits aux Etats-Unis ou à un quelconque ressortissant des États-unis d'Amérique (au sens de la règle « S » du U.S. Securities Act de 1993).

EuroLand Finance est une entreprise d'investissement agréée par le Comité des Établissements de Crédit et des Entreprises d'Investissement (CECEI). En outre l'activité d'EuroLand Finance est soumise à la réglementation de l'Autorités des Marchés Financiers (AMF).

EuroLand Finance



CONTACT ANALYSE :

Benjamin Le Guillou : 01 44 70 20 74

CONTACTS INVESTISSEURS :

Eric Lewin : 01 44 70 20 91
Stéphane Reynaud : 01 44 70 20 77

CONTACTS EMETTEURS :

Cyril Temin : 01 44 70 20 80

INFORMATIONS PRATIQUES

PROXIMANIA

62 avenue des Champs Elysées
75008 Paris
Tél : 0 820 820 825