



Un prestataire de services dans l'énergie

Initiation cov. - 24/10/2018

Nous initions la couverture de Dietswell (Achat), un spécialiste en ingénierie intervenant dans les secteurs du pétrole, du gaz et de l'énergie. Peu intensive en capital, la société apporte des solutions à ses clients grâce à son expertise technique et intervient sur l'ensemble la chaîne de valeur dans le secteur du forage. Dans le cadre de sa stratégie de diversification, Dietswell s'appuie sur les compétences acquises dans les activités pétrolières et gazières offshore pour concevoir et développer un flotteur pour éoliennes offshore.

Dietswell n'est pas le premier prestataire des secteurs pétrolier et gazier à évoluer vers l'éolien offshore (à l'image notamment de subsea 7). Les résultats obtenus par Dietswell dans le forage offshore devraient lui conférer un avantage concurrentiel sur les entreprises spécialisées dans l'éolien terrestre, ses compétences étant transférables et étant habitué à surveiller étroitement ses investissements.

Son activité exigeant peu de capital, Dietswell est parvenu à redresser la barre après le ralentissement du secteur pétrolier observé entre 2014 et 2017 (se prolongeant en 2018 dans les services pétroliers) en réduisant considérablement sa base de coûts (les frais généraux ont diminué de 35% entre 2014 et 2018). Alors que la division Audit et Inspection a maintenu les résultats à flot, les efforts en matière de recherche et de développement se sont concentrés sur les énergies renouvelables. La direction s'est engagée à renforcer la présence du groupe dans le secteur des énergies renouvelables et à créer de la valeur pour les actionnaires (étant partie prenante avec une participation de 19%).

Les activités traditionnelles soutenues par les prix du pétrole élevés

Après avoir atteint un point bas aux T4 2017 et au T1 2018, les activités d'inspection d'appareils de forage et liées à la main d'œuvre technique devraient, selon nous, poursuivre leur rebond et renouer avec leurs niveaux d'avant la crise en 2020, et ce pour deux grandes raisons :

1. Les prix élevés du pétrole encouragent le redémarrage rapide des activités de forage. Dans cette optique, l'expertise de Dietswell peut s'avérer précieuse, notamment au moment de la réactivation des plateformes pétrolières. L'accélération des activités de forage agit d'ores et déjà sur le carnet de commandes de Dietswell. A 9,4m€ en août 2018, ce dernier a progressé de 1,1m€ depuis juin 2018 ;
2. Les suppressions de postes dans les grandes compagnies pétrolières durant le ralentissement devraient soutenir l'externalisation de la main-d'œuvre dans les activités opérationnelles.

Nous tablons également sur un nouveau rebond de l'ingénierie et la gestion de projets, bien qu'à un rythme plus lent que pour les activités d'inspection d'appareils de forage et celles liées à la main d'œuvre technique. Si le savoir-faire de Dietswell peut être utile en début de cycle, notamment lors de la rénovation technique, l'activité de forage en mer reste déprimée et pourrait ne pas générer de nouveaux contrats avant un certain temps.

Le potentiel de l'éolien offshore



Kevin VO

capitalgoods@alphavalue.eu
+33 (0) 1 70 61 10 50
cs.alphavalue.com

AlphaValue a été mandaté par Dietswell pour la production et la diffusion d'une analyse financière sur Dietswell.

Achat	Potentiel: 165 %
Cours objectif à 6 mois	2,52 €
Cours	0,95 €
Cap. boursière M€	6,05
Momentum du cours	DÉFAVORABLE
Extrême 12 mois	0,70 ▶ 2,20
Bloomberg	ALDIE FP Equity
Reuters	ALDIE.PA



[Téléchargez l'analyse complète](#) [Page valeur](#)



Performance	1s	1m	3m	12m
Dietswell	0,53 %	23,4 %	-22,1 %	-36,2 %
Biens d'investissement	-1,53 %	-12,4 %	-14,4 %	-16,3 %
STOXX 600	-2,46 %	-8,49 %	-9,78 %	-9,95 %

Dernière maj :	12/16A	12/17A	12/18E	12/19E
24/10/2018				
PER ajusté (x)	-7,65	-5,73	-6,73	-6,11
Rendement net (%)	0,00	0,00	0,00	0,00
VE/EBITDA(R) (x)	39,2	-13,0	28,0	12,3
BPA ajusté (€)	-0,20	-0,21	-0,14	-0,16
Croissance des BPA (%)	n/a	n/a	n/a	n/a
Dividende net (€)	0,00	0,00	0,00	0,00
Chiffre d'affaires (k€)	12 491	6 774	6 550	13 625
Marge d'EBIT (%)	-21,8	-2,55	-18,6	-0,59
Résultat net pdg (k€)	-4 525	-1 210	-823	-989
ROE (après impôts) (%)	-66,8	-31,0	-23,2	-28,7
Taux d'endettement (%)	-9,29	-1,11	13,4	112

[Valorisation](#) - [Comptes](#)

L'essentiel du potentiel de croissance se trouve dans l'éolien offshore flottant, la nouvelle division de Dietswell. Le groupe s'appuie sur les compétences qu'il a acquises dans l'offshore pour concevoir et développer un flotteur semi-submersible capable de supporter des éoliennes offshore pouvant produire entre 6MW à 12MW.

Le marché de l'éolien n'en est qu'à ses débuts (capacités installées de 50MW à fin 2017). Son développement devrait être encouragé par une réduction drastique des coûts par MWh produits, comme dans l'offshore fixe où la chute des coûts a été comprise entre 80€/MWh et 110€/MWh.

À moyen terme, les capacités totales installées dans l'éolien offshore flottant devraient, selon nous, représenter une production d'environ 12GW d'ici 2030, une prévision conforme aux conclusions des bureaux de recherche et aux anticipations du groupe (Equinor). Nous estimons que la part de marché de Dietswell dans cette activité pourrait avoisiner 8%. Partant de ce scénario, le groupe devrait selon nous décrocher son premier contrat en 2019 (sur une unité). Le nombre d'unités de production devrait ensuite augmenter progressivement pour être compris entre 13 et 14 d'ici 2030.

Le secteur des services pétroliers pourrait également tirer la croissance de l'éolien offshore flottant, les parcs éoliens flottants de taille petite à moyenne pourraient servir à alimenter en électricité les installations de production et de forage pétrolier et gazier en mer, et ce d'une manière économiquement et écologiquement viable. Dietswell intervient d'ores et déjà sur ce marché de niche et a signé un contrat pour une étude préliminaire au S2 2018.

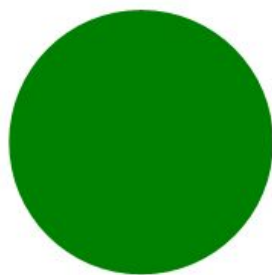
Les principaux risques sont liés à la concurrence sur le marché de l'éolien offshore flottant, les principaux concurrents de Dietswell ayant en moyenne une année d'avance en matière de développement (Naval/Eolfi, PPI, Ideol). Les risques découlent également des incertitudes quant à la future structure du capital de la division des énergies nouvelles, Dietswell devant trouver un partenaire industriel adapté pour financer le lancement de l'activité tout en apportant une expertise technique dans des domaines tels que les installations maritimes.

Valorisation

En résumé, Dietswell compte deux divisions générant des flux de trésorerie plutôt stables (inspection de plateformes et personnel technique), deux autres aux activités plus complexes dont les performances dépendent des dépenses d'exploration et de production (ingénierie et gestion de projet), et une dernière à fort potentiel (dans les énergies renouvelables).

Avec un cours de l'action à 0,90€, la capitalisation boursière avoisine actuellement 5,70m€. Nous jugeons Dietswell sous-valorisé. Le titre présente un potentiel de hausse important (+179%) reposant sur la récurrence de ses activités traditionnelles, le rebond des prix du pétrole et le développement attendu de l'offshore flottant.

Géographie du chiffre d'affaires



■ Other (100,0 %)

Compte d'exploitation consolidé

	12/17A	12/18E	12/19E
Chiffre d'affaires	k€ 6 774	6 550	13 625
Croissance du CA	% -45,8	-3,30	108
Variation des coûts de personnel	% 3,34	-43,6	-38,1
EBITDA	k€ -561	236	1 073
Marge d'EBITDA(R)	% -8,28	3,60	7,87
Dotations aux amortissements	k€		
Résultat opérationnel courant	k€ -865	-160	647
Résultat d'exploitation (EBIT)	k€ -173	-768	203
Résultat financier net	k€ -207	-55,5	-951
dt serv. des engagts de retraites	k€	-2,85	-6,36
Eléments except. et autres (avt impôts)	k€ -828	0,00	0,00
Impôts sur les sociétés	k€ -1,78	-0,03	-242
Mises en équivalence	k€		
Intérêts minoritaires	k€		
Résultat net ajusté, pdg	k€ -1 103	-823	-989
NOPAT	k€ -46,0	-536	147

Tableau de financement

EBITDA	k€ -561	236	1 073
Variation du BFR	k€ 53,4	165	-1 144
Dividendes reçus des SME	k€ 0,00	0,00	0,00
Impôt payé	k€ -1,78	-0,03	-242
Eléments exceptionnels	k€		
Autres cash flow d'exploitation	k€ -256		
Cash flow d'exploitation total	k€ -765	401	-313
Investissements matériels	k€ -1 094	-700	-300
Flux d'investissement net	k€ -1 042	-700	-5 300
Charges financières nettes	k€ -207	-55,5	-951
Dividendes (maison mère)	k€		
Dividendes payés aux minoritaires	k€ 0,00	0,00	0,00
Augmentation de capital	k€	1 061	0,00
Flux financiers totaux	k€ 890	1 067	6 382
Variation de la trésorerie	k€ -918	768	769
Cash flow disponible (avant div)	k€ -2 067	-354	-1 564

Données par action

Nbre d'actions net de l'autocontrôle	Th 5 303	6 364	6 364
Nombre d'actions dilué (moyen)	Th 5 303	5 834	6 364
BPA ajusté (at amort. surval. et dilut.)	€ -0,21	-0,14	-0,16
Actif net réévalué par action	€		
Dividende net par action	€ 0,00	0,00	0,00

Valorisation

Méthodes	Valeur	Poids	Principaux comparables
DCF	4,16 €	35 %	● TechnipFMC
Somme des parties	4,81 €	20 %	● Saipem
VE/Ebitda	0,13 €	20 %	● Elecnor
P/E	0,48 €	10 %	● Ecoslops
Rendement	0,00 €	10 %	
Cours/Actif net comptable	0,48 €	5 %	
Objectif de cours	2,52 €	100 %	

[Calcul NAV/SOTP](#)

Bilan

	12/17A	12/18E	12/19E
Survaleurs	k€		
Total actif incorporel	k€ 1 969	2 273	2 147
Immobilisations corporelles	k€ 1 186	1 186	1 186
Immo. fin. (invest. LT dans sociétés)	k€		
BFR	k€ 1 922	1 757	2 901
Autres actifs courants	k€ 234	203	203
Actif total (net des engagements CT)	k€ 5 374	5 481	6 500
Capitaux propres part du groupe	k€ 3 294	3 818	3 078
Quasi-fonds propres et actions de préf.	k€		
Intérêts minoritaires	k€		-4 804
Provisions pour retraite	k€	297	301
Autres prov. pour risques et charges	k€ 110	110	110
Total des prov. pr risques et charges	k€ 110	407	411
Charges d'IS	k€ 1 099	1 099	1 099
Autres charges	k€ 3,87	0,00	0,00
Endettement net / (trésorerie)	k€ 867	158	6 715
Passifs totaux	k€ 5 374	5 481	6 500

Capitaux employés

Capitaux investis	k€ 5 078	5 216	6 235
-------------------	----------	-------	-------

Ratios de profits & risques

ROE (après impôts)	%	-31,0	-23,2	-28,7
Rendement des capitaux investis	%	-0,91	-10,3	2,35
Ratio d'endettement	%	-1,11	13,4	112
Dette nette ajustée/EBITDA(R)	x	-1,55	0,67	6,26
Couverture des frais financiers	x	-4,17	-3,04	0,69

Ratios de valorisation

PER ajusté	x	-5,73	-6,73	-6,11
Rendement du cash flow disponible	%	-32,7	-5,86	-25,9
P/ANC	x	1,92	1,58	1,96
Rendement du dividende	%	0,00	0,00	0,00

Valeur d'entreprise

Capitalisation boursière	k€ 6 321	6 046	6 046	
+ Provisions	k€ 110	407	411	
+ Pertes/(gains) actuar. non reconnus	k€ 0,00	0,00	0,00	
+ Dette nette fin d'année	k€ 867	158	6 715	
+ Dette liée aux immo. en locat° op.	k€ 0,00	0,00	0,00	
- Immo. fin. (juste valeur) et autres	k€			
+ Intérêts minoritaires (juste valeur)	k€			
= Valeur d'entreprise	k€ 7 298	6 611	13 172	
VE/EBITDA(R)	x	-13,0	28,0	12,3
VE/CA	x	1,08	1,01	0,97

Analyste : Kevin VO, Changements de prévisions : 24/10/2018.