

Cette analyse a été commandée et financée par l'entreprise concernée et constitue donc un avantage non-monétaire mineur tel que défini par MIFID2

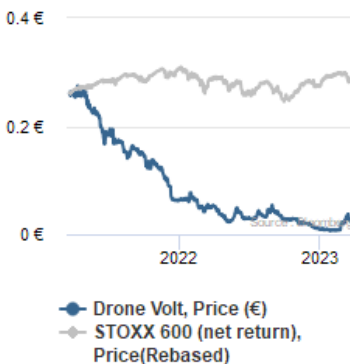
Opinion	Achat
Upside (%)	47,3
Cours (€)	0,03
Objectif de cours (€)	0,04
Bloomberg Code	ALDRV FP
Capitalisation boursière (M€)	12,0
Enterprise Value (k€)	10 759
Momentum	BON
Sustainability	6/10
Credit Risk	C

Analyste financier

Mickael Daponte

+33 (0) 1 70 61 10 50

aerospacedefence@alphavalue.eu



Conflits d'intérêts

Contrat de liquidité	Non
Activité de placement (actions/obligations)	Non
Intérêt personnel de l'analyste	Non
Conseil auprès de l'émetteur	Non
Recherche financée par l'émetteur	Oui
Rencontres investisseurs payées par l'émetteur	Non
Activité de négociation sur titre chez AlphaValue	Non
Client de la recherche AlphaValue	Non

Drone Volt

Du secteur des biens aux services

POUR

- Développement de la R&D afin de développer et de commercialiser des drones conçus en interne et des solutions à base d'IA devant permettre au groupe de renforcer son pouvoir en matière de fixation des prix et sa rentabilité.
- La formation est l'une des principales composantes de la stratégie, le développement d'un cadre réglementaire complet devant lever les freins à la demande de drones et à la formation.
- La stratégie consistant à proposer ses solutions de drones en tant que services pourrait devenir très rentable, surtout si elle était appliquée au LineDrone dont le lancement commercial est programmé pour 2023.

CONTRE

- Marché à l'état naissant, présentant un potentiel de croissance important, mais également une faible visibilité en termes de calendrier des contrats et de généralisation de la technologie.
- Forte dépendance vis-à-vis d'Aquiline Drone qui ne dispose pas des fonds suffisants pour honorer ses contrats actuels.
- Risque lié aux fournisseurs dans la distribution en raison d'une forte exposition au groupe chinois DJI, d'où un risque de dépendance et un pricing power limité.

Chiffres Clés	12/20A	12/21A	12/22E	12/23E	12/24E
PER ajusté (x)	-3,14	ns	-4,38	-4,57	-6,25
Rendement net (%)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
VE/EBITDA(R) (x)	-13,8	-86,6	-10,2	-32,8	10,5
BPA ajusté (€)	-0,05	0,00	-0,01	-0,01	0,00
Croissance des BPA (%)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Dividende net (€)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Chiffre d'affaires (k€)	5 836	8 617	10 111	12 478	14 213
Autre marge (%)	33,2	48,9	36,9	47,9	52,7
Résultat net pdg (k€)	-6 393	5 551	-3 413	-2 596	-1 897
ROE (après impôts) (%)	-47,6	19,5	-8,66	-6,38	-4,57
Taux d'endettement (%)	8,95	-6,87	-6,58	-7,13	-10,3

Comptes détaillés à la fin de ce rapport

Ratios clés

		12/21A	12/22E	12/23E	12/24E
PER ajusté	x	ns	-4,38	-4,57	-6,25
VE/EBITDA	x	-86,6	-10,2	-32,8	10,5
P/ANC	x	1,79	0,41	0,28	0,29
Rendement du dividende	%	0,00	0,00	0,00	0,00
Rendement du cash flow libre	%	-12,4	-21,7	-10,9	0,72
Rendement des fonds propres (ROE)	%	19,5	-8,66	-6,38	-4,57
Rendement des capitaux investis	%	-19,2	-27,1	-21,3	-16,4
Dette nette/EBITDA	x	4,29	1,01	12,8	-4,20

Compte d'exploitation consolidé

		12/21A	12/22E	12/23E	12/24E
Chiffre d'affaires	k€	8 617	10 111	12 478	14 213
EBITDA	k€	-808	-1 729	-328	1 021
Résultat opérationnel courant	k€	-3 115	-4 560	-3 447	-2 532
Résultat d'exploitation (EBIT)	k€	-2 705	-4 644	-3 533	-2 619
Résultat financier net	k€	172	-180	-209	-199
Profits avant impôts et exceptionnels	k€	-2 533	-4 824	-3 742	-2 818
Impôts sur les sociétés	k€	1 276	1 224	949	715
Résultat net pdg	k€	5 551	-3 413	-2 596	-1 897
Résultat net ajusté, pdg	k€	-1 079	-3 413	-2 596	-1 897

Tableau de financement

		12/21A	12/22E	12/23E	12/24E
Cash flows d'exploitation total	k€	-5 786	-180	1 445	2 786
Investissements matériels	k€	-3 067	-3 159	-2 527	-2 502
Flux d'investissement net	k€	-7 359	-1 359	1 223	-2 502
Dividendes (maison mère)	k€				
Augmentation de capital	k€	13 206	0,00	0,00	0,00
Flux financiers totaux	k€	13 311	784	191	601
Variation de la dette nette	k€	-71,0	-1 719	2 459	85,7
Cash flow disponible (avant div)	k€	-8 681	-3 519	-1 291	85,7

Bilan

		12/21A	12/22E	12/23E	12/24E
Survaleurs	k€	152	166	164	169
Total actif incorporel	k€	6 371	6 913	7 143	7 542
Immobilisations corporelles	k€	923	1 006	1 036	1 067
Droits de tirage	k€	191	201	211	221
BFR	k€	4 085	3 860	3 136	2 186
Actif total (net des engagements CT)	k€	35 751	39 867	39 864	39 814
Capitaux propres part du groupe	k€	39 151	39 654	41 783	41 189
Provisions pour retraite	k€		0,00	0,00	0,00
Endettement net / (trésorerie)	k€	-3 468	-1 749	-4 208	-4 294
Passifs totaux	k€	35 751	39 867	39 864	39 814

Données par action

		12/21A	12/22E	12/23E	12/24E
BPA ajusté (avant amort. des survaleurs et dilution)	€	0,00	-0,01	-0,01	0,00
Dividende net par action	€	0,00	0,00	0,00	0,00
Cash flow libre par action	€	-0,03	-0,01	0,00	0,00
Actif net comptable par action	€	0,11	0,09	0,10	0,09
Nombre d'actions dilué (moyen)	Th	283 258	401 546	436 217	436 217

Table des matières

Activités et tendances.....	4
Mécanismes de profit.....	11
Valorisation.....	14
DCF.....	16
Actif net	17
Dettes.....	18
A Savoir.....	19
Durabilité.....	22
Gouvernance & Management.....	23
Environnement.....	25
Social.....	27
Effectifs et retraites.....	29
Mises à jour.....	30
Objectif de cours & Opinion.....	37
Graphiques.....	38
Comptes.....	42
Méthodologie.....	50

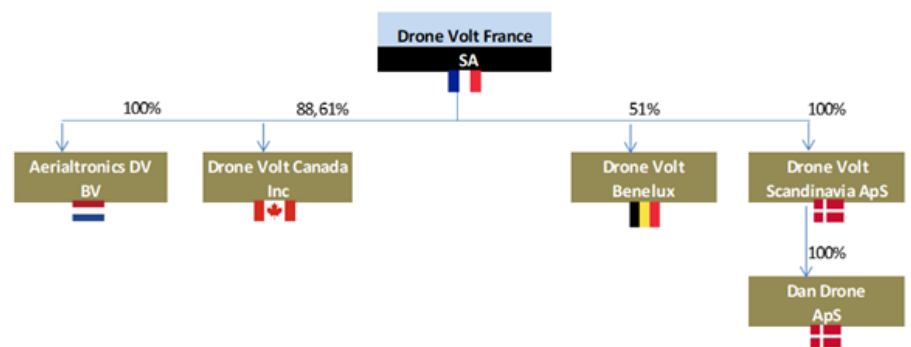
Activités et tendances

Drone Volt est une société française établie à Villepinte, près de l'aéroport international de Roissy-Charles de Gaulle. Fondé par Dimitri Batsis, le groupe est spécialisé dans la conception, l'assemblage et la distribution de drones aériens télécommandés, ainsi que dans les services, formations et logiciels associés. Ses produits s'adressent à une large gamme de marchés et de clients, allant du grand public aux usages civils professionnels, notamment dans les secteurs de la sécurité, de l'inspection, du transport et de la topographie.

Les principales activités de la société comprennent le développement de produits, l'ingénierie et la conception, ainsi que la fabrication de matériel, de capteurs volants, de plateformes de traitement de données et de drones. Afin d'améliorer les services offerts à la clientèle, la société a également développé une expertise en matière de logiciels et d'intelligence artificielle, allant jusqu'à proposer des solutions clés en main. Drone Volt assure également un service après-vente et dispense des formations aux pilotes de drones sur le fonctionnement de ses équipements et sur la réglementation.

Le groupe Drone Volt est présent en France et à l'étranger au travers de ses filiales au Danemark, au Benelux, au Canada, aux Pays-Bas et de ses agents aux États-Unis et en Suisse.

L'organigramme de Drone Volt se présente comme suit :



L'ensemble du marché devrait afficher une forte croissance

Le groupe opère sur un marché à très fort potentiel, mais actuellement encore très immature, et ce pour plusieurs raisons. Datant des années 70, la technologie a longtemps été réservée à un usage militaire. Elle n'a été étendue au domaine civil que depuis quelques années, aidée par les progrès en matière de miniaturisation et la baisse des coûts.

En termes de prévisions sur le secteur, les études de marché fiables et récentes sont rares. Toutefois, selon The Insight Partner dans un rapport publié en août 2019, le marché mondial des drones civils était alors estimé à 6,56md\$ en 2018 et devrait atteindre 21,61md\$ d'ici 2027 et afficher un taux de croissance annuel moyen de 14,3% sur la période de prévision allant de 2019 à 2027. Le rythme de la croissance devrait également s'accélérer à la fin

de cette période, lorsque les principaux contributeurs en termes de dépenses civiles liées aux drones seront l'agriculture, l'immobilier/infrastructure, et l'énergie/électricité. En outre, dans un rapport publié en juin 2019, le Teal Group a tablé sur un quasi triplement de la production mondiale de drones civils d'ici les dix prochaines années. Sur la période, la production totale de drones non militaires représenterait 88,3md\$, avec un bond de 4,9md\$ à 14,3md\$ en 2028 correspondant à un TMVA de 12,6%. L'étude comprend des prévisions concernant l'équipement des commerces, des ménages et du public non-militaire. Un an auparavant, GlobeNewswire avait mentionné l'étude de Market Research Future selon laquelle la taille du marché du drone devrait augmenter jusqu'à atteindre 129,3md\$ d'ici 2028, ce qui équivaudrait à un TMVA de 20,18 % entre 2018 et 2028.

Le marché du drone comprend quatre types d'intervenants :

*Les assembleurs, qui peuvent acheter ou concevoir leurs propres composants, et les assembler pour créer des plateformes de drones opérationnelles.

- Les distributeurs, qui opèrent généralement sur le segment des ménages.
- Les opérateurs, qui font fonctionner les drones dans diverses conditions et pour différents usages.

*Les organismes de formation, qui entraînent et certifient les pilotes désireux d'opérer en respectant la réglementation.

Un marché très fragmenté, en pleine mutation et à la recherche de la rentabilité économique

Malgré des perspectives de croissance impressionnantes, et alors même qu'il doit encore apporter la preuve de sa viabilité économique, le marché se situe au début du cycle de vie du produit, avec une adoption et un usage relativement précoces, et se caractérise par sa fragmentation extrême avec une myriade de petits intervenants. Ainsi, selon Les Échos, il comptait 7 000 entreprises recensées en France en 2018 totalisant un chiffre d'affaires compris entre 100m€ et 150m€. De fait, le secteur est très concurrentiel, certains acteurs (les plus petits) faisant baisser les prix en ayant recours aux drones de loisir, avec une valeur ajoutée du service offert très faible. Cela explique en partie le grand nombre de faillites observées ces dernières années et les difficultés rencontrées par certaines entreprises, très peu d'entre elles étant actuellement rentables. Pour progresser sur l'échelle de la valeur ajoutée, les acteurs passent donc du statut de « détaillant » à celui de concepteur/assembleur.

Le marché des drones doit faire face à un certain nombre d'obstacles, dont la peur du changement. Ayant servis de tests dans un premier temps, les contrats sont relativement petits. Il était en effet d'abord nécessaire de connaître et d'assimiler la technologie pour pouvoir ensuite faire croître les volumes et la transformer en ventes croisées. Un deuxième obstacle est davantage lié aux contraintes réglementaires sur les vols de drones, qui n'en

sont qu'aux premiers stades, en l'absence d'harmonisation entre les pays ou entre les régions.

Une réglementation croissante

Pouvant dans un premier temps représenter un obstacle, l'élaboration d'un cadre réglementaire exhaustif devrait, selon nous, libérer la demande en autorisant le vol des drones, la formation des pilotes et en clarifiant les questions d'assurance. En effet, en l'absence de réglementation, compte tenu d'un vide juridique dans un grand nombre de pays, le développement du secteur a été poussif, les opérateurs ne pouvant pas s'appuyer sur des règles précises, posant des problèmes d'assurance lorsque le vol des drones n'était pas tout simplement interdit. Aux États-Unis, il n'y a pas eu de réglementation fédérale pendant longtemps, ouvrant la voie à l'expérimentation à l'échelle locale, jusqu'à ce que la Federal Aviation Administration (FAA) fixe des règles contraignantes début 2015, avant de les assouplir légèrement mi-2016. La crise sanitaire de 2020 liée à la Covid-19 pourrait toutefois accélérer ce qui paraît être une tendance de fond. La FAA a autorisé deux entreprises de drones à livrer équipements et produits aux hôpitaux.

De son côté, la France a été pionnière sur le segment. Selon la DGAC (Direction générale de l'aviation civile), le pays occupe la troisième place mondiale en termes de nombre de pilotes de drones. La DGAC a établi dès avril 2012 quatre différents scénarios (pour plus de détails, voir la section « En savoir plus ») encadrant l'exploitation des drones aériens avec des règles précises. La réglementation française est également très stricte concernant les différents enregistrements et certifications nécessaires tant pour les fabricants de drones, les opérateurs, les pilotes et les autorisations de vol, établissant un cadre réglementaire certes complexe, mais offrant de réelles opportunités commerciales. Cependant, cet ensemble de règle doit désormais être resitué dans la perspective des nouvelles règles européennes (publiées en juin 2019) devant se substituer progressivement au droit national afin de contribuer à l'émergence d'un marché européen pour le secteur du drone. En place en janvier 2021, la première réglementation définira les différents types d'utilisation des drones. La grande étape suivante consistera à instaurer l'espace-U à l'échelle européenne pour permettre la gestion du trafic des drones (devant être opérationnel d'ici 2023).

En attendant, l'accent est mis sur la formation et la traçabilité. Une formation et une évaluation en ligne sont proposées pour sensibiliser les télépilotes des drones de loisir pesant plus de 800 grammes aux règles de base en matière de sécurité, de circulation aérienne et de vie privée. Formation théorique et pratique pour les télépilotes professionnels quelque peu comparable, mais moins exigeante, que la licence de pilote privé (PPL) et centrée sur le maniement des drones, le certificat d'aptitude théorique a été créé. Enfin, des consignes de sécurité sont désormais consignées dans les emballages. En outre, les drones de plus de 800 grammes sont enregistrés administrativement.

Le marché potentiel

Grâce à ses produits haut de gamme et hautement personnalisés, Drone Volt s'adresse aux marchés de niche de la sécurité civile, de l'inspection et de la surveillance. Dans l'industrie, ses produits peuvent être utilisés dans un large éventail de domaines, tels que l'inspection de turbines électriques ou de parcs éoliens pour le compte d'entreprises de services publics comme Vietnam Electricity. La numérisation de plus en plus poussée de ce dernier secteur sur fond de transition vers les énergies renouvelables obligeant les intervenants à abaisser leurs coûts d'exploitation devrait, selon nous, offrir de nombreuses opportunités à l'entreprise. Les tâches de maintenance et la surveillance des performances du réseau par drone peuvent en effet contribuer à réduire les coûts, tout en améliorant la qualité grâce au recours à l'intelligence artificielle (IA). Les tâches risquées en matière d'inspection, généralement effectuées à prix coûteux soit par des humains, soit par des hélicoptères ou des avions, pourraient à terme être confiées à des drones. Dans une étude publiée en mai 2016, PwC a estimé à 9,46md\$ le marché potentiel des solutions reposant sur les drones dans les secteurs de l'électricité et des services publics. À ce jour, Drone Volt a décroché un important contrat avec RTE pour équiper le groupe en drones d'inspection. Les produits peuvent également servir à l'inspection des tours de télécommunication ou à la surveillance des sites industriels. L'IA, lorsqu'elle est embarquée sur un drone, peut effectuer des tâches rapidement et efficacement avec peu de ressources en repérant automatiquement les points de divergences ou les sources d'inefficacités par rapport à un schéma préétabli (impact sur les éoliennes, sur les lignes à haute tension, etc.). Permettant de réduire les coûts et d'améliorer la sécurité, un tel progrès peut véritablement changer la donne pour un certain nombre de secteur.

En outre, grâce à son savoir-faire et à son expertise en IA, le groupe peut éventuellement proposer des solutions purement logicielles en matière de vision par ordinateur. Dépassant son champ d'action initial, l'offre devient de fait beaucoup plus élargie (permettant notamment des « villes intelligentes », la production et la logistique pour le contrôle de la qualité, etc.).

De distributeur à designer

L'activité de Drone Volt est organisée autour de deux grands volets :

- La distribution – vente de drones à de marques tierces
- Drone Volt Factory : vente de ses propres drones, service après-vente et formation

La société a démarré son activité en assemblant et en distribuant des pièces détachées et des systèmes de drones provenant d'autres fabricants, comme le chinois DJI. Ces produits étaient destinés au marché des particuliers et s'adressaient à une petite fraction de clients bien informés faisant l'acquisition de pièces de rechange pour des systèmes qu'ils construisaient eux-mêmes. Si le segment (distribution) contribue toujours à l'activité, il n'est plus prioritaire pour la croissance future du chiffre d'affaires. Alors qu'un fort développement des activités est attendu, il devrait stagner dans le meilleur des cas.

Depuis 2016, et sous l'impulsion de l'équipe de direction arrivée en 2012, le groupe s'est progressivement tourné vers le marché des drones

professionnels, plus lucratif et offrant des opportunités toujours plus nombreuses. Drone Volt Factory (DVF) propose une chaîne de services intégrée, allant du développement maison de systèmes de drones (Hercule) à la formation et au soutien administratif pour se conformer à la réglementation française. Cette intégration constitue un atout commercial et marketing, le client faisant l'acquisition d'un produit clé en main pratiquement immédiatement. Alors qu'elle a initialement mobilisé des capacités de R&D, de production et de développement, cette activité peut désormais être en grande partie sous-traitée. La France bénéficie d'un tissu industriel très dense dans l'aéronautique qui assure également une certaine flexibilité en termes d'opex. En outre, la gamme Hercule nécessitant de plus grands besoins en service après-vente et maintenance que l'activité de distribution (de marques tierces), elle permet une meilleure rationalisation des flux de trésorerie. En 2017, Drone Volt a acquis les activités de son concurrent Aerialtronics, ajoutant le drone Altura Zenith, ainsi que la caméra intelligente Pensar, à son portefeuille de produits et renforçant dans le même temps ses capacités en R&D.

- DVF a été à l'origine d'une augmentation progressive de la valeur ajoutée

Partant de zéro dans le secteur professionnel, le groupe a dans un premier temps surtout assemblé des pièces détachées préexistantes, ce qui a limité sa capacité d'innovation et créé une situation de dépendance vis-à-vis de ses fournisseurs, mais lui a permis de développer une rapidité d'exécution.

Dans un second temps, des efforts en R&D ont permis au groupe de concevoir des pièces détachées personnalisées pour ses produits, à sa propre initiative ou afin de répondre aux demandes de ses clients. Améliorant la personnalisation ainsi que l'innovation, cette tendance s'est soldée par la création d'un certain nombre de drones innovants (tels que le Drone Spray) et a établi la réputation du groupe en tant qu'acteur majeur dans ce domaine. Alors que la base technique sous-jacente reste externe à DVF et que la majeure partie de la production est externalisée, ce niveau de personnalisation se limite aux « accessoires », mais il apporte un réel plus pour un coût limité.

Grâce au déploiement d'une chaîne d'assemblage pour drones conçus en interne, Drone Volt Factory permet à Drone Volt d'augmenter la chaîne de valeur. Le groupe poursuit sa stratégie de montée en gamme, à partir d'un design exclusif à partir de pièces détachées externes et du développement du logiciel associé, qui représente l'essentiel de la valeur ajoutée. En proposant à la fois système de drone, logiciel et services associés, Drone Volt offre désormais des solutions clés en main à ses clients.

La formation comme puissant moteur de croissance

Parallèlement, nous estimons que le renforcement en cours de la réglementation encadrant le vol des drones partout dans le monde devrait soutenir : i) la demande de drones, et ii) les besoins en formations des télépilotes tant sur le fonctionnement de équipements que sur la réglementation plus strictes. Drone Volt a développé son expertise en matière

de réglementation et de formation en France, dans le prolongement de la réglementation mise en place par la DGAC qui impose l'enregistrement des opérateurs, le dépôt de demandes auprès des préfectures pour obtenir les autorisations de vol, un stage de formation obligatoire pour les pilotes et l'obtention d'une certification. Drone Volt peut faciliter les procédures administratives en proposant des packs en supplément de chaque système de drone vendu et a créé Drone Volt Academy pour dispenser des sessions de formation aux futurs pilotes. Cette académie bénéficie de solides infrastructures à Villepinte, parmi lesquelles un hangar fermé permettant d'effectuer des sessions de vol en cas de mauvais temps. Détenant neuf centres de formation en Europe et en Amérique du Nord, Drone Volt peut désormais développer à l'étranger l'expertise acquise sur le sol français.

L'expansion à l'international renforcée par des partenariats et des accords de licence

Grâce à l'expérience acquise au sein d'un environnement fortement réglementé, le groupe peut développer son modèle d'activité à l'étranger. La priorité a été dans un premier temps donnée à l'Europe, avec l'ouverture d'une filiale danoise début 2015. L'expansion à l'international s'est ensuite accélérée en 2016 avec la signature d'un contrat de distribution pour le Benelux, la Suisse, les États-Unis et le Canada. L'acquisition d'Aerialtronics en 2017 a également permis au groupe de nouer des relations avec des clients asiatiques.

Cependant, en parallèle de ces développements autofinancés, nous estimons que le groupe a récemment noué des relations très constructives avec un certain nombre d'acteurs outre-Atlantique, lui permettant d'étendre ses activités à l'Amérique du Nord à moindre coût.

En effet, afin d'accélérer son développement à moindre coût aux États-Unis, Drone Volt a annoncé en novembre 2019 la signature d'un accord avec Robotic Skies prévoyant la production et la commercialisation de drones Hercules « made in USA ». Permettant à Drone Volt de percevoir des royalties, cet accord donne accès à moindre coût au marché d'un pays sur le point d'interdire les drones chinois.

Fin août 2020, le groupe a également annoncé la signature d'une lettre d'intention avec Aquiline Drones, une entreprise américaine spécialisée dans les drones et le cloud offrant une large gamme de services aux opérateurs. Cette dernière souhaite produire le Hercules 2, le Zénith d'Altura et sa caméra Penser avant fin 2020, au rythme impressionnant de 1 000 unités par mois. S'étant fixé des objectifs ambitieux en termes de volumes, Aquiline Drones devrait ensuite augmenter ses capacités de production de 3 000 unités par mois pour les porter à un total de 10 000 unités par mois. Une telle performance serait impressionnante. Aquiline Drone prévoit à la fois de vendre ces drones à sa base actuelle de clients et de combler le vide laissé par les restrictions imposées par l'administration fédérale américaine à l'utilisation des drones chinois. Nous jugeons ce possible partenariat très prometteur et créateur de valeur pour Drone Volt. Selon les termes actuels de l'accord, Drone Volt aurait droit à 10% du chiffre d'affaires provenant de la

commercialisation de ses drones et caméras sur une période de 5 ans, une commission révisée chaque année. Le Drone Volt aurait droit à un minimum de 100k€ par mois (à compter d'octobre 2020). Sur une base annuelle, le groupe percevrait 1,2m\$ par exercice, un montant révisé à la hausse de 10% par an, représentant en tout une valeur minimale de 7,7m€ à l'horizon 2025. En outre, le groupe devrait bénéficier d'un paiement initial de 450k\$ d'ici fin 2020 en compensation du transfert de savoir-faire. Afin de renforcer le partenariat, les deux sociétés envisageraient d'échanger 10% de leur capital.

En outre, un contrat très structuré a été annoncé en mars 2020 et signé en octobre 2020 par Drone Volt et Hydro-Québec. L'accord porte sur le développement industriel et la commercialisation exclusive d'un drone destiné à inspecter les lignes de transport d'électricité à haute tension. Nous estimons qu'il renforcera encore la crédibilité de Drone Volt dans le domaine de l'inspection des réseaux électriques, et qu'il devrait à terme permettre au groupe d'élargir son portefeuille de clients dans ce domaine. Une fois l'accord de partenariat industriel et commercial finalisé, Drone Volt pourra commercialiser le drone partout dans le monde. Le groupe table sur une centaine de livraisons sur une période de cinq ans à compter de fin 2020/début 2021.

Chiffre d'affaires par division

Secteur	12/21A	12/22E	12/23E	12/24E	Chgt 22E/21		Chgt 23E/22E	
					k€	% du total	k€	% du total
Chiffre d'affaires	8 617	10 111	12 478	14 213	1 494 ↑	100 %	2 367 ↑	100 %
Drone Volt Factory	3 434	3 469	5 504	6 890	35	2 %	2 035	86 %
Distribution	5 183	6 642	6 974	7 323	1 459	98 %	332	14 %
Training								
Consumer								
Professional								
Royalties								
Drone as a service								
Other								

Principales expositions

	Revenus	Coûts	Fonds propres
Devises "émergentes"	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Dollar	0,0 %	15,0 %	0,0 %
Renminbi	0,0 %	40,0 %	0,0 %
Risque climatique à long term	20,0 %	0,0 %	0,0 %

Géographie du chiffre d'affaires

France	40,8 %
Europe	38,8 %
Other	20,4 %

Nous identifions les expositions aux thématiques macro économiques (quelle est la part du chiffre d'affaires exposée au Dollar par ex.) plutôt que les sensibilités (quel est l'impact d'une variation de 5pc du Dollar sur le résultat net par ex.). Les expositions du chiffre d'affaires sont simples à comprendre. Celles qui concernent les coûts sont plus difficiles à identifier. C'est encore plus complexe en termes de fonds propres. L'évaluation se fait en prenant par défaut la position d'un investisseur en action jugeant de son patrimoine en Euro. Certains cas de figure sont délicats à démonter tel qu'un investisseur de la zone Euro achetant une valeur suisse cotant en CHF mais avec des comptes en Dollar...

Mécanismes de profit

Réduction volontaire du développement du réseau de distribution

Dans le cadre des efforts visant à modifier les moteurs de la génération de liquidités, le segment de la distribution est volontairement laissé légèrement en retrait. En effet, l'activité principale de la distribution, limitée à l'assemblage et à la distribution de produits de marques tierces, ne générerait pas de marges élevées (marge brute d'environ 20%) tant la valeur ajoutée était minime, les pièces détachées des drones étant disponibles auprès d'autres sources d'approvisionnement. En effet, les drones de marques tierces s'appuient sur une plateforme déjà intégrée du fabricant chinois DJI, proposant des appareils pratiquement prêts à l'emploi. Si ces engins peuvent être fortement personnalisés dans le détail, même dans ce cas, la plupart des composantes sont à ce jour distribuées par des fabricants existants (principalement chinois), ce qui limite le potentiel de marge et crée une dépendance vis-à-vis des pratiques commerciales des fournisseurs : si ces derniers devaient augmenter leurs prix ou développer des solutions similaires à celles de Drone Volt pour les proposer à des prix inférieurs, les marges du groupe s'effondreraient, ce qui pourrait mettre en péril la survie du segment.

Néanmoins, ce segment donne accès à des ventes croisées. Il offre à Drone Volt la possibilité de pénétrer des marchés en proposant ses services et ses formations ainsi qu'en développant ses propres produits.

Reprendre le contrôle de la valeur ajoutée

Grâce à la mise sur pied d'une équipe de R&D dédiée à la chaîne de montage en 2016 et à l'acquisition d'Aerialtronics, Drone Volt s'est donné les moyens de vendre des drones conçus en interne, ainsi que des caméras intégrant des solutions d'intelligence artificielle, pouvant être personnalisés pour répondre aux besoins des clients. Le modèle « sans usine » permet un meilleur contrôle : au lieu d'élaborer des chaînes de fabrication, Drone Volt se concentre exclusivement sur la conception et l'assemblage des pièces détachées, la production elle-même étant sous-traitée. Si elle implique le transfert d'une partie de la valeur ajoutée à un partenaire externe, une telle organisation autorise une plus grande flexibilité et est favorable aux marges globales en raison de la faiblesse attendue des volumes par rapport à ceux nécessaires pour amortir entièrement une usine, le volume de la production au sein du groupe des machines conçues en interne demeurant probablement marginal. Drone Volt conserve cependant le contrôle total des systèmes de gestion de vol, ainsi que des logiciels d'intelligence artificielle, lui permettant de garder la main à la fois sur les prix et sur la rentabilité. Si nous estimons que la marge brute sur son drone est légèrement inférieure à 50%, celle sur les caméras intelligentes pourrait être bien supérieure à 70%.

La puissance d'une solution clé en main

Répondre aux besoins des clients professionnels a permis le développement d'une offre intégrée, reliant les engins à des services tels que la formation et l'enregistrement administratif, une tendance soutenant les marges. La DGAC

exige que l'opérateur soit formé. Drone Volt a donc créé une académie pour enseigner les règles théoriques et pratiques aux pilotes, avec l'avantage d'utiliser le même engin que celui qui sera mobilisé pour les opérations commerciales. De plus, grâce aux échanges nourris avec la DGAC et à sa parfaite connaissance de la réglementation, le groupe peut faciliter les lourdes démarches administratives imposées dans le cadre de l'exploitation commerciale des drones. La réglementation étant de plus en plus complexe, ces services sont appelés à contribuer plus fortement au chiffre d'affaires (avec une marge brute estimée à environ 70%). En effet, les clients finaux exigent généralement qu'une plateforme soit opérationnelle le plus rapidement possible. Constituant un levier commercial important, les services sont pour la plupart intégrés dans le prix d'achat des machines.

Les options pour se diversifier davantage et ne plus dépendre du hardware

En outre, le modèle d'entreprise pourrait être complété d'une nouvelle activité. Cette dernière n'est toutefois actuellement qu'un projet, n'ayant pas encore apporté la preuve de sa viabilité. Elle est liée aux procédés de vision par ordinateur développés en interne par Aerialtronics, qui pourrait, à terme, devenir une division à part entière. En effet, le logiciel pourrait être installé sur d'autres plateformes (pas seulement la caméra Penser) et être personnalisé pour un large éventail d'utilisations. Toutefois, compte tenu de la grande incertitude concernant le développement commercial de cette activité, nos estimations ne tiennent compte que des perspectives pour les trois premiers segments évoqués ci-dessus.

Projection pour la période 2020-2022

Pour 2020, et au-delà du choc lié à la pandémie, nous tablons sur un rebond significatif de l'activité au second semestre, avec un chiffre d'affaires d'environ 4m€. Le chiffre d'affaires perdu en 2020 devrait être en partie reporté sur les deux ou trois prochains exercices. Ce scénario est conforté par la stabilité du carnet de commandes du groupe autour de 15m€, aucune annulation n'ayant été observée en raison de la pandémie de COVID-19.

Pour les trois prochaines années, nous retenons deux scénarios différents concernant les deux segments de Drone Volt. Ne faisant pas partie de la principale stratégie de développement, nous prévoyons un recul de l'activité dans la distribution de 13% en moyenne d'ici 2022. Dans le même temps, la solidité du portefeuille acquis de solutions conçues en interne devrait porter la croissance de Drone Volt Factory à environ +70 % en moyenne sur la période 2019-2022. Nous tenons compte ici d'une montée en puissance du partenariat avec Hydro-Québec, qui devrait débuter début 2021 avec une augmentation du prix de vente moyen (autour de 350k€ par unité pour le drone de ligne).

En outre, les deux annonces encourageantes (c'est-à-dire la lettre d'intention signée avec Aquiline Drones puis celle avec le hongrois LOI) ont fortement pesé sur nos estimations de résultats. Premièrement, nous avons tenu compte dans nos prévisions du contrat signé avec des Aquiline Drones avec une certaine prudence. Reste que son impact potentiel pourrait changer la donne

pour le groupe. Nous anticipons un démarrage du contrat en 2021 avec une moyenne de 1 000 unités par mois (contre 3 000 prévues dans la lettre d'intention), passant à 1 500 en 2022 puis à 3 000 en 2023, avant d'atteindre 7 000 unités en 2026. Cet accord de licence pourrait représenter environ 2m€ en 2021, 3,3m€ en 2022, puis 7,4m€ en 2023, avec un impact direct en termes de rentabilité.

Deuxièmement, nous avons intégré (à confirmer et comptabilisé pour Drone Volt Factory) le contrat hongrois prévoyant la vente d'au moins 275 drones Hercules 20 sur trois ans. Là encore, notre approche est plus prudente que celle du groupe. Certes, nous avons laissé le nombre d'unités inchangé. En revanche, nous tablons sur une réduction des prix de vente en raison de l'importance de la commande. Nous retenons un prix unitaire de 15k€ contre 20k€. Sous ces hypothèses, le contrat pourrait générer un chiffre d'affaires supplémentaire d'environ 1 375k€ par an de 2021 à 2022.

En termes de rentabilité, nous prévoyons une amélioration de la marge brute sous l'effet : i) de la hausse des volumes de production pour les drones, alors que l'activité dans les services et la formation devrait décoller, faisant grimper la marge, et ii) de l'impact marqué en termes relatifs des revenus des licences. La marge brute de la distribution devrait rester stable à plus de 20% en moyenne, tandis que celle de Drone Volt Factory devrait, selon nous, s'améliorer pour atteindre 52% en 2022, portée par la gamme de produits et par une plus forte création de valeur (soutenue par la technologie supérieure intégrée dans les drones ainsi que par la caméra Pensar). Finalement, Drone Volt devrait publier un EBIT positif en 2021.

Analyse de la répartition des autres bénéfices par division

	12/21A	12/22E	12/23E	12/24E	Chgt 22E/21		Chgt 23E/22E	
					k€	% du total	k€	% du total
Total	4 215	3 729	5 979	7 494	-486 ↓	100 %	2 250 ↑	100 %
Drone Volt Factory	1 648	1 908	3 247	4 478	260	-53 %	1 339	60 %
Distribution	1 338	1 129	1 255	1 391	-209	43 %	126	6 %
Consumer								
Professional								
Training								
Royalties	1 229	692	1 476	1 624	-537	110 %	784	35 %
Drone as a Service								
Other/cancellations								

Marge d'Analyse de la répartition des autres bénéfices par division

	12/21A	12/22E	12/23E	12/24E
Total	48,9 %	36,9 %	47,9 %	52,7 %
Drone Volt Factory	48,0 %	55,0 %	59,0 %	65,0 %
Distribution	25,8 %	17,0 %	18,0 %	19,0 %
Consumer				
Professional				
Training				
Royalties				
Drone as a Service				

Valorisation

DCF

Nous retenions précédemment l'hypothèse d'une croissance annuelle moyenne du marché d'environ 14% entre 2019 et 2027. Cependant, à ce jour, très peu de sociétés de drones sont parvenues à maintenir un tel rythme. Compte tenu des méga-contrats signés récemment avec Aquiline Drones et le client hongrois, les exercices compris entre 2021 et 2023 devraient être marqués par une forte croissance. Notre DCF repose donc sur une hypothèse plus prudente en termes de croissance, à 7% sur la période allant de 2023 à 2030. Si elle devait être bien assurée, la commercialisation du LineDrone pourrait justifier une révision à la hausse de cette estimation tant nous estimons que l'engin pourrait alors devenir le principal moteur de la croissance de Drone Volt. Grâce aux mesures de maîtrise des coûts, l'impact positif des volumes et au passage des produits aux services, nous jugeons crédible l'hypothèse d'une progression à long terme de l'EBITDA de 11%. L'activité aux Etats-Unis reposant sur les royalties améliore fortement notre valorisation par le DCF. Le potentiel de hausse pourrait devenir important une fois que l'introduction en bourse d'Aquiline Drone sera effective et que ses commandes à Drone Volt progresseront fortement. Notre scénario central concernant Aquiline Drones table sur des objectifs inférieurs de moitié à ceux annoncés dans la lettre d'intention.

ANR

Pour l'ANR, afin de tenir compte du fort potentiel de croissance compensé par le stade encore précoce auquel se trouve le groupe, avec une forte volatilité de la rentabilité, nous avons opté pour une valorisation à partir des multiples de CA. Nous partons des prévisions moyennes de CA sur trois ans des différents segments auxquelles nous appliquons un multiple. Nous valorisons la distribution à 1x le CA moyen anticipé sur trois ans. Un tel niveau de multiple est conforme à celui appliqué dans le secteur comparable de la distribution européenne, tenant compte d'une valeur ajoutée et de perspectives de croissance limitées. Concernant Drone Volt Factory, nous avons affiné notre valorisation en la subdivisant en trois parties différentes. Premièrement, nous valorisons à part la participation de 50% dans Aerialtronics. Deuxièmement, nous mettons en avant la formation tant elle sera, selon nous, l'un des principaux atouts pour Drone Volt puisque la réglementation devient de plus en plus complexe, en la valorisant de manière autonome, sur la base de nos estimations de CA sur trois ans glissants auxquelles nous appliquons un multiple de 3x (offrant une prime de 50% par rapport aux sociétés de drones) pour rémunérer sa forte rentabilité. Troisièmement, nous valorisons les autres activités de DVF (ventes de drones et de caméras, et prestations de services) sur la base des multiples de CA des concurrents actuellement observés par Bloomberg, soit environ 2x. En outre, nous valorisons à part le CA généré par le récent partenariat avec Aquiline Drones. Nous avons cette fois appliqué un multiple de 5x sur les redevances moyennes estimées pour les trois prochaines années. Enfin, le partenariat avec Aquiline Drones donne lieu à un échange de capital de 10%. Aquiline Drones n'étant pas cotée en bourse et ne communiquant pas ses comptes, nous avons valorisé cette participation sur la

base du CA généré dans le cadre de notre scénario central (voir ci-dessus), auquel nous avons appliqué un multiple de 2x.

VALORISATION PAR LES COMPARABLES

En ce qui concerne les comparables, trouver une société ressemblant à Drone Volt est chose véritablement compliquée. En effet, il n'existe aucune correspondance parfaite ni dans notre suivi, ni au sein de l'ensemble du marché. Nous contournons cette difficulté en valorisant Drone Volt par rapport aux acteurs concernés par le secteur des drones, tels que Elbit Systems, Irobot, Aerovironment et ECA Group, ainsi que d'une société de robotique comme Kuka.

Valorisation

Méthodes		Valeurs (€)	Potentiel	Poids
DCF		0,03	18 %	35 %
Somme des parties		0,12	331 %	20 %
VE/Ebitda	Comparables	0,01	-76 %	20 %
P/E	Comparables	0,01	-50 %	10 %
Rendement	Comparables	0,00	-100 %	10 %
Cours/Actif net comptable	Comparables	0,05	100 %	5 %
Objectif de cours		0,04	47 %	

Valorisation basée sur les comparables

Calculé sur 18 mois de prévisions	P/E (x)	VE/Ebitda (x)	Cours/Actif net comptable (x)	Rendement (%)
Ratios des pairs	33,4	14,8	2,89	0,97
Ratios Drone Volt	-5,02	88,1	0,28	0,00
Prime	-50,0 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %
Cours objectifs (€)	0,01	0,01	0,05	0,00
Elbit Systems	20,1	9,92	2,45	1,41
KUKA	71,6	17,4	2,62	0,18
Aerovironment	60,7	23,8	5,74	n/a
Irobot	-14,1	-19,6	3,57	0,00

DCF par action

Coût moyen pondéré du capital (CMPC) %	9,40	Dettes (trésorerie) nette moyenne	k€	-2 979	
Valeur actuelle des cash flow des années 1 à 11	k€	3 302	Provisions	k€	105
Free cash flow de l'année 11	k€	1 982	Pertes/(gains) actuariels non reconnus	k€	0,00
Taux de croissance à l'infini "g"	%	2,00	Immobilisations financières (juste valeur)	k€	242
"g" de Durabilité	%	2,05	Intérêts minoritaires (juste valeur)	k€	3 430
Valeur terminale	k€	26 945	Valeur des fonds propres	k€	13 955
Valeur actuelle de la valeur terminale	k€	10 968	Nombre d'actions	Th	436 217
en % de la valeur totale	%	76,9	DCF par action	€	0,03
Valeur totale actuelle	k€	14 270	Impact de la Durabilité sur le DCF	%	0,53

Evaluer le coût du capital

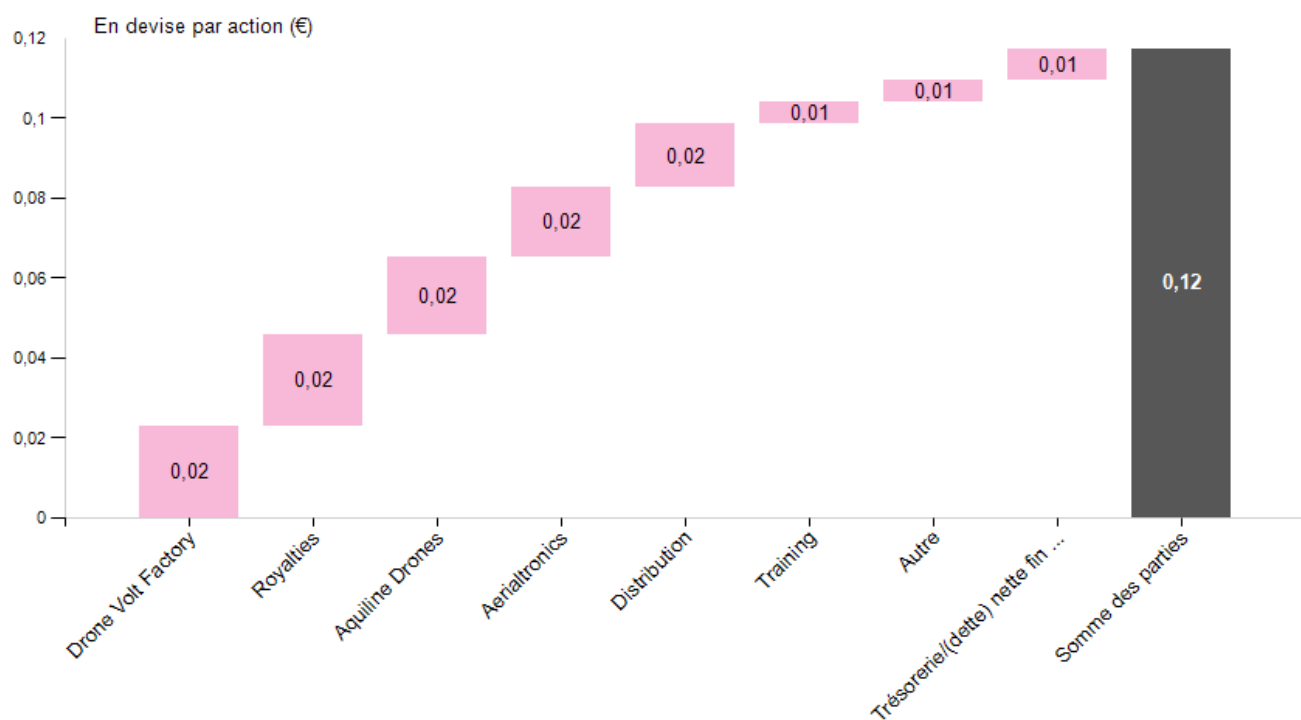
Taux sans risque synthétique	%	3,50	Spread de crédit	bp	300
Prime de risque normative	%	5,00	Coût marginal de la dette	%	6,50
Taux d'impôt normalisé	%	30,0	Bêta de la société (endettée)	x	1,06
Échéance moyenne de la dette	Année	5	Ratio d'endettement à valeur de marché	%	-14,8
Bêta sectoriel	x	1,18	Dettes/VE	%	-17,3
Bêta de la dette	x	0,60	Taux de rentabilité exigé par les actionnaires	%	8,79
Capitalisation boursière	k€	11 835	Coût de la dette	%	4,55
Dettes nettes (trésorerie) à valeur comptable	k€	-1 749	Coût des fonds propres desendettés	%	9,40
Dettes nettes (trésorerie) à valeur de marché (Est.)	k€	-1 749	Coût moyen pondéré du capital (CMPC)	%	9,40

Calcul du DCF

		12/21A	12/22E	12/23E	12/24E	Croissance	12/25E	12/32E
Chiffres d'affaires	k€	8 617	10 111	12 478	14 213	7,00 %	15 208	24 420
EBITDA	k€	-808	-1 729	-328	1 021	11,0 %	1 134	2 353
Marge d'EBITDA	%	-9,38	-17,1	-2,63	7,19		7,45	9,64
Variation du BFR	k€	-5 747	225	723	950	7,00 %	1 017	1 633
Cash flow d'exploitation total	k€	-7 062	-1 404	495	2 071		2 150	3 986
Impôts sur les sociétés	k€	1 276	1 224	949	715	7,00 %	765	1 228
Bouclier fiscal	k€	51,6	-53,9	-62,6	-59,6	7,00 %	-63,8	-102
Investissements matériels	k€	-3 067	-3 159	-2 527	-2 502	3,00 %	-2 577	-3 169
Investissements matériels/CA	%	-35,6	-31,2	-20,3	-17,6		-16,9	-13,0
Cash flows libres avant coût du financement	k€	-8 810	-3 384	-1 135	235		275	1 943
Divers ajustements (incl R&D, etc.) pour les besoins...	k€							
Free cash flow ajustés	k€	-8 810	-3 384	-1 135	235		275	1 943
Free cash flow actualisés	k€	-8 810	-3 384	-1 037	196		210	791
Capitaux investis	€	11,4	11,8	11,3	10,8		11,1	13,7

Somme des parties

	% détenu	Technique d'évaluation	Multiple utilisé	Participation à 100% (k€)	Valorisation participation (k€)	En devise par action (€)	% des actifs bruts
Drone Volt Factory	100 %	EV/Sales	2	10 000	10 000	0,02	21,0 %
Royalties	100 %	EV/Sales	5	10 000	10 000	0,02	21,0 %
Aquiline Drones	9,90 %	EV/Sales	2	85 000	8 415	0,02	17,6 %
Aerialtronics	50,0 %	ANR		15 100	7 550	0,02	15,8 %
Distribution	100 %	EV/Sales	1	7 000	7 000	0,02	14,7 %
Training	100 %	EV/Sales	3	2 400	2 400	0,01	5,03 %
Autre					2 335	0,01	4,90 %
Actif brut					47 700	0,11	100 %
Trésorerie/(dette) nette fin d'année					3 468	0,01	7,27 %
Engagements donnés							
Engagements reçus							
Somme des parties					51 168	0,12	107 %
Nbre d'actions net de l'autocontrôle (fin d'année)					436 217		
Somme des parties par action (€)						0,12	
Décote du cours actuel par rapport à la somme des parties (%)						76,8	



Dettes

Fin 2019, la dette nette du groupe était légèrement supérieure à 5m€, contre 2,5m€ fin 2018 et une trésorerie nette de 276k€ en 2017. Entre 2017 et 2019, le taux d'endettement net est passé de -4% à 58%. Cette progression s'explique principalement par l'acquisition d'Aerialtronics en 2017, et par le financement de la restructuration de l'entité, pour un coût que nous estimons à pratiquement 4m€ à fin 2019.

Pour se financer, ainsi que pour son acquisition, Drone Volt est principalement passé par une ligne de financement via l'émission d'obligations convertibles en actions avec BSA (OCABSA et ORNANE) entre 2016 et 2019. Fin 2019, et afin de limiter la dilution des actionnaires liée aux obligations convertibles, le groupe a diversifié ses sources de financement via l'émission pour 1,7m€ d'obligations assorties d'un coupon de 12%.

En 2020, Drone Volt a encore diversifié ses sources de financement (en obtenant un crédit de 500 000€ garanti par l'État) et a renforcé ses fonds propres au travers de trois augmentations de capital représentant un montant total avoisinant 3,7m€ (dont 411 000€ en mars et 2,16m€ en mai pour refinancer 90% des ORNANE émises en 2019 et 1,1m€ en juin). En outre, Drone Volt a obtenu deux nouveaux financements d'un montant total de 20,4m€, dont un de 10m€ en août 2020 par le biais d'un contrat de ligne de crédit (1,6m€ tirés) ainsi qu'un OCABSA de 10,2m€ (encore disponibles en totalité) avec ATLAS en septembre 2020.

Detailed financials at the end of this report

Financement et liquidité

		12/21A	12/22E	12/23E	12/24E
EBITDA	k€	-808	-1 729	-328	1 021
Cash flow des opérations	k€	-172	-585	513	1 637
Fonds propres	k€	39 151	39 654	41 783	41 189
Dette brute	k€	3 418	4 382	4 782	5 582
+ Trésorerie brute	k€	6 886	6 131	8 990	9 876
= Dette nette / (trésorerie)	k€	-3 468	-1 749	-4 208	-4 294
Ratio d'endettement	%	-6,87	-6,58	-7,13	-10,3
Fonds propres/Actif total (%)	%	110	99,5	105	103
Dette nette ajustée/EBITDA(R)	x	4,29	1,01	12,8	-4,20
Dette brute ajustée/EBITDA(R)	x	-4,36	-2,59	-15,0	5,60
Dette brute ajustée/(Dette brute ajustée+Fonds ...)	%	8,25	10,2	10,5	12,2
Ebit cover	x	18,1	-25,4	-16,5	-12,7
CF des opérations/dette brute	%	-4,89	-13,0	10,5	28,6
CF des opérations/dette nette	%	4,96	33,5	-12,2	-38,1
FCF/Dette brute ajustée	%	-247	-78,4	-26,3	1,50
(Trésor. brute + FCF + Découverts)/Dette CT	x	-1,10	4,35	15,4	12,5
FCF/Dette CT	x	-5,49	-5,86	-2,58	0,11

A Savoir

Environnement réglementaire

Nous énumérons les principales directives réglementant à ce jour l'exploitation d'un drone dans un cadre commercial. Notons que ces règles changent rapidement. Alors que de nouveaux champs d'application apparaissent chaque jour, la pression exercée par les opérateurs sur les régulateurs pour une plus grande souplesse est permanente.

Quatre scénarios de vol de drones sont pour le moment considérés :

- S-1 : vol à vue, hors zone habitée, et à 200 mètres maximum du pilote.
- S-2 : vol hors de vue, hors zone habitée, à une distance maximale de 1 km du pilote, à une altitude inférieure à 50m, sans personne au sein de la zone de vol.
- S-3 : vol à vue en zone habitée ou à proximité de personnes/animaux, à une distance inférieure à 100m du pilote.
- S-4 : opérations spéciales (tir à vue, observations, traçage, surveillance aérienne...), vol hors de vue et hors zone habitée ne correspondant pas au scénario S-2.

Faisant de la France l'un des rares pays à avoir réglementé les vols hors de vue, le dernier scénario est le plus important.

A noter parmi les autres points importants de la réglementation actuellement en vigueur :

- Les constructeurs de drones doivent faire certifier leurs modèles par la DGAC, en précisant la catégorie de drone dans laquelle se trouve le modèle, la nature de ses vols et le scénario au sein duquel il opérera.
- Les opérateurs doivent s'inscrire sur une liste de la DGAC, et doivent mentionner la nature de leurs vols, les scénarios au sein desquels s'inscrivent leurs activités, ainsi que les modèles de drone utilisés et leurs constructeurs.
- Les pilotes doivent obtenir une certification officielle (formation théorique) et détenir une attestation de niveau de compétence (DNC).
- Les vols doivent être autorisés par les préfetures via une autorisation de vol, sollicitée au travers du renseignement du manuel d'activités particulières (MAP).

Résumé des exigences auxquelles doivent se plier à la fois l'exploitant, les engins et les pilotes selon la DGCA :

(W: total aircraft weight))	W ≤ 2 kg	2 kg < W ≤ 8 kg	8 kg < W ≤ 25 kg	25 kg < W ≤ 150 kg
Requirements common to all scenarios	Affix a sign on each aircraft identifying the name and address of the operator.			
	Declaration of Level of Competence for each telepilot			
	Declaration of activity, to be renewed every 24 months (or in case of modification) and annual activity report in January.			
S-1 Outside populated area In sight, R ≤ 200 m A ≤ 150 m	Theoretical ability		Theoretical ability and certificate of competence	
			Certificate of conception	
	Textbook of Particular Activities (MAP)			
S-2 Outside populated area ³ By day, R ≤ 1000 m	Theoretical ability		Theoretical ability and certificate of competence	
	Certificate of conception			
	Textbook of Particular Activities (MAP)			
	Altitude ≤ 150 m		Altitude ≤ 50 m	
S-3 In populated areas In sight, R ≤ 100 m A ≤ 150 m Reporting flight to the authorities	Certificate of conception		Prohibited unless specifically authorized	
	Theoretical ability			
	Textbook of Particular Activities (MAP)			
S-4 Outside populated area By day, A ≤ 150 m	Certificate of conception		Prohibited unless specifically authorized	
	Pilot licence and experience			
	MAP + Operation Record			

Color coding : Airworthiness Telepilot Operator Airspace

R = Portée
A = Altitude

Ces règles devraient être prochainement renforcées au niveau européen, sous la supervision de l'Agence européenne de la sécurité aérienne (AESA). Le cadre réglementaire devrait couvrir les questions de sécurité, de sûreté, de respect de la vie privée, de protection des données et d'assurance. L'AESA a publié un premier règlement, qui devrait être mis en œuvre le 1er janvier 2021, définissant trois types d'exploitation de drones en fonction des risques associés.

Catégorie ouverte : vols de drones de loisirs ou professionnels de moins de 25kg réalisés à vue. Aucune permission, autorisation ou formation ne sera requise. Le drone devra répondre aux normes CE. Des normes techniques sont actuellement à l'étude en Europe.

Catégorie spécifique : couvre les caractéristiques non prévue par la catégorie « ouverte ». Elle prévoit que l'opérateur de drone doit se soumettre à une évaluation des risques en matière de sécurité et identifier une solution d'atténuation devant être examinée et approuvée par l'Autorité nationale de l'aviation (NAA). Un manuel d'exploitation est obligatoire pour obtenir l'approbation.

Catégorie certifiée : concerne les drones de grande taille sans pilote dont le vol comporte un niveau de risque plus élevé (transport de marchandises, logistique urbaine et individus). Ils respecteront les règles de l'aéronautique, telles que la certification et la nécessité de détenir une licence de pilote de drone. L'AESA n'a pas encore publié la liste exhaustive des critères s'appliquant à cette catégorie.

Opération au capital d'Aerialtronics

Drone Volt a racheté les actifs de la société Aerialtronics. Le 18 septembre 2017, Drone Volt a repris les principaux actifs (dont les produits, les stocks et les droits de propriété intellectuelle, ainsi que l'équipe expérimentée et les différents sites) de la société néerlandaise Aerialtronics DV BV.

Le 9 septembre 2020, le Drone Volt a acquis les intérêts minoritaires résiduels du groupe, représentant 49,8% de la capitalisation boursière. L'opération s'est

faite au prix de 5,95\$, soit 5m€, et a été financée par un prêt vendeur sur 36 mois assorti d'un taux d'intérêt de 3%.

Actionnaires

Nom	% détenu	Dont droits de votes	Dont flottant
Aquiline Drones	2,61 %	2,61 %	2,61 %
Famille Gualdoni	2,03 %	2,03 %	2,03 %
Dimitri Batsis Investissement	0,83 %	0,83 %	0,83 %
Flottant			100 %

Sustainability

Le modèle de Drone Volt est durable. Grâce à l'assouplissement de la réglementation concernant les drones et à l'arrivée à maturité des technologies mobilisées, les drones devraient remplacer les engins actuels pour certaines applications de niche en raison de leur rapidité et de leur moindre consommation d'énergie. Pour l'inspection, ils sont plus sûrs et sont moins gourmands en énergie qu'un hélicoptère. Pour le transport d'un hôpital à un autre de matériel médical vital (ou d'organes), les drones sont plus rapides que le routier exposé aux embouteillages. L'adoption par le marché des solutions proposées par Drone Volt devrait entraîner un impact carbone positif.

Score de durabilité

La durabilité est constituée d'éléments analytiques contribuant au E, au S et au G, qui peuvent être mis en évidence comme précurseurs de la durabilité et peuvent être combinés de manière satisfaisante.

	Score	Poids
Gouvernance		
Taux de membres indépendants du Conseil d'Administration	10/10	25 %
Diversité géographique du Conseil d'Administration	4/10	20 %
Fonction de Chairman distincte de l'exécutif	✓	5 %
Environnement		
Emissions CO ²	2/10	25 %
Prélèvement d'eau	4/10	10 %
Social		
Évolution de la dispersion des salaires	9/10	5 %
Satisfaction au travail	3/10	5 %
Communication interne	10/10	5 %
Score de durabilité	5,8/10	100%

Gouvernance & Management

Dimitri Batsis est à la fois le fondateur et le principal actionnaire du groupe. Ancien PDG et fondateur en 1987 de Zeni Coporation, il connaît les marchés pionniers. Se spécialisant dans les technologies interactives, Zeni Coporation s'est tourné vers l'internet dès 1998 pour y développer des activités d'assistance technique et de gestion à destination des entreprises du secteur, proposant une offre structurée mêlant stratégie, marketing et support technologique à une large gamme de clients (Microsoft, M6, PSA, le ministère français de la Défense, etc.). Introduite en bourse avec succès en avril 2000, la société a été rachetée en 2007 par Keyrus.

Dimitri Batsis a dirigé la société jusqu'en mai 2017, puis a démissionné pour laisser sa place à Olivier Gualdoni à la tête de la société. Arrivé dans le groupe en 2015, ce dernier avait aidé M. Batsis à réorganiser la société. Avant de rejoindre Drone Volt, il a été PDG de Cybergun SA.

Après le décès de son PDG, Olivier Gualdoni, le 17 octobre, Drone Volt a changé de gouvernance le 18 octobre 2020. Le conseil d'administration a alors coopté Dimitri Batsis, fondateur de Drone Volt et actionnaire historique depuis 2012, en tant qu'administrateur et l'a nommé président du conseil d'administration, un poste qu'il avait confié à Olivier Gualdoni quelques années auparavant. Après avoir décidé à l'unanimité de séparer les fonctions de président et de directeur général, le conseil d'administration a nommé Marc Courcelle, jusqu'alors directeur de la production de Drone Volt, au poste de directeur général.

Score de gouvernance

Société (Secteur)



5,6 (6,9)

Independent board













Oui

Paramètres	Société	Secteur	Score	Poids
Nombre de membres du Conseil d'Administration	6	13	9/10	5,0 %
Féminisation du Conseil d'Administration (%)	0	36	1/10	5,0 %
Diversité géographique du Conseil d'Administration (%)	83	71	4/10	10,0 %
Age moyen des membres du CA	61	61	5/10	5,0 %
Type de société : Small cap, contrôlée			4/10	10,0 %
Taux de membres indépendants du Conseil d'Administration	100	39	10/10	20,0 %
Une Action, un droit de vote			✗	10,0 %
Fonction de Chairman distincte de l'exécutif			✓	0,0 %
Le Chairman n'est pas un ancien membre du comité de direction			✗	5,0 %
Transparence totale des rémunérations du comité de direction			✗	5,0 %
Transparence des seuils à atteindre avant attribution de bonus			✗	5,0 %
Le comité des rémunérations rapporte au Conseil d'Administration			✓	5,0 %
Statuts intelligibles et simples			✓	15,0 %
Score de gouvernance			5,6/10	100,0 %

Management

Nom	Fonction	Date de naissance	Date d'entrée	Date de sortie	Salaire, in k€ (year)	
					Trésorerie	Rémunération en titres
Marc COURCELLE	M  DG		2020			(2021)
Sylvain NAVARRO	M  DAF	1977	2018			(2021)

Conseil d'administration

Nom	Indep.	Fonction	Fin du mandat actuel	Date de naissance	Date d'entrée	Date de sortie	Jetons de présence, en k€ (année)		Valeur des titres, en k€ (année)
Stefano VALENTINI	M	  Président			2021		(2021)	(2021)	
Jean-Claude BONNEAU	M	  Membre			2021		(2021)	(2021)	
Jean-Claude BOURDON	M	  Membre	2025	1952	2019		(2021)	(2021)	
Fabrice LEGRAND	M	  Membre	2022	1964	2016		(2021)	(2021)	
Laurent LELEUP	M	  Membre	2022	1966	2017		(2021)	(2021)	
Stanislas VEILLET	M	  Membre	2021	1965	2017		(2021)	(2021)	

Environnement

En raison de sa petite taille, Drone Volt n'est pas tenu de publier ses paramètres environnementaux. Par conséquent, la médiocrité de sa notation d'un point de vue environnemental n'est pas significative, de même que toute comparaison avec les comparables n'est pas pertinente de ce point de vue.

Selon nous, Drone Volt pourrait améliorer l'emprunte carbone globale des industries dans lesquelles il opère. Ses solutions de drones remplacent souvent des méthodes énergivores. A titre d'exemple, son LineDrone pourrait servir à l'inspection des lignes à haute tension, tâche nécessitant jusqu'à présent la mobilisation d'un hélicoptère. Or, le drone peut longer les lignes (étant technologiquement capable de résister à des tensions aussi élevées). Le procédé devient ainsi nettement moins énergivore qu'un hélicoptère volant toujours au-dessus de la ligne électrique. En outre, puisque l'engin peut être exposé à des tensions élevées, son intervention ne nécessite pas de couper la ligne électrique (contrairement aux méthodes actuellement utilisées). L'efficacité du réseau électrique s'en trouve confortée.

Drone Volt investit par ailleurs fortement dans l'hydrogène. Dans le cadre de son partenariat avec Roth2, le groupe est d'ores et déjà parvenu à produire une station de recharge pour drone qui devrait permettre à son engin le plus imposant, l'Hercules 20, de voler plus longtemps sans générer d'émissions. La station de recharge développée par le groupe est également compatible avec d'autres types de produits, tels que des vélos.

En dépit du manque de données concernant les paramètres environnementaux de Drone Volt, nous estimons que l'impact du modèle économique du groupe sur l'ensemble des émissions du marché de niche auquel il appartient sera positif.

Score d'Environnement

Ensembles de données évalués en tant que tendances sur un calendrier glissant, en fonction du secteur

Paramètres	Score	Secteur	Poids
Emissions CO ²	2/10	4/10	30 %
Prélèvement d'eau	4/10	5/10	30 %
Energie	3/10	5/10	25 %
Déchets	3/10	5/10	15 %
Score d'Environnement	3,0		100%



Société (Secteur)

3,0 (4,9)








Paramètres environnementaux

	Société		
	2021	2022	2023
	3,1	2,5	3,0

Données sectorielles

Société	Pays	Score d'Environnement	Energie (totale, GJ)	Emissions CO ₂ (tonnes)	Prélèvement d'eau (m ³)	Déchets (total, tonnes)
BAE Systems		6/10	2 723 866	410 976	16 456 781	50 437
Rolls-Royce		4/10	5 510 948	393 330	12 992 100	43 750

Drone Volt (Achat)

Leonardo		5/10	5 614 000	478 891	5 888 000	29 884
Airbus Group		6/10	13 586 400	827 000	3 078 590	69 660
Thales		5/10	7 326 900	186 000	1 615 000	22 259
Safran		7/10	7 021 469	397 568	2 599 461	58 256
Rheinmetall		4/10	3 792 778	450 881	3 591 460	63 140
MTU Aero Engines		7/10	1 120 320	51 300	8 079 600	6 800
Drone Volt		3/10				

Social

Compte tenu du peu de données disponibles, il est difficile de juger Drone Volt sur les questions sociales. En raison de la faiblesse de la trésorerie, les salaires moyens sont logiquement inférieurs à ceux des grandes valeurs européennes du secteur de l'Aéronautique et de la Défense. De 2018 à 2022, les effectifs n'ont cessé de diminuer avec la restructuration du groupe. Selon nous, grâce à la montée en puissance du LineDrone et d'un certain nombre d'autres solutions innovantes, la trésorerie devrait retrouver un niveau correct, ce qui devrait permettre à Drone Volt de recruter davantage et de retenir ses salariés avec des rémunérations plus élevées.

Concernant l'impact sociétal de ses produits, le recours à ses solutions de drones présente un avantage essentiel : la sécurité. Les solutions de drones intégrés proposées par le groupe remplacent souvent les hélicoptères, pilotés humainement. Certaines missions de surveillance en environnement risqué peuvent s'avérer dangereuses (vol en direction d'une éolienne en mer) et ont provoqué des décès dans le passé. Le vol d'un drone sans pilote permettrait de résoudre pleinement les problèmes de sûreté.

Social score

Société (Secteur)

5,9

(6,7)

Paramètres Quantitatifs (67 %)

Ensemble de mesures numériques liées au personnel, disponibles dans le modèle propriétaire AlphaValue, visant à établir un classement sur les questions sociales et de ressources humaines.

Paramètres	Score	Poids
Evolution du personnel total	8/10	15 %
Evolution du salaire moyen	8/10	30 %
Part de la valeur ajoutée absorbée par les frais de personnel	1/10	20 %
Part de la valeur ajoutée absorbée par les impôts	1/10	15 %
Évolution de la dispersion des salaires	9/10	20 %
Bonus Effectif et Retraites (0 ou 1)	0	
Quantitative score	5,8/10	100%

Paramètres Qualitatifs (33 %)

Ensemble de critères qualitatifs, à cocher par l'analyste

Paramètres	Score	Poids
Accidents du travail	4/10	25 %
Developpement des ressources humaines	7/10	35 %
Paye	7/10	20 %
Satisfaction au travail	3/10	10 %
Communication interne	10/10	10 %
Score Qualitatif	6,2/10	100%

Les analystes d'AlphaValue cochent des cases sur les composantes essentielles de la vie sociale et des ressources humaines de l'entreprise.

La décision de cocher Oui ou Non est en grande partie une évaluation qui combine la communication de l'entreprise sur la question pertinente et le meilleur jugement de l'analyste à partir de son expérience.

Score Qualitatif

Paramètres	Oui  / Non 	Poids
Accidents du travail		25 %
Des objectifs ont-ils été fixés sur tous les sites du groupe?		10,0 %
Les accidents du travail sont-ils en diminution?		15,0 %
Developpement des ressources humaines		35 %
Les compétences nécessaires pour atteindre les objectif du groupe sont-elles identifiées		3,5 %
Existe-t-il un plan de recrutement à moyen terme (2 à 5 ans)		3,5 %
Existe-t-il une stratégie de formation pour atteindre les objectifs fixés par la société?		3,5 %
Les salariés sont-ils formés aux objectifs de demain?		3,5 %
Tous les salariés ont-ils accès à la formation?		3,5 %
Le groupe n'a pas fait de plan social ou tout autre forme licenciement économique sur l'année?		3,5 %
Les talents sont-ils restés?		3,5 %
Les managers ont-ils des objectifs de management?		3,5 %
Si oui, les résultats sont-ils pris en compte pour la réévaluation salariale?		3,5 %
La mobilité interne entre les différentes unités du groupe est-elle encouragée?		3,5 %
Paye		20 %
Existe-t-il un comité de rémunération ?		6,0 %
La rémunération variable prend-t-elle en compte la performance du groupe et celle du salarié?		14,0 %
Satisfaction au travail		10 %
Existe-t-il une mesure de la satisfaction des salariés?		3,3 %
Chacun peut-il y participer?		3,4 %
Y a-t-il un plan d'action pour améliorer le moral des salariés?		3,3 %
Communication interne		10 %
La stratégie et les objectifs du groupe sont-ils disponibles pour tous les salariés?		10,0 %
Score Qualitatif	6,2/10	100.0%

Effectifs et retraites

Fin décembre 2019, le groupe comptait 46 employés, contre 57 en 2018. Cette réduction s'inscrit dans le cadre du programme d'optimisation de la structure de coûts du groupe mis en place pour atteindre la rentabilité. De nouveaux départs sont programmés en 2020, notamment au sein de la filiale Aerialtronics. En outre, pour la production de ses drones, Drone Volt a recours à des sous-traitants pour limiter la base de coûts des sites de production. Afin d'assurer une meilleure flexibilité, une partie de la main-d'œuvre est également sous-traitée.

Toutefois, afin de soutenir l'activité, nous tablons sur une augmentation nette des embauches à compter de 2021, notamment dans le secteur de la formation.

Recent updates

18/03/2023

Changement d'opinion, lié aux mouvements sur les marchés, de Accumuler à Achat

15/02/2023

Une nouvelle année record en termes de chiffres d'affaires.

Dernière News

Drone Volt a de nouveau publié un chiffre d'affaires annuel record à 13,4m€ (+53%), pourtant forment pénalisé par les mauvaises performances de son partenaire américain. L'activité à l'échelle du groupe a été portée par la contribution de SKYTOOLS (1m€), l'une de ses dernières acquisitions.

Actualité

- A 13,4m€, le chiffre d'affaires a progressé de 53% sur une base non pro forma.
- La contribution au CA 2022 de SKYTOOLS a représenté 1m€.
- La principale contribution au CA est venue du pôle Marques Tiers dont les ventes ont atteint 11,7m€, en hausse de 130% en glissement annuel.
- Le CA de Drone Volt Factory (production en interne) a chuté de 53% en glissement annuel.
- A 21% en 2022, la marge brute s'est contractée de 14 points.
- 2023 devrait être marqué par le lancement du LINEDRONE1 (drone spécialisé vendu à HYDRO-QUEBEC) et de l'offre « Drone as a Service ».

Analyse

Drone Volt a surmonté un exercice 2022 difficile en parvenant à porter son chiffre d'affaires 10m€ au-delà de son objectif, et ce malgré l'impact très défavorable (environ 650 k€) de l'interruption déjà connue du contrat de licence avec Aquiline Drone, l'accord ne portant plus que sur la distribution du HERCULES 20 aux États-Unis. Ce changement de stratégie a amputé la croissance 2022 de Drone Volt de 8 points, conséquence d'une chute de 53% du chiffre d'affaires de Drone Volt Factory à 1,7m€. Mécaniquement, à 1,06m€, la marge brute de ce dernier s'est contractée de 48%. Cette part de l'activité n'a plus représenté que 38% de l'ensemble (contre 71% en 2021).

Au-delà de ces mauvaises nouvelles attendues, la hausse de 5 points en 2022 du taux de marge brute de Drone Volt Factory a constitué une bonne surprise, portée par des activités telles que la formation et l'entraînement des clients. Ces dernières se sont avérées très rentables pour Drone Volt, générant une marge brute de 62%.

Malgré un repli de 14 points une fois rapportée au chiffre d'affaires, à 21%, la marge brute globale est restée relativement stable à 2,8m€.

Concernant 2023, les perspectives s'annoncent encourageantes

2023 pourrait être marquée par un nouveau record en termes de chiffre

d'affaires de Drone Volt, tirant partie de ses innovations avec le lancement de deux des produits les plus importants de sa gamme offerte : le Hercules 20 et le Heliplane. Fin décembre 2022, Drone Volt a annoncé la vente de quatre Hercules 20 (entièrement payés avant livraison). Compte tenu de la renommée croissante du groupe au sein du secteur grâce à ses activités de distribution et sa participation active aux différents salons, l'exercice 2023 s'annonce prometteur.

Les tests d'Hydro Québec sur le Linedrone s'étant apparemment soldés par un succès, l'engin servant à la surveillance des lignes à haute tension, les livraisons devraient soutenir l'ensemble des performances du groupe en 2023. L'offre de Drone as a Service devrait susciter un vif intérêt chez les professionnels et intéresser de nouveaux profils de clients, offrant un accès aux drones à un prix raisonnable et permettant d'immobiliser des capitaux pour un déploiement occasionnel.

Impact

Le chiffre d'affaires 2022 de Drone Volt a clairement excédé nos attentes (10,1m€). Compte tenu de la stratégie adoptée par le groupe, ses ventes devraient encore progresser en 2023. Nous ajusterons nos prévisions en termes de marges à l'issue de la publication des résultats annuels (le 15 mars prochain). Pour le moment, nous maintenons notre recommandation Achat, en supposant qu'il n'y aura pas de nouvelles levée de fonds ni nouvelle dilution.

24/10/2022

Très forte croissance dans la distribution au T3 2022

Publication Res./CA

Malgré la mise sur pause du contrat de licence le liant à Aquiline Drones, Drone Volt a publié un bon chiffre d'affaires. Les performances de la distribution ont largement excédé nos attentes et ont plus que compensé le manque à gagner. Drone Volt semble bien parti pour porter son chiffre d'affaires au-delà des 10m€, la participation à un certain nombre de salons commençant à porter ses fruits.

Actualité

- Le chiffre d'affaires sur les 9 premiers mois de 2022 s'établit à 7 972k€, en hausse de 26% en glissement annuel
- Si les ventes de Drone Volt Factory ont chuté de 48%, le chiffre d'affaires de la distribution a progressé de 86% en glissement annuel.
- Sur les 9 premiers mois de 2022, la marge brute s'est contractée de 11 points par rapport à 2021, à 24%.
- Le lancement commercial du LineDrone est programmé pour 2023.
- Compte tenu du nombre élevé d'unités vendues, Drone Volt sera en mesure d'obtenir davantage de remises de la part de ses fournisseurs.

- Au T3 2022, les ventes de SKYTOOLS ont représenté 243k€.

Analyse

Alors que le contrat avec Aquiline Drone est sur pause...

Les performances de Drone Volt ont été meilleures qu'attendu ce trimestre. Pour mémoire, au dernier trimestre, le groupe a suspendu sine die la facturation des licences de production à Aquiline Drone. Cherchant actuellement à financer sa croissance (via une introduction en bourse ou tout autre source de financement), Aquiline Drone se tiendra à l'écart du partenariat avec Drone Volt tant qu'il ne disposera pas des fonds suffisants. Le contrat de licence a représenté 16% du chiffre d'affaires au S1 2022 et a contribué intégralement aux bénéfices. A lui seul, dans les résultats sur les 9 premiers mois de 2022, il a provoqué une contraction de 5 points de la croissance du chiffre d'affaires et a coûté 3 points de marge brute.

De fait, l'impact sur les ventes de Drone Volt Factory a été marqué, avec une chute de 48% en glissement annuel. L'activité de distribution étant moins rentable, la moindre contribution au chiffre d'affaires de Drone Volt Factory a mécaniquement entraîné une dégradation de la marge brute. Néanmoins, la bonne surprise est venue de l'amélioration de la marge brute de Drone Volt Factory en l'absence du contrat de licence. Le groupe s'est pour cela appuyé sur la croissance de ses activités rentables telles que la formation et l'entraînement de ses clients.

...Drone Volt est parvenu à trouver de nouveaux clients

La participation de Drone Volt à un certain nombre de salons commence à porter ses fruits. Le groupe a pu à ces occasions rencontrer de nouveaux prospects et établir de nouveaux partenariats commerciaux. Aidé par ses bonnes performances passées en termes d'exécution et à une dynamique commerciale favorable, Drone Volt est parvenu à remporter un contrat important dans la distribution, à l'origine de la croissance spectaculaire observée au T3. Au-delà de simplement sauver les résultats du trimestre, cette bonne nouvelle offre de nouvelles perspectives pour Drone Volt en tant que distributeur de drones. Cela laisse penser que le groupe devrait dorénavant bénéficier de remises supplémentaires de la part des fournisseurs de drones (le plus important étant DJI), lui donnant accès à des appels d'offres inaccessibles jusque-là. Même si elle est moins rentable que Drone Volt Factory, l'activité de distribution est relative pour la marge brute et ne doit pas être négligée.

En outre, la distribution de drones de marques tiers permet également à Drone Volt de développer ses liens avec ses clients, lui donnant l'opportunité de proposer ses propres solutions de drones bien plus rentables. De fait, il s'agit d'une porte d'entrée vers de nouveaux succès commerciaux.

Impact

Drone Volt semble bien parti pour atteindre son objectif de chiffre d'affaires de 10m€, une performance qui établirait un nouveau record et serait en ligne avec

nos attentes (10,1m€). Malgré des résultats qui ne devraient pas être aussi bons au T4 qu'au T3, Drone Volt pourrait dépasser nos attentes. Globalement, ces bons résultats devraient restaurer la confiance dans le titre. Nous maintenons notre recommandation à l'achat.

12/10/2022

Mise à jour de notre modèle suite aux résultats S1 2022

Changement d'EPS	2022 : € -0,01 vs 0,00	ns
	2023 : € -0,01 vs 0,00	ns

Drone Volt a subi une augmentation significative de ses charges au premier semestre qui a pénalisé ses marges. La hausse des dépenses de marketing (découlant notamment de sa participation à un certain nombre de salons) a atteint 250k€. En outre, consécutivement à l'acquisition de Viking Drones, le groupe a recruté 3 ingénieurs de haut niveau devant être rémunérés, entraînant une progression de 25% de sa masse salariale. Dans le même temps, Aquiline Drone a annoncé la mise sur pause du contrat de licence le liant à Drone Volt. Ce dernier devrait donc se passer d'environ 650k€ de chiffre d'affaires au S2 2022, du profit pur et simple pour Drone Volt. De fait, par rapport au S1 2022, nous tablons sur une dégradation de la marge brute au S2. En glissement annuel, nous anticipons toujours une croissance positive du chiffre d'affaires au S2 2022. Nous estimons qu'une grande partie des coûts non récurrents a d'ores et déjà été intégrée dans le compte de résultat du S1 2022.

Changement de NAV	€ 0,12 vs 0,15	-23,2 %
--------------------------	----------------	---------

Prenant acte d'une croissance moins forte qu'attendu, nous avons réduit notre ANR. Bien que nous ayons revu à la hausse notre prévision de chiffre d'affaires dans la distribution suite à l'acquisition de SKYTOOLS (qui affiche de bonnes performances), nous avons ajusté en baisse les recettes de royalties pour tenir compte de l'annonce d'Aquiline Drone et de l'impact sur le chiffre d'affaires de Drone Volt Factory de la lenteur de l'exécution du contrat promis par le client hongrois et Aquiline Drone.

Changement de DCF	€ 0,03 vs 0,10	-69,1 %
--------------------------	----------------	---------

En raison de la dégradation de la rentabilité, nous avons revu à la baisse nos prévisions en matière de génération de liquidités de Drone Volt. En outre, les stocks du groupe ont légèrement augmenté alors que nous les attendions en repli marqué sur l'année. Malgré le report du contrat hongrois et de celui avec Aquiline Drone, Drone Volt est parvenu à diversifier sa base de clients et nous estimons intactes ses perspectives de croissance à court terme. Le passage des produits aux services devrait également avoir des retombées positives en termes de rentabilité. Nous avons de fait relevé de 9,5% à 11% notre prévision du taux de croissance à long terme de l'EBITDA dans notre DCF. Au niveau des services, le LineDrone pourrait devenir un moteur important de l'activité si les ventes s'avéraient importantes.

27/09/2022

De la fabrication des produits aux prestations de services

Publication Res./CA

Drone Volt a publié ses résultats définitifs pour le S1 2022 avec un récapitulatif de ses avancées sur le plan technologique. Désormais pleinement opérationnel, le LineDrone a gagné en visibilité grâce à la participation de Drone Volt à de nombreux salons ces derniers mois. Au terme de ses discussions avec de possibles clients, le groupe français a pris conscience qu'il pourrait étoffer son carnet de commandes en proposant ses solutions de drones en tant que services. La dynamique du groupe est actuellement positive, et les résultats du T3 2022 devraient être meilleurs que ceux de 2021 même sans contribution d'Aquiline Drones.

Actualité

Résultats S1 2022 définitifs :

	€k	S1-21	S1-22	Variation
Sales		3 610	4 153	+543
Gross result		1 434	1 407	-27
EBIT		-1 060	-3 377	-2 317
Net income		-6 88	-2 504	-1 816

- Par rapport à la toute première version des résultats publiés en juillet, le chiffre d'affaires et la marge brute ont été revus à la hausse (de respectivement 3% et 2% à 130k€ et 34k€).
- Les charges découlant de la participation aux salons aux États-Unis et en France ont expliqué 50% de l'augmentation des coûts externes.
- La phase de test du LineDrone est terminée et l'engin est prêt à être distribué.
- Le partenariat avec Roth2 a permis la mise sur le marché d'une station de recharge pour drones à hydrogène.
- Le contrat de licence avec Aquiline Drone est sur pause (16% du chiffre d'affaires du S1 2022). Le partenaire américain cherche toujours comment financer sa croissance. Pour les drones les plus sophistiqués, le transfert de savoir-faire avec Drone Volt n'est toujours pas achevé.
- Grâce à la vigueur des ventes et malgré l'impact d'Aquiline Drone, les résultats du T3 devraient être meilleurs que ceux de 2021.

Analyse

Renchérissment des coûts, avec un impact direct en termes de résultat net

Optant pour une stratégie commerciale plus agressive, Drone Volt a participé à 3 expositions à ce jour pour promouvoir ses solutions de drones. Si de tels

efforts devraient, selon nous, s'avérer payants, un grand nombre d'intervenants des secteurs de l'énergie et de la surveillance ne connaissant pas les avantages des drones pour leur activité, leur impact sur les coûts a été direct. Voyager aux États-Unis coûte cher (surtout en raison de la vigueur du dollar). Ces expositions ont expliqué 50% de l'augmentation des coûts. Le recrutement de 7 nouveaux ingénieurs, dont 3 dans le cadre de l'intégration de Viking Drone, a été un facteur aggravant. Le savoir-faire intellectuel a un prix. En termes de rentabilité, la comparaison avec 2021 est également malaisée. Le premier semestre de l'an dernier avait bénéficié d'un exceptionnel de 900k€ lié au décès de l'ex-PDG Olivier Gualdoni.

Du côté des bonnes nouvelles, Drone Volt ne devrait pas être concerné par le renchérissement des matières premières. Dans le cadre de l'accélération de la production liée au contrat important signé avec Aquiline Drone, Drone Volt a constitué pour plus de 3m€ de stocks. Le groupe détient des drones standards lui permettant de satisfaire la demande à court terme. Concernant l'activité de distribution, l'inflation est directement répercutée sur les clients. Pour les drones les plus sophistiqués tels que l'Hercules 20, le LineDrone ou l'Heliplane, le pricing power est tel qu'il devrait permettre une stabilité de la rentabilité.

Le LineDrone est enfin disponible à la vente !

Après plusieurs années de conception, Drone Volt a lancé le drone à ce jour le plus sophistiqué : le LineDrone. L'engin répond aux besoins des principaux énergéticiens et satisfait deux grands objectifs : 1) vérifier l'état de la jonction entre les lignes à haute tension ; 2) analyser la tension des lignes à haute tension. La jonction entre les lignes s'use fréquemment et nécessite d'être changée. Mesurer la tension de la ligne à haute tension permet de détecter les déperditions d'énergie. Actuellement, les énergéticiens utilisent des hélicoptères équipés de vision thermique pour détecter les fuites d'énergie. Ce procédé est très coûteux, dangereux, très consommateur de carburant et conduit à un diagnostic moins précis qu'avec le LineDrone. Compte tenu de la flambée actuelle des prix de l'énergie, l'utilité du LineDrone n'a jamais été aussi indiscutable.

Grâce à une conception et un logiciel développés en interne, le drone peut atterrir et de se déplacer le long des lignes électriques de plus de 300 000 volts tout en effectuant son analyse. De fait, pendant l'inspection, les lignes à haute tension peuvent rester alimentées alors qu'elles devaient jusqu'à présent être provisoirement fermées pour des raisons de sécurité. L'arrêt d'une ligne pendant 1h peut entraîner plus de 50k€ de pertes.

Néanmoins, les clients ne devraient que très provisoirement faire appel aux drones. Réellement maîtriser le logiciel et être capable de piloter un gadget électronique aussi coûteux nécessitent une réelle expertise humaine. Drone Volt a donc dû adapter sa proposition commerciale.

Nous approuvons le changement de stratégie

Au terme de ses discussions avec des clients actuels et potentiels lors de différentes missions et manifestations, Drone Volt a pris conscience qu'il devait

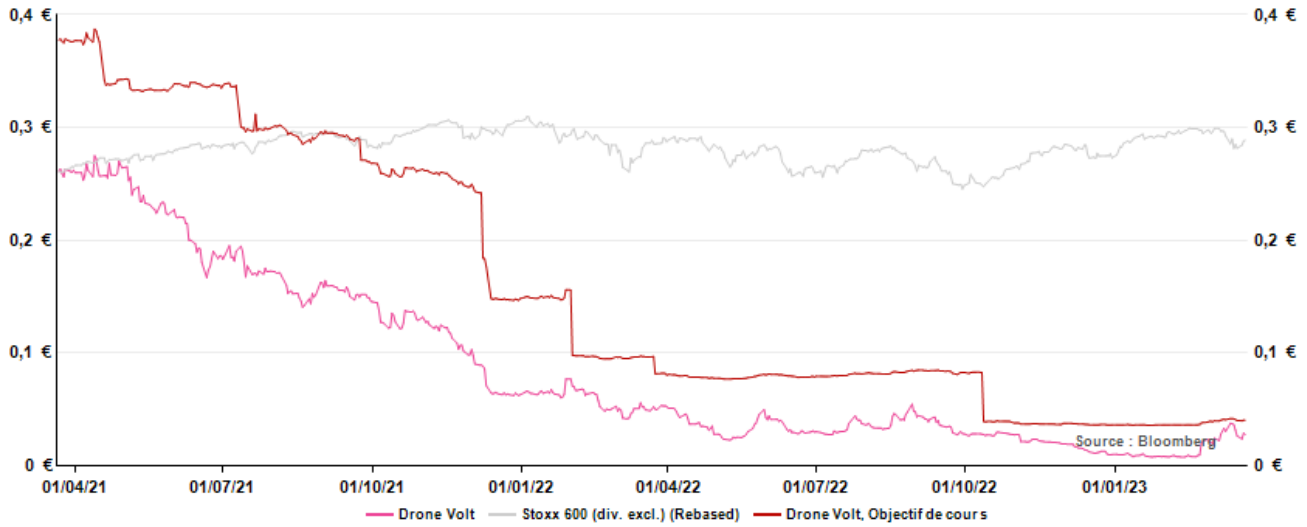
adapter sa stratégie aux besoins du marché. Actuellement, les clients ne font appel aux drones que pour des besoins temporaires et spécifiques. Les prospects ne sont pas disposés à former leurs salariés pour n'assurer qu'un seul vol de drone tous les 3 à 6 mois. Ils préféreraient plutôt louer le drone et les services d'un pilote spécialisé pour un jour ou deux. De tels contrats seraient très lucratifs. Nous estimons qu'en douze mois, les prestations de services autour du LineDrones devraient générer un chiffre d'affaires équivalent à la vente d'engins, sans avoir à supporter de coûts de fabrication. Hydro-Québec doit toujours acheter 3 LineDrones.

Parfaitement adaptée aux besoins des clients et rentable, cette stratégie semble prometteuse. Nous estimons que la gamme de drones que propose Drone Volt finira par convaincre de nouveaux clients, ce qui pourrait conduire à des contrats récurrents. A titre d'exemple, pour les lignes électriques à haute tension, les nécessaires contrôles de maintenance sont fréquents. Une stabilité dans le temps de ses revenus serait le grand changement attendu par Drone Volt lui donnant accès à une source sûre de liquidités. Pour ses actionnaires, cela signifierait également la fin du risque de dilution. Grâce à l'amélioration de la visibilité découlant des possibles contrats récurrents, Drone Volt pourrait recruter des pilotes et augmenter ses stocks de drones pour mieux tenir compte de l'évolution de la demande. Jusqu'à présent, les plus importants clients du groupe ne sont pas parvenus à tenir leurs engagements (Aquiline Drone et le client hongrois). Une amélioration de la visibilité serait très appréciée par la direction et ses actionnaires. Elle pourrait apporter une solution aux difficultés récemment rencontrées.

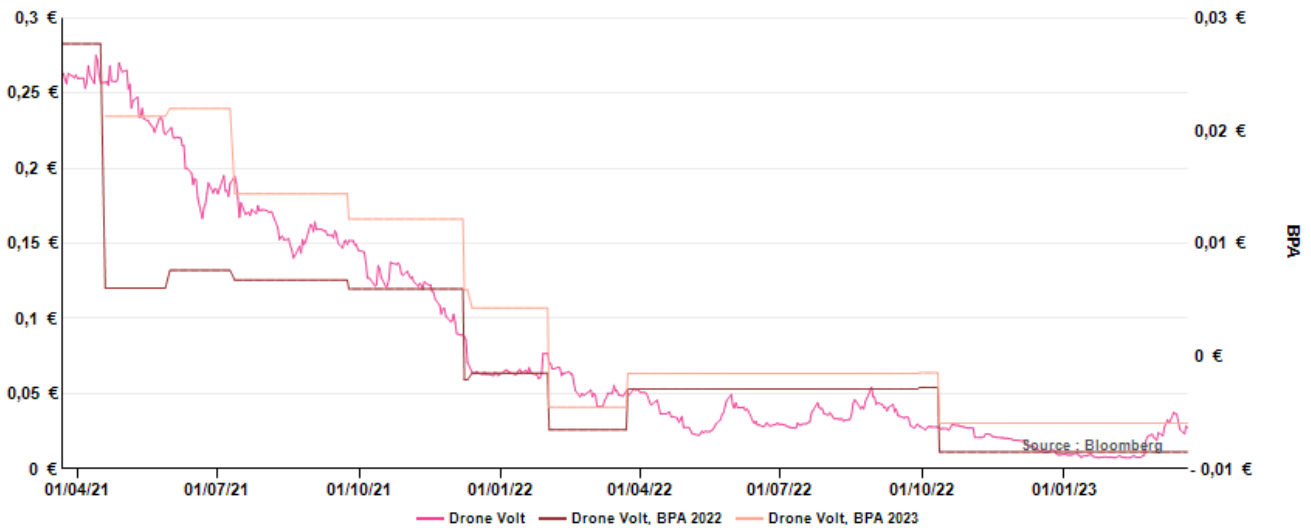
Impact

Malgré la publication de résultats inférieurs à nos attentes, nous estimons désormais que Drone Volt a trouvé le bon modèle de développement. Auparavant, la dépendance du groupe vis-à-vis d'Aquiline Drone était un handicap. Des résultats T3 attendus meilleurs que ceux de 2021 (malgré la perte de chiffre d'affaires liée à Aquiline Drone) confirment que Drone Volt est parvenu à diversifier sa clientèle et à convaincre les principaux intervenants grâce à sa gamme de produits.

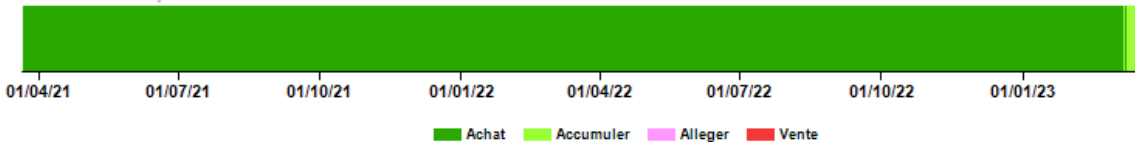
Cours & Objectif de cours



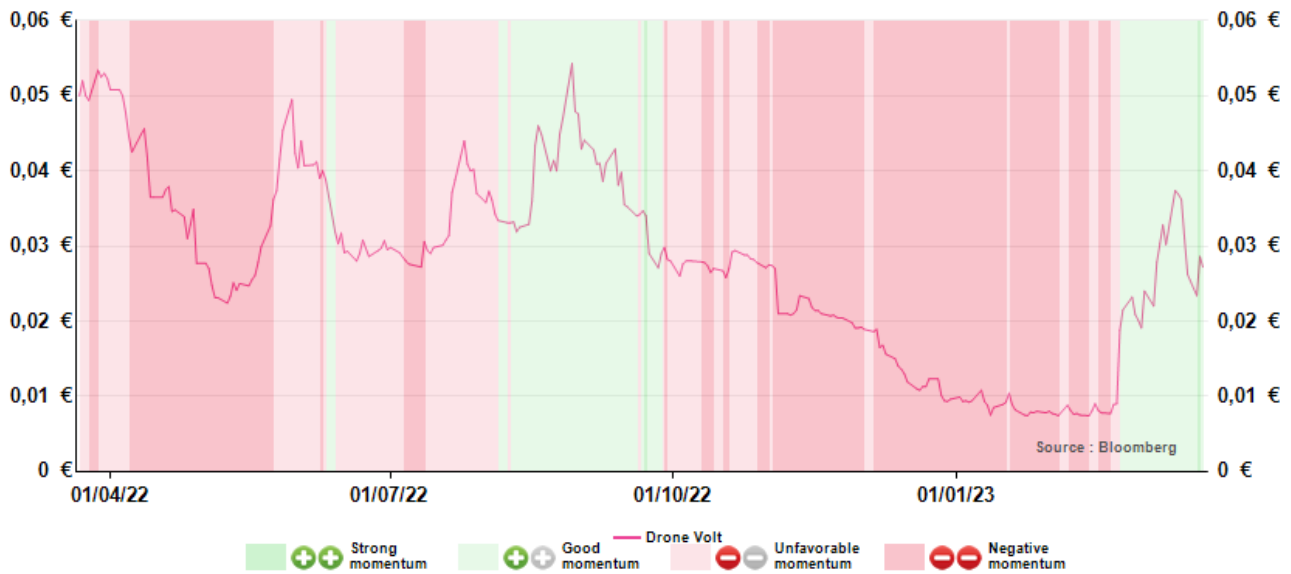
Bénéfices par action et Opinion



Drone Volt : Opinion



Momentum





L'analyse par le momentum consiste à évaluer la tendance boursière sur un instrument financier, à partir de l'analyse des flux d'échanges sur cet instrument. Les principaux indicateurs utilisés dans notre outil de momentum sont les moyennes mobiles simples sur 3 échelles de temps : le court terme (20 jours de bourse), le moyen terme (50j) et le long terme (150j).


Le positionnement de ces moyennes mobiles les unes par rapport aux autres nous indique l'orientation des flux sur ces 3 échelles de temps. Par exemple si les moyennes mobile courtes et intermédiaires sont au dessus de la moyenne longue cela détermine une orientation haussière à confirmer.


Nous prenons également en compte la position du dernier cours de bourse par rapport aux trois moyennes mobiles (indicateur avancé) ainsi que la dynamique de ces 3 moyennes -baissière, neutre, haussière- qui est plutôt un indicateur retardé.

Les indications directionnelles données par les flux au travers des moyennes mobiles et les cours doivent être confirmées par les volumes pour valider le signal. Nous utilisons pour cela un calcul de hausse moyenne des volumes sur 10 semaines complété par un calcul relatif sur les volumes à la hausse et les volumes à la baisse pour valider nos analyses

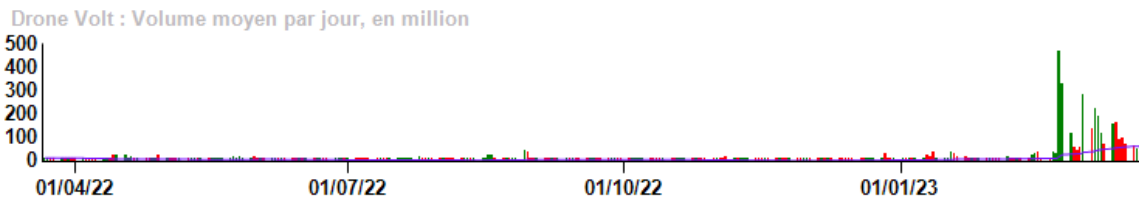
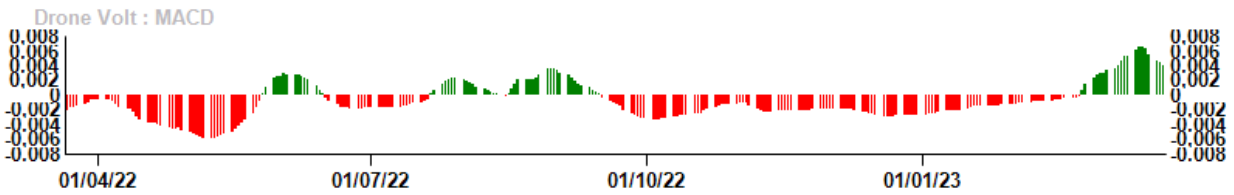
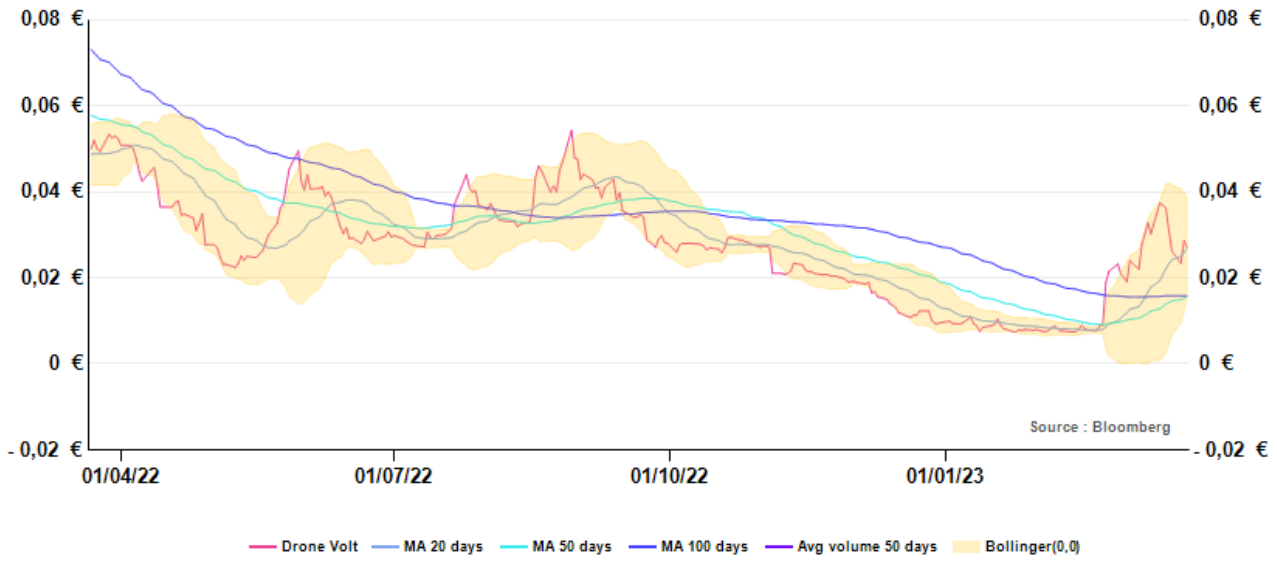
 : Momentum fortement positif correspondant à une tendance haussière des moyennes mobiles sur toutes les échelles de temps, confirmée par les volumes.

 : Momentum plutôt positif correspondant à une orientation globalement haussière des moyennes mobiles, atténué par une situation de sur-achat ou par l'absence de volumes.

 : Momentum plutôt négatif correspondant à une orientation neutre ou baissière des moyennes mobiles, atténué par une situation de sur-vente ou par l'absence de volumes.

 : Momentum fortement négatif correspondant à une tendance baissière des moyennes mobiles sur toutes les échelles de temps, confirmée par les volumes.

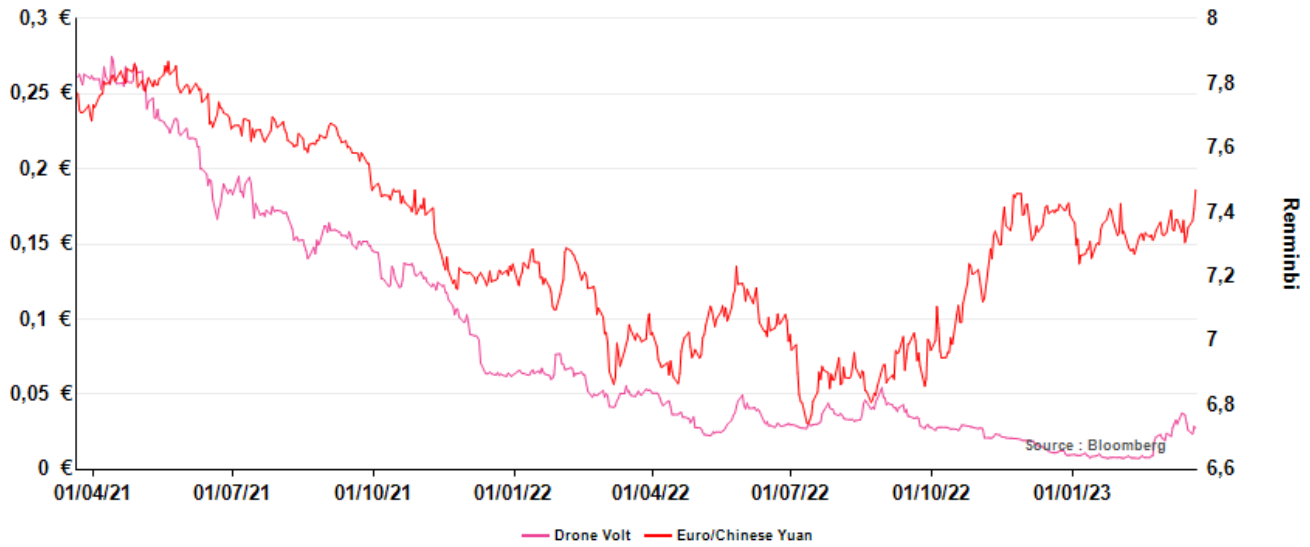
Moyenne mobile MACD & Volume



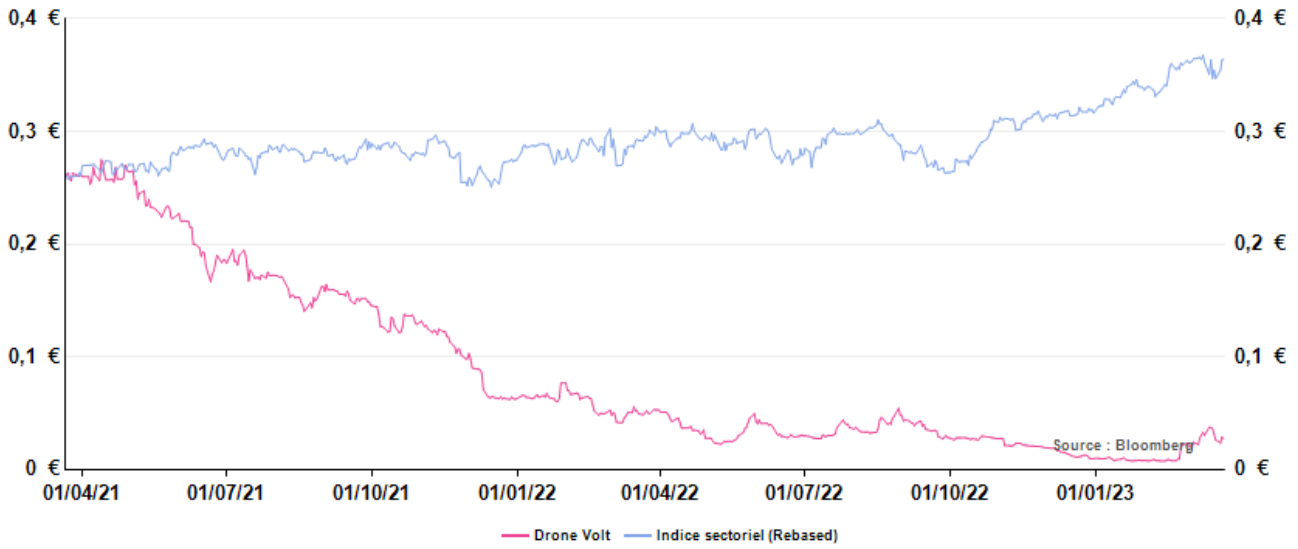
€/\$ sensibilité



Euro/Chinese Yuan sensibilité



Secteur Défense & Aerosp.



Données financières

Clefs de valorisation		12/21A	12/22E	12/23E	12/24E
PER ajusté	x	ns	-4,38	-4,57	-6,25
PER publié	x	12,6	-4,75	-4,56	-6,24
VE/EBITDA(R)	x	-86,6	-10,2	-32,8	10,5
EV/EBIT	x	-22,5	-3,85	-3,12	-4,23
EV/Sales	x	8,12	1,74	0,86	0,75
P/ANC	x	1,79	0,41	0,28	0,29
Rendement du dividende	%	0,00	0,00	0,00	0,00
<i>Rendement du cash flow disponible</i>	%	-12,4	-21,7	-10,9	0,72
Cours moyen	€	0,19	0,04	0,03	0,03

Compte d'exploitation consolidé

		12/21A	12/22E	12/23E	12/24E
Chiffre d'affaires	k€	8 617	10 111	12 478	14 213
<i>Croissance du CA</i>	%	47,7	17,3	23,4	13,9
<i>CA par employé</i>	k€	227	266	328	364
Achats et coûts externes (incl. IT)	k€	-8 286	-10 127	-11 059	-11 365
R&D costs as % of sales	%	0,00	0,00	0,00	0,00
Coûts de personnel	k€	-1 195	-1 673	-1 706	-1 786
Loyers de location opérationnelle	k€				
Coût des ventes (indicatif)	k€	-5 631	-7 074	-7 975	-8 343
EBITDA	k€	-808	-1 729	-328	1 021
EBITDA(R)	k€	-808	-1 729	-328	1 021
<i>Marge d'EBITDA(R)</i>	%	-9,38	-17,1	-2,63	7,19
<i>EBITDA(R) par employé</i>	k€	-21,3	-45,5	-8,63	26,2
Dotations aux amortissements	k€				
<i>Dotations aux amortissements/CA</i>	%	0,00	0,00	0,00	0,00
Dépréciations	k€	-2 307	-2 831	-3 119	-3 553
Résultat opérationnel courant	k€	-3 115	-4 560	-3 447	-2 532
<i>Marge opérationnelle courante</i>	%	-36,1	-45,1	-27,6	-17,8
Autres revenus/dépenses (cash)	k€	410	-83,6	-85,5	-87,4
Dépréciation des survaleurs	k€				
Résultat d'exploitation (EBIT)	k€	-2 705	-4 644	-3 533	-2 619
Charges financières	k€	-161	-148	-174	-197
<i>dont effectivement décaissé</i>	k€	-133			
Produits financiers	k€	0,00	0,00	0,00	0,00
Autres produits (charges) financiers	k€	333	-31,5	-34,7	-1,89
Résultat financier net	k€	172	-180	-209	-199
<i>dont services des engagements de retraites</i>	k€		0,00	0,00	0,00
Profits avant impôts et exceptionnels	k€	-2 533	-4 824	-3 742	-2 818
Eléments exceptionnels et autres (avant impôts)	k€	6 630 ⁽¹⁾			
Impôt courant	k€	1 276	1 224	949	715
Impôts différés	k€				
Impôts sur les sociétés	k€	1 276	1 224	949	715
<i>Taux d'imposition</i>	%	50,4	25,4	25,4	25,4
<i>Marge nette</i>	%	-14,6	-35,6	-22,4	-14,8
Mises en équivalence	k€				
<i>Dividendes reçus des mises en équivalences</i>	k€				
Intérêts minoritaires	k€	178	187	196	206
Résultat des activités destinées à être cédées	k€				
Résultat net pdg	k€	5 551	-3 413	-2 596	-1 897
Dépréciation des survaleurs	k€	0,00	0,00	0,00	0,00
Autres ajustements	k€	-6 630 ⁽¹⁾			
Résultat net ajusté, pdg	k€	-1 079	-3 413	-2 596	-1 897
Résultat corrigé et dilué	k€	-1 079	-3 413	-2 596	-1 897
NOPAT	k€	-2 181	-3 192	-2 413	-1 772

1. Added Value of the sale of Aerialtronics to Aquiline Drones

Tableau de financement

		12/21A	12/22E	12/23E	12/24E
EBITDA	k€	-808	-1 729	-328	1 021
Variation du BFR	k€	-5 747	225	723	950
<i>dont (augm./dimin.) des créances clients</i>	k€	-29,0	-138	-15,2	-46,0
<i>dont (augm./dimin.) des stocks</i>	k€	-1 317	-161	-102	524
<i>dont augm./dimin.) des dettes fournisseurs</i>	k€	-1 379	525	840	473
<i>dont augm./dimin.) autres dettes</i>	k€	-3 022	0,00	0,00	0,00
Dividendes reçus des mises en équivalence	k€	0,00	0,00	0,00	0,00
Impôt payé	k€	1 532	1 224	949	715
Eléments exceptionnels	k€				
Autres cash flows d'exploitation	k€	-763	100	100	100
Cash flows d'exploitation total	k€	-5 786	-180	1 445	2 786
Investissements matériels	k€	-3 067	-3 159	-2 527	-2 502
<i>Investissements / dotations aux amortissements</i>	%	133	112	81,0	70,4
Acquisitions de titres	k€	(2)	-1 250 (3)		
Autres flux d'investissement	k€	-4 292	3 050 (4)	3 750 (4)	0,00
Flux d'investissement net	k€	-7 359	-1 359	1 223	-2 502
Charges financières nettes	k€	172	-180	-209	-199
<i>dont compasante cash</i>	k€	-133	-180	-209	-199
Dividendes (maison mère)	k€				
Dividendes payés aux minoritaires	k€	0,00	0,00	0,00	0,00
Augmentation de capital	k€	13 206	0,00	0,00	0,00
<i>dont (achat)/vente d'actions d'autocontrôle</i>	k€				
(Aug.)/réduction de la dette nette	k€	238	964	400	800
Autres flux financiers	k€				
Flux financiers totaux	k€	13 311	784	191	601
Variations de périmètre	k€	1,00			
Variation de la trésorerie	k€	167	-755	2 859	886
Variation de la dette nette	k€	-71,0	-1 719	2 459	85,7
Cash flow disponible (avant div)	k€	-8 681	-3 519	-1 291	85,7
Cash flow opérationnel	k€	-5 786	-180	1 445	2 786
<i>Taux de réinvestissement (invest./Immo. corporelles)</i>	%	332	314	244	234

2. Corresponds to the sale of a 50% stake in Aerialtronics to Aquiline Drones. Aerialtronics is valued at €15m.

3. Acquisition of SKYTOOLS, based on EV/Sales price of 1x.

4. Potential cash from the sale of 50% of Aerialtronics based on a valuation of €15m split in FY21 and FY22. This cash will be available to Drone Volt if Aquiline Drone succeeds in its IPO, expected in 2022.

Bilan		12/21A	12/22E	12/23E	12/24E
R&D immobilisée	k€	2 335	2 475	2 450	2 573
Survaleurs	k€	152	166	164	169
Autres immobilisations incorporelles	k€	3 884	4 272	4 529	4 800
Total actif incorporel	k€	6 371	6 913	7 143	7 542
Immobilisations corporelles	k€	923	1 006	1 036	1 067
Droits de tirage	k€	191	201	211	221
Immobilisations financières (invest. LT dans des sociétés)	k€				
Autres immo. financières (optique de placement)	k€	16 331	19 331	19 524	19 720
BFR	k€	4 085	3 860	3 136	2 186
<i>dont clients (+)</i>	k€	1 381	1 519	1 534	1 580
<i>dont stocks (+)</i>	k€	3 229	3 390	3 492	2 968
<i>dont fournisseurs (+)</i>	k€	525	1 050	1 890	2 363
<i>dont engagements courants (+)</i>	k€				
Autres actifs courants	k€	7 850	8 557	8 813	9 078
<i>dont actifs d'impôts</i>	k€	6 809	0,00	0,00	1 000
Actif total (net des engagements CT)	k€	35 751	39 867	39 864	39 814
Capitaux propres part du groupe	k€	39 151	39 654	41 783	41 189
Intérêts minoritaires	k€	-1 155 ⁽⁵⁾	-1 143	-1 132	-1 121
Provisions pour retraite	k€		0,00	0,00	0,00
Autres provisions pour risques et charges	k€	101	105	121	139
Charges d'IS	k€	0,00	0,00	0,00	1 000
Autres charges	k€	1 122	3 000	3 300	2 900
Endettement net / (trésorerie)	k€	-3 468	-1 749	-4 208	-4 294
Passifs totaux	k€	35 751	39 867	39 864	39 814
Endettement net moyen / (trésorerie)	k€	-2 690	-2 609	-2 979	-4 251

5. The difference is linked to the sale of Aerialtronics with a valuation of €15m. Therefore, €7.5m is added in.

Valeur d'entreprise		12/21A	12/22E	12/23E	12/24E
VE/EBITDA(R)	x	-86,6	-10,2	-32,8	10,5
VE/EBIT	x	-22,5	-3,85	-3,12	-4,23
VE/CA	x	8,12	1,74	0,86	0,75
EV/Capital investi	x	6,15	1,49	0,95	0,99
Capitalisation boursière	k€	70 109	16 212	11 835	11 835
+ Provisions (incluant les retraites)	k€	101	105	121	139
+ Pertes/(gains) actuariels non reconnus	k€	0,00	0,00	0,00	0,00
+ Dette nette fin d'année	k€	-3 659	-1 950	-4 418	-4 515
+ Droits d'utilisation (depuis 2019) / Dette implicite aux immo. en ...	k€	0,00	0,00	0,00	0,00
- Immobilisations financières (juste valeur) et autres	k€	44,0	242	208	177
+ Intérêts minoritaires (juste valeur)	k€	3 465	3 430	3 430	3 430
= Valeur d'entreprise	k€	69 972	17 555	10 759	10 713

Données par action

		12/21A	12/22E	12/23E	12/24E
BPA ajusté (avant amort. des survaleurs et dilution)	€	0,00	-0,01	-0,01	0,00
<i>Croissance des BPA</i>	%	<i>n/a</i>	<i>n/a</i>	<i>n/a</i>	<i>n/a</i>
BPA publié	€	0,02	-0,01	-0,01	0,00
Dividende net par action	€	0,00	0,00	0,00	0,00
Cash flow libre par action	€	-0,03	-0,01	0,00	0,00
Cash flow opérationnel par action	€	-0,02	0,00	0,00	0,01
Actif net comptable par action	€	0,11	0,09	0,10	0,09
Nombre d'actions ordinaires	Th	370 658	440 000	440 000	440 000
Equivalent nombre d'actions ordinaires (fin d'année)	Th	370 658	440 000	440 000	440 000
Nombre d'actions pour Capi.	Th	370 658	440 000	440 000	440 000
Autocontrôle (fin d'année)	Th	4 900	4 900	4 900	4 900
Nbre d'actions net de l'autocontrôle (fin d'année)	Th	365 758	435 100	435 100	435 100
Nombre d'actions ordinaires moyen	Th	282 141	400 429	435 100	435 100
Conversion d'instruments de dette en actions	Th				
Règlement de stock-options exerçables	Th				
Règlement probable de stock-options non exerçables	Th				
Autres engagements d'émettre des titres	Th	1 117	1 117	1 117	1 117
Dilution (moyenne)	Th	1 117	1 117	1 117	1 117
Nombre d'actions dilué (moyen)	Th	283 258	401 546	436 217	436 217
Survaleur par action	€	0,00	0,00	0,00	0,00
BNA après amort. des survaleurs (dilué)	€	0,00	-0,01	-0,01	0,00
BNA avant amort. des survaleurs (non dilué)	€	0,02	-0,01	-0,01	0,00
Taux de distribution	%	0,00	0,00	0,00	0,00
Ratio de "pay out" (div. + rachat / résultat)	%	0,00	0,00	0,00	

Financement et liquidité

		12/21A	12/22E	12/23E	12/24E
EBITDA	k€	-808	-1 729	-328	1 021
Cash flow des opérations	k€	-172	-585	513	1 637
Fonds propres	k€	39 151	39 654	41 783	41 189
Dette brute	k€	3 418	4 382	4 782	5 582
dont échéance moins d'un an	k€	1 636	600	500	800
dont échéance entre 1 et 5 ans	k€	1 782	3 782	4 282	4 782
+ Trésorerie brute	k€	6 886	6 131	8 990	9 876
= Dette nette / (trésorerie)	k€	-3 468	-1 749	-4 208	-4 294
Emprunts bancaires	k€	1 502	2 500	2 625	2 756
Obligations émises	k€	1 500	1 500	2 000	2 300
Leasing	k€	250	100	100	350
Autres financements	k€	166	282	57,0	176
Ratio d'endettement	%	-6,87	-6,58	-7,13	-10,3
Fonds propres/Actif total (%)	%	110	99,5	105	103
<i>Dette nette ajustée/EBITDA(R)</i>	x	4,29	1,01	12,8	-4,20
<i>Dette brute ajustée/EBITDA(R)</i>	x	-4,36	-2,59	-15,0	5,60
<i>Dette brute ajustée/(Dette brute ajustée+Fonds propres)</i>	%	8,25	10,2	10,5	12,2
<i>Ebit cover</i>	x	18,1	-25,4	-16,5	-12,7
<i>CF des opérations/dette brute</i>	%	-4,89	-13,0	10,5	28,6
<i>CF des opérations/dette nette</i>	%	4,96	33,5	-12,2	-38,1
<i>FCF/Dette brute ajustée</i>	%	-247	-78,4	-26,3	1,50
<i>(Trés. brute + FCF + Découverts)/Dette CT</i>	x	-1,10	4,35	15,4	12,5
<i>FCF/Dette CT</i>	x	-5,49	-5,86	-2,58	0,11

Analyse du ROE par la méthode de Dupont

		12/21A	12/22E	12/23E	12/24E
Charge d'IS (Net/Pretax pre-except.)	x	-2,19	0,71	0,69	0,67
Marge opérationnelle (EBIT/CA)	%	-31,4	-45,9	-28,3	-18,4
Rotation des actifs(CA/actifs moyens)	%	30,9	26,7	31,3	35,7
Levier (Actifs moyens/Fonds propres moyens)	x	0,98	0,96	0,98	0,96
Rendement des fonds propres (ROE)	%	19,5	-8,66	-6,38	-4,57
ROA	%	-23,8	-39,4	-31,2	-24,3

Réconciliation des capitaux propres

		12/21A	12/22E	12/23E	12/24E
Fonds propres année N-1	k€	11 812	37 199	39 654	41 783
+ Profits nets de l'année	k€	5 551	-3 413	-2 596	-1 897
- Dividendes (maison mère)	k€	0,00	0,00	0,00	0,00
+ Augmentation de capital	k€	13 206	0,00	0,00	0,00
<i>dont diminution (augmentation) de l'autocontrôle</i>	<i>k€</i>	<i>0,00</i>	<i>0,00</i>	<i>0,00</i>	<i>0,00</i>
- Gains (pertes) actuariels non reconnus	k€	0,00	0,00	0,00	0,00
+ Autres éléments de résultat ("comprehensive")	k€	6 630	5 869	4 724	1 304
= Fonds propres fin d'année	k€	37 199	39 654	41 783	41 189

Personnel		12/21A	12/22E	12/23E	12/24E
Chiffre d'affaires par employé	k€	227	266	328	364
Coûts de personnel unitaire	k€	-31,4	-44,0	-44,9	-45,8
<i>Variation des coûts de personnel</i>	%	-9,54	40,0	2,00	4,68
<i>Variation des coût de personnel unitaire</i>	%	2,36	40,0	2,00	2,00
<i>Coûts de pers./(Ebitda+Coûts de pers.)</i>	%	309	-2 970	124	63,6

Nombre d'employés moyen	utp	38,0	38,0	38,0	39,0
Europe	utp	38,0	38,0	38,0	39,0
Amérique du Nord	utp	0,00	0,00	0,00	0,00
Amérique du Sud	utp	0,00	0,00	0,00	0,00
Asie	utp	0,00	0,00	0,00	0,00
Autres pays clés	utp	0,00	0,00	0,00	0,00
Coûts totaux de personnel	k€	-1 195	-1 673	-1 706	-1 786
Salaires	k€	-1 195	-1 673	-1 706	-1 786
<i>dont contributions sociales</i>	k€	-160	-162	-165	-172
Coûts relatfs aux retraites	k€		0,00	0,00	0,00

Chiffre d'affaires par division		12/21A	12/22E	12/23E	12/24E
Chiffre d'affaires	k€	8 617	10 111	12 478	14 213
Drone Volt Factory	k€	3 434	3 469	5 504	6 890
Distribution	k€	5 183	6 642	6 974	7 323
Training	k€				
Consumer	k€				
Professional	k€				
Royalties	k€				
Drone as a service	k€				
Other	k€				

Résultat par division		12/21A	12/22E	12/23E	12/24E
Analyse de la répartition des autres bénéfices Analysis					
Drone Volt Factory	k€	1 648	1 908	3 247	4 478
Distribution	k€	1 338	1 129	1 255	1 391
Consumer	k€				
Professional	k€				
Training	k€				
Royalties	k€	1 229	692	1 476	1 624
Drone as a Service	k€				
Other/cancellations	k€				
Total	k€	4 215	3 729	5 979	7 494
Analyse de la répartition des autres bénéfices margin	%	48,9	36,9	47,9	52,7

Géographie du chiffre d'affaires		12/21A	12/22E	12/23E	12/24E
France	%	40,8	40,8		
Europe	%	38,8	38,8		
Other	%	20,4	20,4		

ROCE		12/21A	12/22E	12/23E	12/24E
Rendement des capitaux investis	%	-19,2	-27,1	-21,3	-16,4
CFROI/C	%	-76,3	-29,9	-11,4	0,79
Survaleur	k€	152	166	164	169
<i>Dépréciation cumulée des survaleurs</i>	k€	0,00	0,00	0,00	0,00
Immobilisations incorporelles	k€	3 884	4 272	4 529	4 800
<i>Dépréciation cumulée des immo. incorporelles</i>	k€	0,00	0,00	0,00	0,00
Couvertures à LT	k€	0,00	0,00	0,00	0,00
R&D mmobilisée	k€	2 335	2 475	2 450	2 573
Droits d'utilisation / Valeur actuelle des engagements de leasing	k€	0,00	0,00	0,00	0,00
Autres actifs immobilisés	k€	923	1 006	1 036	1 067
<i>Amortissements cumulés</i>	k€	0,00	0,00	0,00	0,00
BFR	k€	4 085	3 860	3 136	2 186
Autres actifs	k€	0,00	0,00	0,00	0,00
Pertes/(gains) actuariels non reconnus	k€	0,00	0,00	0,00	0,00
Capitaux employés après amortissement (Capitaux investis)	k€	11 379	11 779	11 316	10 796
Capitaux employés avant amortissement	k€	11 379	11 779	11 316	10 796

Capitaux employés par division		12/21A	12/22E	12/23E	12/24E
Drone Volt Factory	k€				
Distribution	k€				
Consumer	k€				
Professional	k€				
Training	k€				
Royalties	k€				
Drone as a Service	k€				
Other	k€	11 379	11 779	11 316	10 796
Total capital employed	k€	11 379	11 779	11 316	10 796

Opinion fondamentale

S'il est implicite que les recommandations formulées par AlphaValue sont de bonne foi, elles ne devraient jamais constituer l'unique fondement d'une décision d'investissement.

Les recommandations sont construites dans une approche de "père de famille".

Les valorisations sont calculées du point de vue d'un **actionnaire minoritaire**, à moyen terme (6 mois).

Les outils de valorisation sont présentés de façon **transparente**, toutes les valeurs sous-jacentes sont accessibles, et **cohérente**, la méthodologie est la même quelque soit le titre, en tenant compte cependant des différences de nature entre valeurs financières et non financières. Une action avec un objectif de cours en-dessous de son cours actuel ne sera jamais associée à un Accumuler ou un Achat.

Les recommandations se basent sur des objectifs de cours sans prendre en compte le rendement du dividende. Les seuils pour les quatre niveaux de recommandations peuvent changer de temps à autres selon les conditions de marché. Les seuils sont définis comme indiqué ci-dessous, SI L'ON SUPPOSE que les taux longs sans risque demeurent entre 2 et 5%.

Recommandation	Volatilité Faible 10 < VIX index < 30	Volatilité Normale 15 < VIX index < 35	Volatilité Elevée 35 < VIX index
Achat ●	Plus de 15 % de potentiel	Plus de 20 % de potentiel	Plus de 30 % de potentiel
Accumuler ●	De 5 % à 15 %	De 5 % à 20 %	De 10 % à 30 %
Alléger ●	De -10 % à 5 %	De -10 % à 5 %	De -10 % à 10 %
Vente ●	Moins de -10 %	Moins de -10 %	Moins de -10 %

L'absence de recommandation « neutre » est délibérée. Investir dans les actions est sans intérêt si le retour attendu n'est pas au moins au niveau des taux sans risque (avant prise en compte du dividende).

Bien que les recommandations soient déterminées par les objectifs de cours, la direction d'AlphaValue entend maintenir une cohérence globale sur son univers de couverture et est susceptible, de temps à autre, de changer certains paramètres globaux, ce qui pourrait affecter le niveau de définitions des recommandations et/ou la distribution des recommandations dans les quatre champs ci-dessus. Par exemple, baisser la prime de risque dans un contexte de prudence excessive pourrait augmenter la proportion de recommandations positives.

Valorisation

Les méthodes de valorisation ont été élaborées dans un souci de cohérence et de transparence.

Les sociétés sont réparties en 3 catégories selon leur activité principale: Banques, Assurances et Non Financières.

L'appartenance à une de ces 3 catégories détermine la méthode de construction du cours objectif.

Le cours objectif résulte d'une pondération de plusieurs critères de valorisation, qui peuvent être changés en cas de besoin. Toutes les sociétés d'une même catégorie sont valorisées de la même manière et donc de façon cohérente entre elles.

Au sein de l'univers des sociétés Non Financières, 4 sous-catégories permettent de prendre en compte les spécificités inhérentes au secteur d'activité: 1) "Industrielles standard"; 2) "Holdings" pour lesquelles la mesure de l'actif net réévalué est prépondérant; 3) "Valeurs de croissance" pour lesquelles l'accent est mis sur la valorisation par analogies avec des valeurs comparables; 4) "Sociétés en perte" pour lesquelles justement la valorisation par les comparables ne fonctionne pas. La valorisation est alors assise principalement sur la méthode du DCF (Discounted Cash Flow ou actualisation des flux de trésorerie futurs) et la mesure de l'Actif net réévalué. Ces deux dernières méthodes reviennent à « redonner du long terme » à la société sous revue.

Méthode de valorisation	Industrielles standard	Valeurs de croissance	Holding company	Sociétés en pertes	Banques	Assurances
DCF	35%	35%	10%	40%	0%	0%
Actif net réévalué	20%	20%	55%	40%	25%	15%
PER	10%	10%	10%	5%	10%	20%
VE/EBITDA	20%	20%	0%	5%	0%	0%
Rendement	10%	10%	20%	5%	15%	15%
Actif net comptable	5%	5%	5%	5%	15%	10%
Valeur intrinsèque (banques)	0%	0%	0%	0%	25%	0%
Embedded Value	0%	0%	0%	0%	0%	40%
Capi./Résultat d'exploitation brut	0%	0%	0%	0%	10%	0%