

## Achat

<b>Objectif de cours</b>	<b>8,80 €</b>
Cours au 29/04/2024	5,96 €
<b>Potentiel</b>	<b>48%</b>

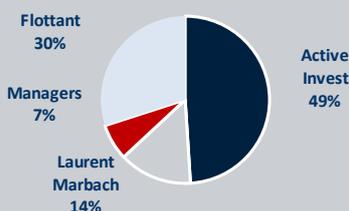
<b>Données valeur</b>	
ALGRO.PA / ALGRO:FP	
Euronext Growth	
Capitalisation (M€)	16,9
Nb de titres (en millions)	2,8
Volume moyen 12 mois (titres)	700
Extrêmes 12 mois	4,1€ 6,4 €

<b>Performances boursières</b>				
<b>Performances (%)</b>	<b>Ytd</b>	<b>1m</b>	<b>3m</b>	<b>12m</b>
Perf. Absolue	23,0%	7,3%	22,8%	17,6%
Perf CAC Small	1,1%	1,5%	-0,4%	-1,3%

<b>Données financières (en M€)</b>				
<b>au 31/12</b>	<b>2023 (pf)</b>	<b>2024e</b>	<b>2025e</b>	<b>2026e</b>
CA	44,3	45,9	68,9	75,7
var %	30,0%	76,4%	50,2%	9,9%
EBE	1,9	1,5	4,2	4,8
% CA	4,4%	3,3%	6,1%	6,4%
ROC	-0,1	-0,6	1,0	1,3
% CA	-0,2%	-1,2%	1,5%	1,8%
RN	-0,4	-0,9	0,3	0,6
% CA	-1,0%	-1,9%	0,5%	0,8%
Bnpa (€)	N/A	-0,30	0,12	0,21
ROCE (%)	N/A	-2,7%	4,5%	6,1%
ROE (%)	N/A	-6,9%	2,6%	4,4%
Gearing (%)	13,1%	37,6%	41,0%	32,5%
Dette nette	1,7	4,7	5,3	4,4
Dividende n (€)	0,0	0,0	0,0	0,0
Yield (%)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

<b>Multiples de valorisation</b>				
	<b>2023 (pf)</b>	<b>2024e</b>	<b>2025e</b>	<b>2026e</b>
VE/CA (x)	N/A	0,5	0,3	0,3
VE/EBE (x)	N/A	13,7	5,2	4,3
VE/ROC (x)	ns	ns	21,4	15,4
P/E (x)	ns	ns	50,8	28,9

## Actionnariat



## Changement de dimension

Acteur français majeur de la transformation numérique des infrastructures, Grolleau est une société à suivre de près. Avec un track record de plusieurs décennies dans la fourniture d'équipements extérieurs destinés à la protection et à la sécurisation des technologies, une maîtrise de l'ensemble de la chaîne de valeur, des produits reconnus au service de clients connus et une acquisition transformante, le groupe est armé pour changer de dimension et affronter un enjeu essentiel: accompagner la transformation des territoires. Nous initions le titre avec une recommandation à Achat et un objectif de cours de 8,80 €/action, traduisant un potentiel de hausse important (+48%).

## 70 ans de track-record en France

Société créée en 1950, Grolleau est un acteur industriel français spécialisé dans la conception et la fabrication de produits nécessaires à l'équipement des territoires. Avec un track record d'excellente facture, des produits connus et qui bénéficient d'une reconnaissance nationale, le groupe est progressivement devenu une référence sur ses marchés de destination (smart city/urbain, télécoms, mobilité électrique, industrie), et un acteur incontournable dans l'accompagnement de la transformation numérique des territoires.

## Une offre clé en main

Grolleau, en tant que concepteur avec un bureau d'études qui représente 10% des effectifs, fabricant, intégrateur ou encore installateur, a une maîtrise pointue, voire complète, de la chaîne de valeur. Le groupe dispose notamment d'un outil industriel propriétaire, sur lequel il capitalise depuis plusieurs décennies pour offrir le meilleur à ses clients, dont la fidélité à travers le temps est une juste récompense de la qualité du travail fourni.

## Un game changer avec l'acquisition d'OMP

Courant 2023, le groupe est passé à la vitesse supérieure en annonçant une opération de croissance externe structurante: le rachat d'OMP Mechtron, acteur industriel italien spécialisé dans la fabrication d'armoires métalliques, de châssis, de racks et de structures de bornes de recharges rapides. Cette opération, dont l'intégration se fera en plusieurs temps, devrait permettre à Grolleau de doubler de taille à terme et d'améliorer son profil financier du fait de synergies commerciales et opérationnelles importantes.

## Des marchés de niche et des marchés en croissance

La société est exposée à des marchés de niche, au sein desquels ses importantes parts de marché lui assurent un « repeat business » confortable. Elle l'est aussi à des marchés en très forte croissance, comme la transition énergétique (mobilité électrique, smart grids, développement des énergies renouvelables) ou encore la transformation « smart » de nos territoires urbains, qui sont les garants de sa croissance structurelle, tant à l'échelle française qu'à l'échelle mondiale.

## Valorisation 8,80€ /action, recommandation Achat

Nous valorisons les capitaux propres de Grolleau à 8,80 €/action par la méthode des DCF et des comparables. Avec beaucoup d'atouts, en premier lieu le rachat d'OMP Mechtron pas encore pricé, une marque et un nom reconnus sur leurs marchés et des fondamentaux déjà de bonne qualité, Grolleau pourrait à présent définitivement changer de dimension.



Pierre LAURENT

Analyste

01 44 70 20 78

pl Laurent@elcorp.com



Acteur français de premier plan dans la transformation numérique des territoires, Grolleau est une société qui recèle un beau potentiel.

Au cœur de plusieurs enjeux majeurs de ce siècle, la proposition de valeur de Grolleau est claire: apporter une réponse concrète au besoin d'adaptation des territoires face aux bouleversements technologiques toujours plus nombreux et rapides. En 2023, Grolleau a généré un chiffre d'affaires pro forma de 44 M€ suite à l'acquisition d'OMP Mechtron en Italie et une rentabilité positive. Le nouvel ensemble devrait tendre vers plus de 70 M€ de revenus à moyen terme.

## Pourquoi investir dans Grolleau ?

### Un potentiel de croissance significatif



TCAM 23-26e  
**+20%**

### Une appréciation de la rentabilité



Marge d'EBITDA  
2026e : **6,4% (+200 bps)**

### Un repeat business important



Près de **10 M€** de  
CA « récurrent »

### Une acquisition structurante



Grolleau + OMP =  
**>70 M€** de CA  
potentiel

### Une société bien structurée



Une équipe de  
**+500** salariés avec  
OMP

### Un potentiel d'upside important



**+48%** de potentiel  
de hausse du titre

# Sommaire

<b>THÈSE D'INVESTISSEMENT</b>	<b>4</b>
<b>SWOT</b>	<b>5</b>
<b>GROLLEAU: HISTORIQUE ET ACTIVITÉS</b>	<b>6</b>
PLUS DE 70 ANS D'HISTOIRE DANS L'ÉQUIPEMENT DES TERRITOIRES	6
UN SITE INDUSTRIEL PROPRIÉTAIRE ET DÉJÀ DIMENSIONNÉ	8
DE LA CONCEPTION À LA LIVRAISON	9
UNE OFFRE AU CŒUR DU DÉVELOPPEMENT DE L'INFRASTRUCTURE TERRITORIALE	9
DES CLIENTS DE RENOM	13
<b>POURQUOI S'INTÉRESSER À LA SOCIÉTÉ ?</b>	<b>14</b>
UN DUO PLEINEMENT INVESTI	14
DE NOMBREUSES OPPORTUNITÉS DE MARCHÉ À SAISIR	15
L'ACQUISITION D'OMP MECHTRON: UN GAME CHANGER POUR GROLLEAU	20
UN BUSINESS MODEL BIEN ÉTABLI	23
DES PERSPECTIVES ATTRAYANTES À HORIZON TROIS ANS	25
<b>VALORISATION ET OBJECTIF DE COURS</b>	<b>30</b>
PARCOURS DEPUIS L'IPO	30
DCF = 7,50 €/ACTION	30
COMPARABLES = 10,20 €/ACTION	32
GROLLEAU = 8,80 €/ACTION (+48%), RECOMMANDATION ACHAT	34
<b>ANNEXES</b>	<b>35</b>
SYNTHÈSE FINANCIÈRE	35

## Thèse d'investissement

### Un expert de la transformation numérique des infrastructures

Fort d'un historique de plusieurs décennies, Grolleau a développé, principalement sous sa marque, une expertise autour de l'ingénierie, la construction et l'installation de produits nécessaires à l'équipement des territoires: armoires métalliques à destination des collectivités, armoires réseaux télécoms pour les opérateurs, protections pour la fibre optique, bornes de recharge pour véhicules électriques, data centers. Le groupe maîtrise l'ensemble de la chaîne de valeur de la filière, du bureau d'études à la livraison du produit, lui conférant une polyvalence sans égale sur le marché français.

### Une large gamme de produits

La taille de la gamme de Grolleau est importante et lui permet de pallier à des besoins différents, de clients différents, sur des marchés différents. D'un métier de fabricants d'armoires en métal, Grolleau a su évoluer avec les changements technologiques de son époque pour proposer aujourd'hui des produits à plus forte valeur ajoutée, comme les data centers, ou encore les bornes de recharge de voitures électriques en marque blanche.

### Des marchés qui sont là pour durer

Grolleau est placé au centre de marchés dynamiques et en pleine expansion. L'évolution technologique des sociétés et des modes de vie, qui passent par de profondes transformations structurelles, volontaires ou nécessaires (transition écologique et électrification, transition numérique, développement de la data, émergence de l'intelligence artificielle, monde toujours plus connecté), crée pour le groupe un potentiel de croissance considérable. Et ce, en France, mais aussi à l'international, où le groupe a maintenant bien entamé sa conquête.

### Une acquisition transformante

Avec un chiffre d'affaires d'une trentaine de millions d'euros, Grolleau est encore loin d'exploiter tout son potentiel de croissance. Ce dernier va cependant être largement dynamisé par l'acquisition d'OMP Mechtron, une société italienne de taille similaire. Des synergies ont été identifiées de telle sorte que cette opération de croissance externe devrait être transformante pour Grolleau, tant sur la taille, avec un groupe qui dépassera les 70 M€ de CA à terme, qu'en matière de rentabilité.

### Et maintenant ?

Grolleau est idéalement positionné pour saisir tous les relais de croissance qui se présentent à la société et exploiter son potentiel. Le groupe a identifié des dizaines de millions d'euros de chiffre d'affaires potentiel sur des marchés en forte croissance, a réalisé son acquisition et est parfaitement structuré pour maintenant rentrer dans une phase de forte croissance rentable, que ce soit en France ou à l'international.

# SWOT

## Forces

- Un track record de plusieurs décennies
- Une maîtrise de l'ensemble de la chaîne de valeur
- Un chiffre d'affaires « repeat business » de plusieurs millions d'euros
- Un bureau R&D dédié
- Une large gamme de produits
- L'apport d'une réponse concrète à des enjeux critiques
- De beaux et fidèles clients

## Opportunités

- Certains marchés adressés en explosion (EV, renouvelables)
- Une acquisition potentiellement relative
- Des relais de croissance et de rentabilité clairement identifiés
- Un potentiel énorme à l'international

## Faiblesses

- Taille critique pas encore atteinte
- Des niveaux de marge assez faibles
- Des services/maintenance encore marginaux à l'échelle du groupe
- Des services pas encore suffisamment développés
- Des volumes boursiers peu fournis

## Menaces

- Beaucoup de marchés dont il est difficile d'évaluer la vraie profondeur
- Potentielles difficultés à intégrer la croissance externe
- Dépendance aux hommes clés
- Décalages/reports de gros projets pouvant impacter la top line

## Grolleau: historique et activités

### Plus de 70 ans d'histoire dans l'équipement des territoires

Groupe créé en 1950 par Monsieur Grolleau, la société conçoit, développe et commercialise toute une gamme de produits nécessaires à l'équipement des territoires: armoires métalliques à destination des collectivités, armoires réseaux télécoms pour les opérateurs, protections pour la fibre optique, bornes de recharge pour véhicules électriques, data centers.

Historiquement positionné sur des solutions de tôlerie intégrées pour des environnements dits sévères, Grolleau a su se diversifier avec le temps. Le groupe est aujourd'hui placé au cœur du développement des villes, voire des territoires intelligents, et participe activement à la connexion croissante des espaces urbains à travers plusieurs secteurs d'activité: télécommunications, urbain, énergies renouvelables, industrie.

### Historique de développement

- **1950** • Création de la société par monsieur Grolleau
- **1993** • Première armoire réalisée pour le secteur Télécom
- **1996** • Partenariat avec les Chantiers de l'Atlantique et la ville de Paris
- **2000** • Rachat de Grolleau par flexTRONICS, société américaine spécialisée dans les équipements électroniques
- **2008** • Première armoire haut débit ADSL
- **2010** • Rachat par Active'Invest et Laurent Marbach
- **2011** • Premières bornes de recharges électriques
- **2015** • Première gamme d'armoires et de shelters pour déploiement fibre optique (FTTH)
- **2016** • Premières bornes de péage avec SANEF
- **2020** • Premières ventes de NRO en Afrique
- **2021** • Premières ventes de NRO au Royaume Uni
- **2023** • Premier data center en Afrique
- **2023** • Introduction en bourse fin novembre, avec une levée de 7,99 M€. Capitalisation boursière de 27 M€.
- **2023** • Signature de la prise de participation dans OMP Mechatron, société italienne spécialisée dans la fabrication d'armoires métalliques, châssis, racks et structures de bornes de charge rapide

Sources : Société, Euroland Corporate

Le développement à long terme de la société s'est inscrit en parallèle des évolutions technologiques et urbaines de nos villes. Durant ses quarante premières années d'existence, l'offre du groupe s'est concentrée autour d'une gamme dite « Urbaine », composée principalement de produits à faible valeur ajoutée, comme les armoires électriques en tôle pour collectivités locales.

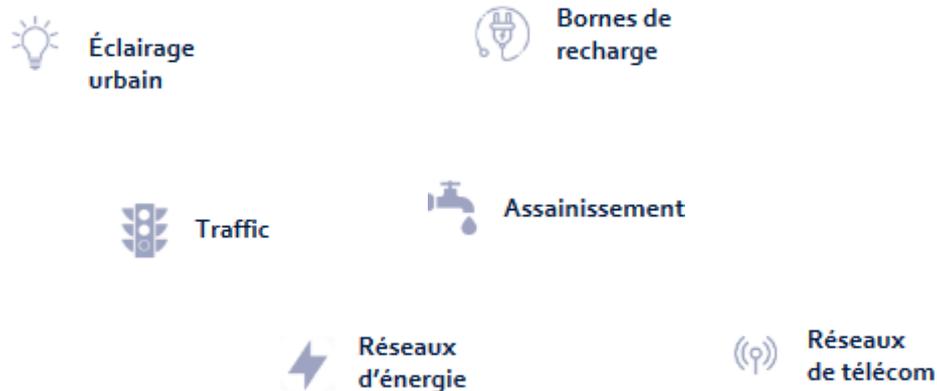
Désireuse de monter en gamme, la société a alors ouvert un bureau d'études, toujours très actif, et a investi en R&D afin de concevoir des produits plus techniques. Grolleau devient, dès 1996, le partenaire privilégié de la ville de Paris.

C'est à la fin des années 1990 que le groupe s'ouvre à de nouveaux marchés, notamment celui des « Télécoms ». Une nouvelle gamme de produits est alors conçue pour accompagner le développement d'Internet, d'abord à travers l'ADSL. De 2000 à 2008, le groupe est aussi centre de compétence pour l'ensemble des baies d'énergie pour les équipements radio et GSM à travers Nortel. En parallèle, Grolleau diversifie son offre dès 2006, sous l'impulsion de FlexTRONICS (qui rachète la société en 2000), et investit le segment de « l'Industrie ». Des grands comptes (SNCF, Leroy Somer, Chantiers de l'Atlantique, SANEF) vont faire appel au groupe, qui développe à l'occasion des châssis ferroviaires, des portes passagers pour les navires de croisière ou encore des armoires de commandes.

En 2010, la prise de contrôle de la société par Active'Invest, holding industrielle, et Laurent Marbach, actuel PDG et ancien salarié de FlexTRONICS, marque le début d'une nouvelle ère pour Grolleau, qui se positionne alors progressivement comme un acteur majeur de la smart city. Le groupe conçoit successivement des bornes de recharges pour voitures électriques dès 2011 à travers GROOVE, puis des gammes de raccordement de fibre optique (NRO), ou encore plus récemment des solutions pour data centers. La société connaît également une phase de croissance à l'international, notamment en Afrique (2020) et au Royaume Uni (2021).

A l'heure actuelle, avec plus de 15 000 unités installées par an, le groupe est le numéro 1 du marché français des armoires urbaines multi-usages (environ 50% de parts de marché) et la marque Grolleau est devenue une référence en la matière.

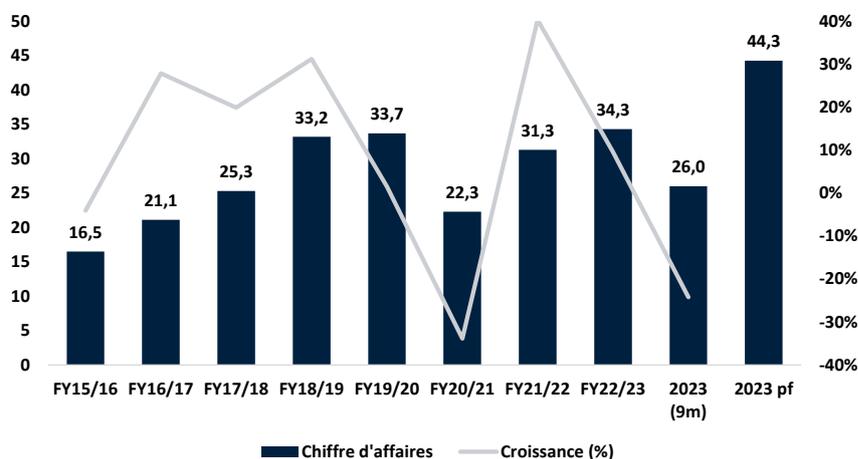
### **Des marchés bien diversifiés aujourd'hui sous la marque Grolleau**



Sources: Société, Euroland

L'histoire de Grolleau peut être vue sous le prisme de la croissance. Après un début de millénaire faste, durant lequel Grolleau a réalisé jusqu'à plus de 70 M€ de CA (le groupe travaillait alors avec Nortel, le très renommé opérateur télécom canadien, jusqu'à sa faillite), porté par le développement d'Internet, les ventes de la société sont ensuite retombées vers les 15 M€ au début des années 2010.

Grâce à la prise de contrôle des actuels actionnaires majoritaires, Grolleau a progressivement retrouvé le chemin de la croissance à force de nouvelles avancées technologiques et de diversification (fibre, 4G, incursion sur le marché de l'industrie, etc.). Entre 2014 et 2023, Grolleau a généré un TCAM d'environ +7,5% et réalise aujourd'hui plus de 26 M€ de CA (sur neuf mois, à la suite du changement de clôture comptable) et 44 M€ en proforma 12 mois avec l'acquisition structurante d'OMP Mechtron (voir plus loin).

**Chiffre d'affaires consolidé, 2014-2023**

Sources: Société, Euroland

**Un site industriel propriétaire et déjà dimensionné**

Grolleau dispose d'un site industriel couvrant une superficie de 62 000 m<sup>2</sup> à Montilliers, dans le département du Maine-et-Loire, dont 18 000 m<sup>2</sup> couverts. Ce site est la propriété du groupe et est un outil parfaitement adapté à son développement.

Il comprend toutes les activités de Grolleau: siège social, fonctions support et évidemment l'unité de production, au sein de laquelle sont intégrées toutes les étapes de la chaîne de valeur (R&D et conception, tôlerie, peinture, assemblage, intégration électrique, expédition...).

Le bâtiment (voir photo) a connu plusieurs améliorations et agrandissements successifs: une première extension de 1 800 m<sup>2</sup> en 2015, une seconde en extérieur de 3 000 m<sup>2</sup> en 2021, destinée à accueillir le stockage des shelters de grande dimension.

**Le site de Montilliers**

Sources: Société, Euroland

## De la conception à la livraison

En tant qu'acteur intégré, Grolleau maîtrise l'ensemble de la chaîne de valeur de ses produits:

- La conception, à travers un bureau de R&D au sein duquel le groupe emploie une vingtaine de personnes. C'est le lieu où Grolleau crée une réelle valeur ajoutée à ses produits à travers les différentes expertises des collaborateurs (thermique, mécanique des fluides et de l'électronique, IoT)
- La fabrication: tôlerie, peinture, assemblage mécanique et électrique. Toutes les étapes de la création d'un produit physique sont ici maîtrisées de bout en bout
- Le contrôle qualité: quatre salariés à temps plein sont chargés des contrôles et tests finaux. Grolleau estime que plus de 98% des produits sont conformes à leur cahier des charges initial. Ce chiffre témoigne de l'efficacité de l'organisation du groupe
- Expédition et installation: le groupe livre ses produits partout en France et au-delà des frontières de l'hexagone, avec cinq camions en moyenne expédiés chaque jour

Au total, le groupe emploie plus de 200 salariés répartis sur ces différents métiers. L'utilisation d'un ERP intégré garantit la bonne efficacité opérationnelle le long de la chaîne de valeur.

### L'offre clé en main de Grolleau

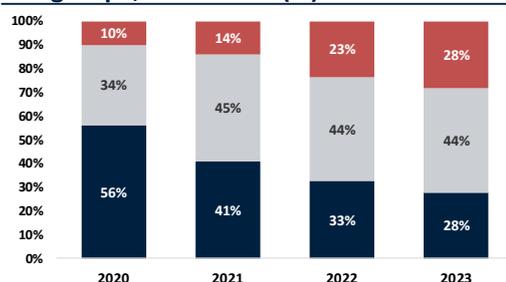
1/ Ingénierie-conception	2/ Construction et Installation	3/ Livraison
R&D et bureau d'études	Savoir-faire adapté	Expédition et installation
<ul style="list-style-type: none"> <li>- Regroupe 10% des effectifs du groupe</li> <li>- Toutes les compétences sont réunies pour parfaire des produits à forte valeur ajoutée</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Transformation de la tôle =&gt; découpe, pliage, soudure</li> <li>- Peinture à travers une chaîne automatisée</li> <li>- Câblage et intégration</li> <li>- Assemblage mécanique</li> <li>- Tests</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Contrôle qualité pointu en amont</li> <li>- 5 camions de livraison par jour</li> <li>- Des expéditions dans le monde entier</li> </ul>

Sources: Société, Euroland Corporate

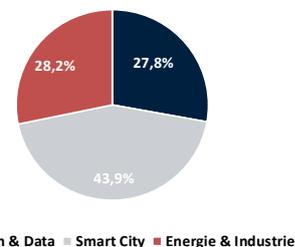
## Une offre au cœur du déploiement de l'infrastructure territoriale

Grolleau se positionne aujourd'hui comme un acteur majeur dans le déploiement des territoires en mettant son expertise au service des évolutions technologiques. Cette expertise est structurée en trois segments principaux, qui correspondent aussi aux différentes étapes de développement du groupe: 1/ le smart city, qui regroupe l'urbain et la mobilité électrique, 2/ le Télécom & Data et enfin 3/ l'Énergie et industrie.

Les revenus de ces trois segments constituent le chiffre d'affaires de la société. Le Télécom, sur les quatre derniers exercices, a vu sa part baisser dans le mix du groupe et est passé de plus de 55% du CA en 2020 à 28% en 2023. Le Smart City représente quant à lui 44% du dernier chiffre d'affaires consolidé de Grolleau, et l'Énergie et industrie 28% également.

**Mix groupe, 2020-2023 (%)**

Sources: Société, Euroland

**Mix groupe 2023 (%)**

Sources: Société, Euroland

**Smart City (44% du CA 2023)**

Sur le segment Smart City, le produit phare de Grolleau est l'armoire urbaine et toutes ses déclinaisons: armoire éclairage public, armoire de signalisation, armoire de pompage d'eau, armoire borne de marché. Grolleau dispose précisément d'un catalogue de plus de 350 références d'armoires modulables pour répondre à l'ensemble des besoins d'une ville et assurer un environnement stable et sûr d'un point de vue électrique et thermique. La société est une référence en la matière puisqu'elle estime disposer d'une part de marché d'environ 50% en France.

Ces armoires sont régulièrement améliorées et repensées. En 2019, le groupe a par exemple lancé des armoires connectées (sous les marques G'CONNECT et G'ACCESS), qui permettent de surveiller en temps réel le bon fonctionnement des produits via un système de pilotage développé en interne. Début 2024, Grolleau a également dévoilé une nouvelle gamme adaptée aux entreprises et collectivités, qui repose sur l'innovation et l'efficacité. Cette nouvelle gamme est également plus efficace: une harmonisation de l'offre a été conduite. Nous présentons quelques-uns des produits proposés par Grolleau ci-dessous.

**Les produits Smart City Grolleau**

Sources: Société, Euroland

De nombreux produits de cette gamme sont faits en aluminium et sont destinés à résister à la corrosion. Ils ont donc une durée de vie élevée. Le prix de vente est très variable (1,5k€ à 5k€) et peut dépendre de l'intégration électrique à effectuer à l'intérieur de l'armoire. Cette intégration est proposée aux clients de Grolleau. Ces derniers sont souvent de grands donneurs d'ordres: Bouygues, Enedis, Eiffage, ou encore Engie. Les produits proposés par Grolleau sur ce segment sont des produits à fortes marges.

Le segment Smart City comprend également l'offre en matière de mobilité électrique (environ 10% du CA 2023 selon nos estimations). Elle est principalement composée de bornes de recharge pour véhicules électriques et de bornes de recharge en gestion autonome.

Sur ces produits, Grolleau travaille principalement en marque blanche auprès de ses clients et veille à se positionner comme un véritable partenaire. Nous pensons que le prix de vente moyen est légèrement supérieur que sur les armoires urbaines. Les principaux clients sont Total Energies et Schneider Electric. Fin 2022, Grolleau a également signé un partenariat industriel avec IES Synergy, un des leaders des bornes de recharge à courant continu, pour le déploiement de leur nouvelle génération de bornes. Ce segment est promis à un bel avenir, dans un monde où l'électrification de la mobilité légère devrait assez largement accélérer au cours des prochaines années.

### Les produits Smart City

---



Sources: Société, Euroland

### Télécom & Data (28% du CA 2023)

Avec une part de marché également autour de 50% sur la fibre, Grolleau est un acteur qui compte sur le secteur des télécoms. L'offre en la matière est très riche: armoires fibre optique, shelter NRO (Nœud de Raccordement Optique), armoires de gestion d'énergie, data centers. Le groupe travaille en direct avec les acteurs en charge du déploiement de la fibre (Orange, Axione, Attitude).

Le prix de vente moyen de ces produits est bien plus élevé et peut rapidement dépasser quelques dizaines de milliers d'euros, notamment sur les data centers, qui répondent parfaitement à la stratégie de montée en gamme de la société. Ils condensent notamment l'ensemble des expertises (type Plug & Run): la gestion d'énergie, la gestion thermique et enfin la gestion de l'environnement.

Grolleau parvient ainsi à se positionner comme un maillon essentiel de la chaîne qui relie les opérateurs d'infrastructure et les opérateurs télécoms. En 2023, le groupe a livré plusieurs clients, dont un grand industriel de l'agroalimentaire de France. Le succès est également au rendez-vous à l'international: Grolleau a livré, en 2022, un shelter NRO au Royaume Uni pour Axione et un data center au Liberia il y a quelques mois.

## Les produits Télécom & Data

---



Sources: Société, Euroland

## Energie et Industrie (28% du CA 2023)

Avec un savoir-faire d'excellence dans le travail des matériaux métalliques, Grolleau est en mesure de trouver des débouchés et des sources de revenus additionnelles dans d'autres domaines d'activités pour des projets très spécifiques. Sur ce segment, Grolleau est sélectif du fait du caractère pluriannuel des contrats qu'il peut signer et de la taille des commandes, souvent à six chiffres. Par exemple, le groupe travaille avec:

- SANEF sur ses bornes de péages autoroutiers
- Les Chantiers de l'Atlantique sur des portes de navires de croisière
- Leroy Somer sur des armoires de commande destinées à l'extraction de pétrole
- Socomec sur du stockage d'énergie en extérieur (smart grids)
- My Check Expérience sur des casiers connectés

## Les produits Industrie & Energie

---



Sources: Société, Euroland

## Des clients de renom

L'excellence du groupe et son savoir-faire sont reconnus, au-delà de la qualité de la gamme qu'il propose, par la base de clients adressés. Fidèle à travers le temps, cette base est composée de petites sociétés, mais également de très grands donneurs d'ordre, et témoigne de la capacité de Grolleau à parfaitement adresser toutes les tailles de clients et de projets. Des partenariats de très long terme ont d'ailleurs été noués avec des clients emblématiques. Les relations avec les chantiers de l'Atlantique (1996) ou encore ceux avec la ville de Paris (1996) remontent à presque trente ans et sont un marqueur fort de la confiance accordée à Grolleau. Le groupe réalise d'ailleurs, pour l'anecdote, l'ensemble des feux de signalisation de la capitale et d'autres villes en France.

Il n'existe, par ailleurs, aucune dépendance à un client en particulier en matière de revenus. Les dix plus gros clients de Grolleau représentent environ la moitié du CA de la société.

## Panorama des clients Grolleau



Sources: Société, Euroland

## Pourquoi s'intéresser à la société ?

### Un duo pleinement investi

#### Gilles Roland – Président d'Active'Invest, holding majoritaire du groupe



- Entrepreneur spécialisé dans l'environnement et l'industrie de l'énergie
- A acquis plus de 8 sociétés industrielles pour un CA > 500 M€
- 10 ans de consulting chez Deloitte, puis des expériences diverses dans des fonds d'investissement LBO (APAX Partners, ABN Amro Capital)
- Diplômé de l'ESSEC et d'un MBA de Columbia Business School

#### Laurent Marbach – Président Directeur Général de Grolleau

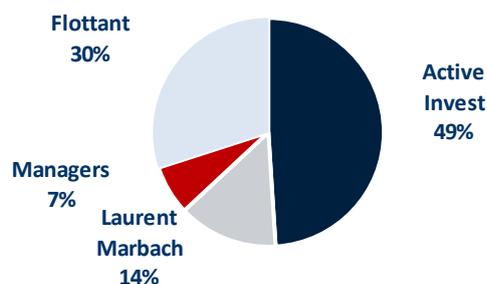


- Ingénieur de formation
- A repris Grolleau en 2010 avec Active'Invest en étant alors DG de la société
- Longue carrière industrielle (Thomson, Alcatel, Flextronics)
- Diplômé de l'ESIGELEC et d'un master à HEC

Grolleau est dirigé et présidé par Laurent Marbach, qui est aussi actionnaire du groupe à hauteur de 14%. Laurent Marbach a pris le contrôle de la société en 2010 avec l'appui d'Active'Invest et de son propriétaire, Gilles Roland. Avant la prise de contrôle du groupe par le duo, Laurent Marbach a travaillé dix ans chez Flextronics, l'ancienne maison mère de Grolleau. Active'Invest est l'actionnaire majoritaire de Grolleau avec une participation de 49%. Le duo détient donc près de deux tiers du capital de Grolleau. A noter, les managers du groupe sont aussi présents au capital (7%). L'alignement d'intérêts entre les différentes parties prenantes du groupe est de fait garanti.

Côté gouvernance, Grolleau est une SA à conseil d'administration, au sein duquel siègent 6 administrateurs. En plus de Laurent Marbach et de Gilles Roland, nous notons la présence de deux experts indépendants dans des domaines liés à l'activité du groupe, ainsi que d'une représentante des salariés et d'un membre de la famille Conte, famille fondatrice d'OMP (voir plus loin).

### Composition de l'actionariat



Sources: Société, Euroland

## De nombreuses opportunités de marché à saisir

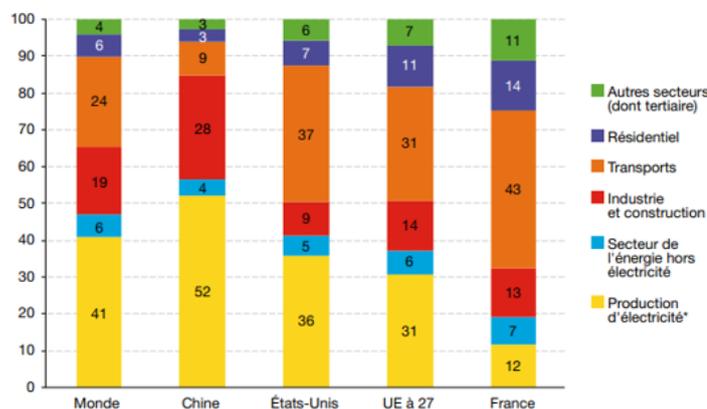
Grolleau est placé au centre de marchés dynamiques et en pleine expansion. L'évolution technologique des sociétés et des modes de vie, qui passent par de profondes transformations structurelles, volontaires ou nécessaires (transition écologique et électrification, transition numérique, développement de la data, émergence de l'intelligence artificielle, monde toujours plus connecté), crée pour le groupe un potentiel de marché considérable. Nous dressons la liste non exhaustive, ci-dessous, des opportunités qui pourraient porter la croissance du groupe dans le futur.

### L'électrification de la mobilité

Bien que progressive, la prise de conscience des enjeux climatiques et de la nécessité de contrer le dérèglement est en train de s'accélérer, notamment en France et en Europe. Cette prise de conscience généralisée s'est traduite par le développement du concept de transition écologique. Cette dernière est finalement la réponse, au sens large, au changement climatique. Elle se définit comme une évolution des modes de production et de consommation modernes vers des usages décarbonés et plus respectueux de l'environnement.

L'origine des émissions de GES est d'ailleurs multi-sectorielle. Les transports sont l'un des principaux contributeurs à ces émissions de gaz à effet de serre. En 2020, le secteur comptait pour plus de 40% des émissions dans le monde.

### Emissions mondiales de gaz à effet de serre en 2020 (%)

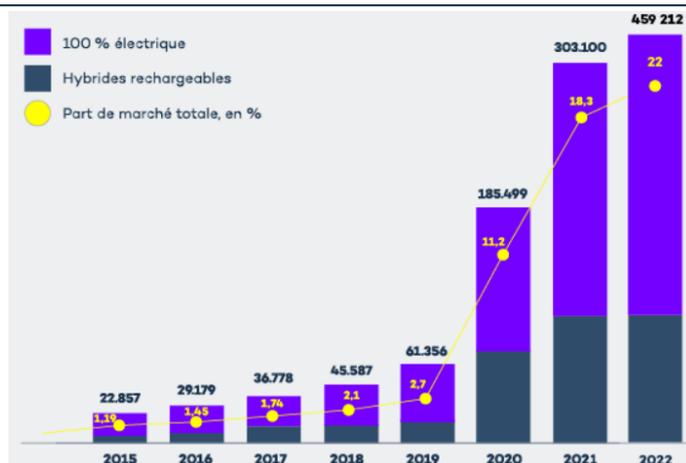


Source: *i4ce.org*

En réponse, les pouvoirs publics introduisent de plus en plus de réglementations qui visent à décarboner l'industrie, notamment celle de la mobilité légère. Par exemple, l'Union Européenne a récemment interdit la vente de nouveaux véhicules thermiques à horizon 2035, ouvrant la voie au fort développement des véhicules électriques ou hybrides rechargeables dans le parc européen, et aussi français.

Dans le pays, ces catégories sont désormais les plus vendues et connaissent des taux de croissance considérables. L'institut Virta estime que les véhicules 100% électriques ou hybrides rechargeables représentaient 22% du total des nouveaux véhicules vendus à fin 2022, contre moins de 3% en 2019. A fin 2023, cette part est même passée à 26,5%.

## Evolution du nombre de véhicules non thermiques vendus en France et PDM



Source: Virta Global

Ce boom du non thermique est naturellement accompagné par un fort développement de l'infrastructure et des bornes de recharge. Selon Engie, l'objectif des 100 000 bornes de recharge publiques installées sur le territoire français, pour environ 1,2 millions de véhicules non thermiques, a été atteint début mai. Et ce n'est qu'un début. Le gouvernement a fixé pour objectif de fortement densifier le maillage territorial (on compte environ 143 bornes pour 100 000 habitants à l'heure actuelle) et estime que le nombre de bornes de recharge pourrait quintupler en quatre ans pour atteindre 500 000 bornes à horizon 2027, créant une opportunité exceptionnelle pour les fabricants comme Grolleau.

## Les bornes de recharge en France



Source: Data.gouv

Qui dit électrification de l'économie dit aussi augmentation de la production électrique. Le développement de la transition énergétique passera mécaniquement par une hausse des moyens de production, moyens de production qu'il va falloir raccorder au réseau une fois construits. Grolleau apporte une réponse parfaite à ce besoin, comme en témoigne la livraison d'une deuxième commande avec Arteria pour un shelter raccordé à un parc éolien en mer. Dans une étude récente, RTE estimait à plus de 30 milliards d'euros le besoin de modernisation (ou agrandissement, ou redimensionnement) de son réseau d'ici 2035.

### Augmentation nette des capacités PV/éoliennes en France, YoY (GW)



Source: RTE

### Plus de villes, et plus de villes connectées

Dans un monde de plus en plus urbain, les villes sont confrontées à plusieurs enjeux primordiaux: gestion de la densification de la population, prise en compte de l'environnement, développement numérique, modernisation, etc. L'émergence du *smart*, qui décrit la capacité d'un territoire ou d'une ville à utiliser la technologie pour améliorer la qualité de vie des habitants ou tout simplement pour la rendre plus efficace et adaptative, devient ainsi une composante essentielle de la structure urbaine. Cette tendance du *smart* est également accompagnée de la montée en puissance de l'internet des objets (IoT).

Dans ce contexte, l'utilisation croissante de la technologie entrainera une multiplication de la donnée, des flux, et donc des réseaux, des infrastructures électriques/numériques à installer et à gérer.

Grolleau, par son track record et sa présence déjà importante, se place en tant qu'acteur incontournable pour capter la croissance des budgets. Selon une étude de Frost & Sullivan, les marchés du smart city devraient atteindre à terme \$2 460 Mds dans le monde.

### La ville de demain



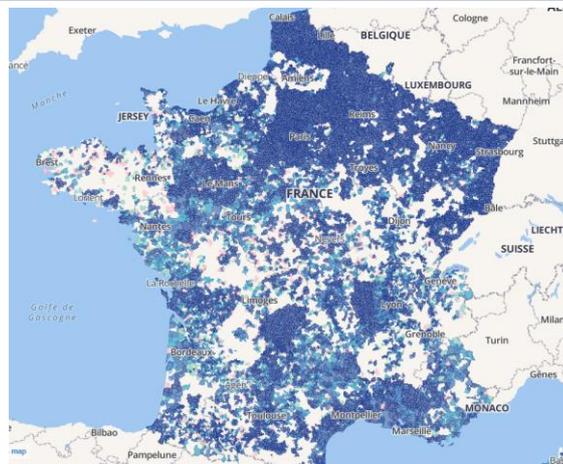
Source: <https://www.ifpenergiesnouvelles.fr>

### Poursuite du déploiement de la fibre optique... à l'export

Sur le marché de la fibre, Grolleau construit des armoires et des shelters NRO et répond entièrement au besoin de raccordement de la population. Une partie du retard en matière de taux d'équipement a été rattrapée vis-à-vis de nos voisins européens grâce au plan Très Haut Débit, destiné à multiplier les installations de réseaux filaires FttH (Fiber To Home).

Les dernières données de l'ARCEP montrent que le taux de locaux raccordables en France est en forte progression depuis le lancement du plan.

### Couverture FTTH en France – Taux de locaux raccordables

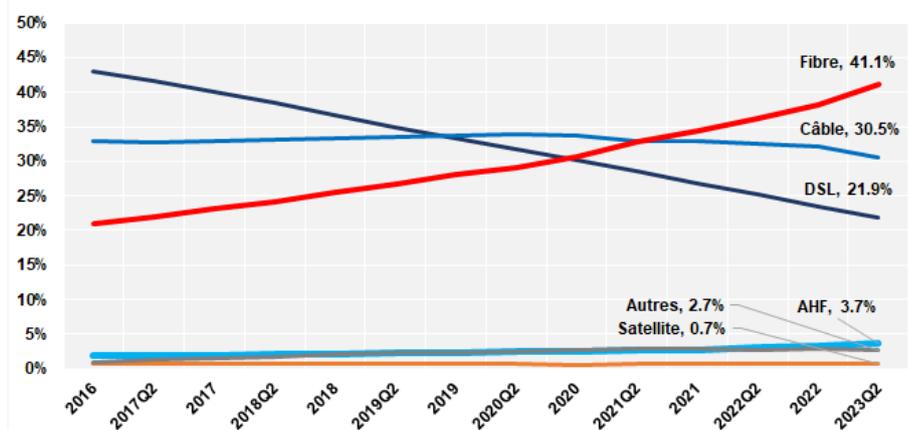


Source: Arcep

En revanche, à l'international (notamment en Europe et en Afrique), beaucoup de chemin reste à parcourir. Selon l'OCDE, même si le taux d'équipement des ménages à la fibre est en constante progression, il était toujours inférieur à 45% pour les pays membres au Q2 2023.

Nous n'avons pas trouvé de données concernant d'autres zones géographiques, notamment le continent africain où Grolleau est déjà présent, mais nos conversations avec le management confirment que le potentiel y est aussi très important.

### % des technologies d'accès au haut débit fixe dans les pays de l'OCDE, juin 2023



Source OCDE

### Et bien d'autres...

En plus de celles déjà citées plus en détail, les marchés de Grolleau regorgent de nombreuses autres opportunités. Nous pensons par exemple aux suivantes:

- La montée en puissance exceptionnelle de l'IA et du Cloud, qui vont très fortement accroître le besoin d'équipements privés et publics (data centers, etc.)
- Le marché exponentiel du edge computing, qui déplace le stockage et le traitement informatiques vers la périphérie du réseau (ce marché peut être rapproché du cloud computing)
- Le développement de la 5G privée, amener à pallier 1/ le dernier kilomètre dans certaines zones où la puissance publique n'est pas et 2/ le déficit de fonctionnement du wifi sur certains grands sites industriels
- Le développement général de la donnée, au sens large, et du besoin de la stocker, de la gérer mais aussi de la sécuriser.

### Un panorama concurrentiel très éclaté

Du fait de son positionnement qui couvre plusieurs secteurs et plusieurs endroits de la chaîne de valeur, Grolleau n'a pas à proprement parler de concurrents directs sur l'ensemble de son offre de produits. En revanche, certains acteurs sont spécialisés sur chacun des domaines d'activités du groupe.

Pour le segment des Télécom, nous retrouvons principalement 1/ Cegelec, qui est une filiale de Vinci Energies spécialisée dans la maintenance d'infrastructures à destination des opérateurs télécoms et 2/ Idea Optical, groupe dédié à la conception de solutions de raccordement et de brassage de fibres optiques. Idea Optical appartient à Acome (c500 M€ de CA), groupe industriel mondial présent dans les systèmes de câblage.

Sur le métier Urbain, Seifel (CA >50 M€) et Depagne (CA > 25 M€) sont les deux principaux concurrents de Grolleau. Sur la mobilité électrique, le paysage français est assez éclaté, mais nous pouvons citer DBT ou encore Alfen (aux Pays-Bas) comme concurrents directs.

Enfin, sur l'Industrie, SIGMA ou encore GEA sont les acteurs rencontrés par Grolleau sur les bornes de péage. Sur les portes de navire, qui est une activité très réglementée, le groupe n'a pas de concurrent en France, hors BV Marine.

### Les concurrents de Grolleau



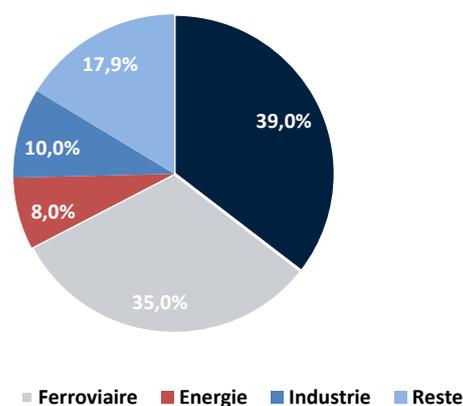
Source: Euroland Corporate

## L'acquisition d'OMP Mechtron: un game changer pour Grolleau

Au cours du deuxième semestre calendaire 2023, Grolleau est passé à la vitesse supérieure en annonçant une opération de croissance externe structurante: le rachat d'OMP Mechtron, acteur industriel italien spécialisé dans la fabrication d'armoires métalliques, de châssis, de racks et de structures de bornes de recharges rapides.

Fondée en 1897, OMP dispose d'un savoir-faire industriel solide: le groupe réalise en tôlerie des ensembles fonctionnels, prêts à être intégrés, pour le compte d'une large gamme de clients mondiaux présents sur les mêmes marchés que Grolleau: télécom, ferroviaire, industrie. OMP est également présent depuis 2017 sur le segment des armoires pour bornes de recharge de véhicules électriques.

### Le mix d'OMP par marché de destination (%)



Sources: société, Euroland

Le groupe prend en charge la fabrication, mais aussi l'intégration mécanique et électronique des produits, et dispose lui aussi d'une large gamme de produits.

### L'offre d'OMP Mechtron



Sources: société, Euroland

Avec un chiffre d'affaires de plus de 35 M€ (estimé) en 2023, la société a une taille similaire à celle de Grolleau. Le groupe emploie plus de 300 salariés, et a la grande force de réaliser plus de 70% de son chiffre d'affaires à l'international. OMP dispose d'ailleurs de quatre sites de production dans le monde, en Italie, à Shanghai, au Mexique et plus récemment aux Etats-Unis.

## Une présence internationale



Sources: société, Euroland

Nous pensons que l'opération sera fortement structurante pour Grolleau. Au-delà du changement de taille et de dimension induit par l'acquisition, nous identifions de nombreuses synergies commerciales et opérationnelles entre les deux entreprises:

- La présence à l'international d'OMP va permettre à Grolleau de proposer à ses clients un accompagnement de qualité hors de France, et d'accélérer le développement des ventes du groupe à l'étranger en bénéficiant de nouvelles opportunités commerciales ainsi que du réseau d'OMP

- La complémentarité extrêmement forte au niveau de l'offre de produits des deux groupes. OMP dispose d'un beau track record sur les fabrications de structures et de châssis en tôle pour les installations en intérieur (indoor), quand Grolleau est expert sur l'intégration en extérieur (outdoor)

- Les secteurs sur lesquels travaillent Grolleau et OMP sont pour certains similaires, notamment dans l'énergie, le ferroviaire et les télécoms. Des synergies ont ainsi naturellement été identifiées.

OMP est une société familiale, détenue avant le rachat en totalité par la famille fondatrice. Les termes de l'opération ont ainsi prévu une montée au capital progressive de Grolleau, constituée des étapes suivantes:

- 1/ Août 2023. Grolleau a pris une participation de 49,9% par le biais d'une augmentation de capital réservée, pour un montant de 2 M€ en numéraire. En complément de l'augmentation de capital, Grolleau a mis à disposition d'OMP un compte courant de 2,0 M€ sous forme d'obligations convertibles.

- 2/ 2025. A partir de l'année prochaine, Grolleau aura l'opportunité de convertir son compte courant en actions sur la base d'une valorisation de 6,3x EBITDA moyen des exercices 2023 et 2024 (hors dette nette). A compter de cette période, Grolleau deviendrait actionnaire majoritaire d'OMP. En parallèle, la famille Conte pourra également vendre 10% de capital supplémentaire à Grolleau sur la base d'une valorisation de 7x EBITDA moyen 2023-2024 (hors dette nette).

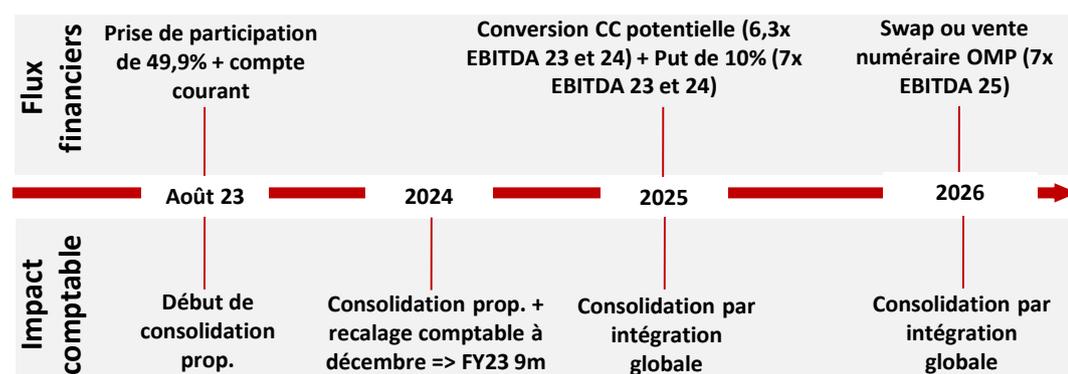
3/ 2026. A partir de 2026, la famille Conte aura la faculté d'échanger le solde de ses actions OMP contre des actions nouvelles Grolleau, ou de les vendre en numéraire sur la base d'une valorisation de 7x EBITDA 2025 (hors dette nette).

Les modalités de l'opération ont été construites de sorte à garantir l'alignement d'intérêts entre les deux parties. Des engagements de conservation ont été signés de part et d'autre. D'un point de vue comptable, Grolleau intégrera OMP de façon proportionnelle dans ses comptes pour le pro rata de 2023 ainsi que sur 2024 et, en théorie, à 100% à partir de 2025. Des comptes pro-forma seront par ailleurs présentés afin de faciliter la compréhension des états financiers des deux sociétés.

Enfin, le choix a été fait de recaler la date de clôture comptable de Grolleau à celle d'OMP (Décembre vs Mars précédemment) à partir de l'exercice en cours. Les chiffres présentés par Grolleau pour 2023, annoncés fin avril, compteront donc 9 mois.

Nous récapitulons les modalités de l'opération dans le tableau suivant.

### Le deal Grolleau-OMP



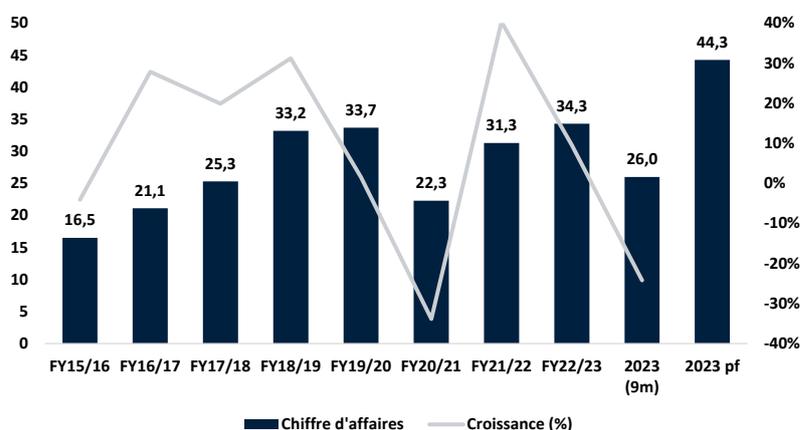
Sources: société, Euroland

## Un business model bien établi

Avec un taux de croissance annuel moyen de +7,5% sur les dix dernières années, Grolleau est une société qui affiche une dynamique commerciale de qualité. Une partie du chiffre d'affaires réalisé peut, d'ailleurs, s'apparenter à du « repeat business ». Certains contrats sont en effet pluriannuels, et reconduits de manière tacite depuis des années (Ville de Paris, Chantiers de l'Atlantique). Grolleau réalise aussi un peu de maintenance sur la fibre optique, qui amène de la récurrence à la top line. Nous estimons l'ensemble de cette part récurrente à environ 25% du chiffre d'affaires réalisé chaque année.

Nous présentons le CA annuel réalisé entre 2016 et 2023 dans le graphique suivant. Les années de « FY15/16 » à « FY22/23 » représentent celles avec une clôture comptable en mars. À la suite de l'acquisition d'OMP Mechtron, le conseil d'administration de Grolleau a décidé de caler sa date de clôture comptable à celle de sa cible, en décembre. Le chiffre présenté pour 2023 (26,0 M€) compte donc pour les neuf mois de chiffre d'affaires réalisés entre avril et décembre 2023 et intègre 49,9% du CA d'OMP également (consolidé depuis le 1er août 2023). Nous présentons également un chiffre d'affaires pro forma (12m) de 44,3 M€.

### CA Grolleau, FY15/16 – FY22/23 M€ - 2023 9m & 2023 pf



Sources: société, Euroland

Le compte de résultat historique du groupe montre de beaux fondamentaux. Grolleau, sur ces cinq derniers exercices complets (nous excluons le 9m 2023), a dégagé un niveau de rentabilité positif chaque année, et ce malgré une top line durement heurtée par le COVID en 2020/2021. Le groupe a dégagé une marge d'EBITDA moyenne de 5,7% entre FY18/19 et FY22/23.

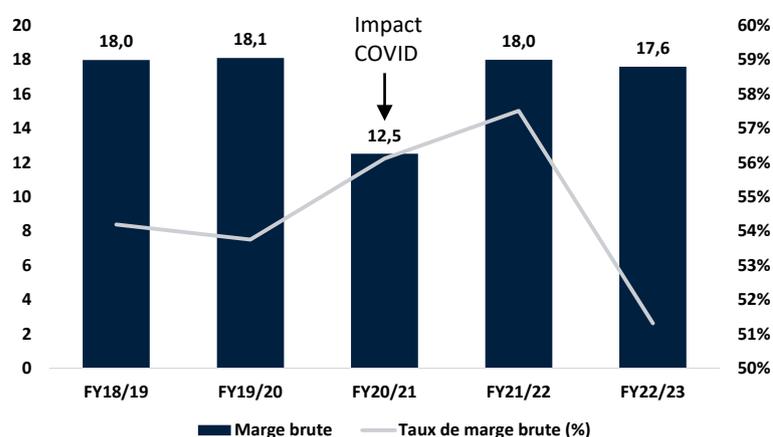
### P&L Grolleau (FY18/19-FY22/23)

P&L simplifié groupe (M€)	FY18/19	FY19/20	FY20/21	FY21/22	FY22/23
CA - Télécom & Data	na	na	12,5	12,8	11,0
CA - Smart City	na	na	7,6	14,1	15,0
CA - Industrie & Energie	na	na	2,2	4,4	8,1
<b>Chiffre d'affaires</b>	<b>33,2</b>	<b>33,7</b>	<b>22,3</b>	<b>31,3</b>	<b>34,1</b>
Autres	0,4	-0,1	0,5	1,2	-0,7
<b>Total produits d'exploitation</b>	<b>33,6</b>	<b>33,6</b>	<b>22,8</b>	<b>32,5</b>	<b>33,3</b>
OPEX	-30,5	-30,5	-22,3	-31,1	-32,2
<b>EBE</b>	<b>3,1</b>	<b>3,1</b>	<b>0,4</b>	<b>1,4</b>	<b>1,1</b>
<b>Marge EBE (%)</b>	<b>9,4%</b>	<b>9,2%</b>	<b>1,9%</b>	<b>4,5%</b>	<b>3,3%</b>
DAP	-0,9	-1,1	-0,9	-0,7	-1,1
<b>Résultat d'exploitation</b>	<b>2,2</b>	<b>2,0</b>	<b>-0,5</b>	<b>0,7</b>	<b>0,0</b>
Résultat financier	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0
Résultat exceptionnel	-0,4	-0,5	0,0	-0,1	-0,1
Impôts sur les bénéfices	-0,2	-0,5	0,2	0,1	0,1
<b>Résultat net</b>	<b>1,6</b>	<b>1,1</b>	<b>-0,5</b>	<b>0,6</b>	<b>0,0</b>

Comme pour toute société industrielle, la marge brute est un élément déterminant dans le niveau général de profitabilité du groupe. Malgré sa sensibilité à la hausse des matières premières et au mix produit, le taux de marge brute de Grolleau s'est constamment maintenu au-dessus de 50% du chiffre d'affaires depuis cinq exercices.

Selon nos différentes discussions avec le management, nous estimons que la marge brute unitaire est très variable et s'établit dans une fourchette comprise entre 30% et plus de 70% selon le niveau de valeur ajoutée du produit vendu. Il dépend naturellement du prix de vente, lui aussi variable, mais aussi de la part de matière première dans chaque produit fini. La diversité des produits vendus rend donc l'analyse de la marge brute compliquée, notamment depuis l'arrivée des data centers. Les chiffres de marge brute présentés dans le graphique ci-dessous sont calculés à partir des états financiers consolidés du groupe et peuvent légèrement différer de ceux communiqués par le management du fait d'une définition différente.

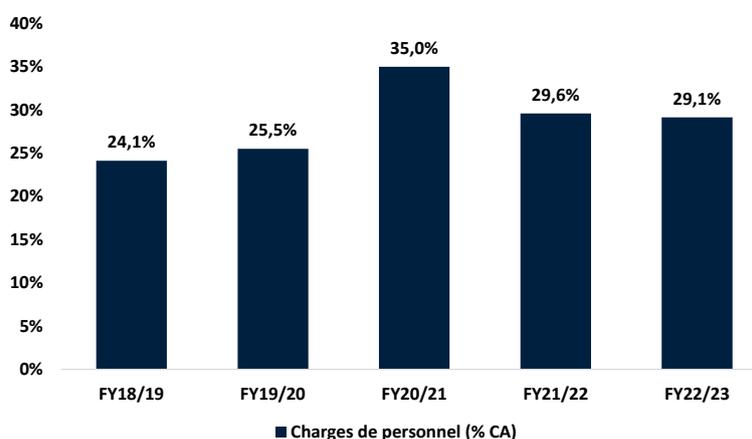
### Marge brute et taux de marge brute, Euroland (M€ et %)



Sources: société, Euroland

L'élément important à souligner sur les autres OPEX est l'importance relative des charges de personnel, qui oscillent entre 25% et 30% (en normatif) du CA selon le niveau réalisé chaque année. Ces charges continuent d'ailleurs de progresser aussi en valeur absolue, malgré un nombre de salariés qui est passé de 230 en 2019/2020 à 210 en 2022/2023 (hors intérim).

### Charges de personnel (inc. Charges sociales), % CA

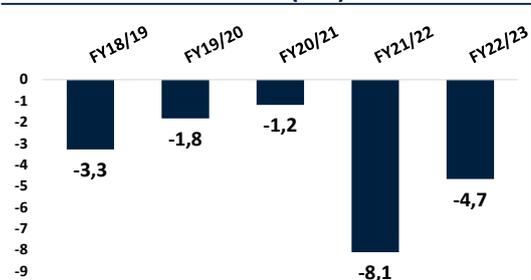


Sources: société, Euroland

Le reste du P&L de Grolleau n'amène aucun commentaire particulier. Côté bilan, la situation est aussi très clean d'un point de vue des fondamentaux. Bien gérée et rentable, le groupe dispose également d'une position de trésorerie nette positive de 4,7 M€ à la fin de l'exercice 2022/2023, situation qui s'est légèrement inversé puisque le groupe dispose à présent d'une dette nette de 1,5 M€ à la clôture de l'exercice 2023.

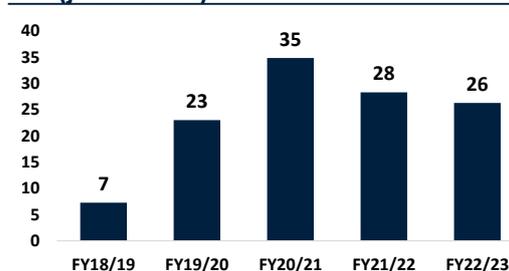
Le groupe a un niveau de dette brute peu élevé et utilise le cash de l'IPO de 2021 (un peu moins de 8 M€) de façon ciblée. Les CAPEX sont soigneusement dépensés (principalement de l'activation de frais de R&D, des CAPEX de maintenance et quelques financements liés à l'extension de l'usine en 2022/2023) et le BFR est très bien maîtrisé (<30 jours de CA). Le niveau de marge historique est cependant, pour le moment, insuffisant pour permettre à Grolleau de dégager un FCF positif.

#### Dette nette hors IFRS 16 (M€)



Sources: Société, Euroland

#### BFR (jours de CA)



Sources: Société, Euroland

### Des perspectives attrayantes à horizon trois ans

#### Des premiers éléments encourageants sur l'intégration

Début février, Grolleau a annoncé son chiffre d'affaires 2023. Ce dernier est ressorti à 26,0 M€ sur neuf mois, soit 44,3 M€ en pro-forma 12 mois à la suite du changement de clôture comptable. OMP est consolidé en intégration proportionnelle à hauteur de 49,9% depuis le 1er août 2023 et a donc contribué à 5 mois de chiffre d'affaires.

Sur le périmètre Grolleau, le pôle télécoms vit une montée en puissance progressive de ses relais de croissance. Le groupe poursuit le déploiement de fibre noire pour Terralpha, une filiale de SNCF Réseaux. Des bornes de recharge ont également été livrées pour le compte d'un client américain, grâce à la matérialisation d'une première synergie commerciale avec OMP.

Concernant les deux autres segments du groupe, le Smart City et l'Industrie, la tendance est globalement correcte et en ligne avec ce qu'avait annoncé Grolleau, avec d'une part le déploiement d'armoires urbaines à Paris et en province et d'autre part 1/ la livraisons de 16 modules sur chassis pour Leroy Somer et 2/ la livraison de 1 200 portes dans le cadre du contrat avec les chantiers de l'Atlantique.

Côté OMP, la dynamique de fin d'année a été excellente. Le groupe italien a réalisé et mis en phase de test une série de pompe hydraulique pour véhicule utilitaire. En Italie et au Mexique, OMP a également conçu des prototypes de banc de test pour batterie au lithium. Outre Atlantique, OMP, avec Grolleau, a gagné une affaire pour le développement de bornes de recharge.

### Des résultats annuels bien orientés

Les résultats annuels de Grolleau, publiés il y a quelques jours, ont également été bien orientés et reflètent le changement de dimension de l'ensemble. La marge d'EBITDA pro forma (12 mois) du groupe est ressortie à 4,4%, soit 110 bps au-dessus des attentes du groupe, qui avait fourni une guidance de 3,3%.

Cette performance est à mettre au crédit de plusieurs éléments, parmi lesquels:

- Une belle progression de la marge brute, qui est passée de 51,5% à 52,7% (+120 bps)
- Une absorption partielle des coûts fixes du groupe, avec des charges de personnel qui sont passés de 33,4% du CA en 2022/2023 à 32,7% du CA proforma 2023.

Après prise en compte des différents éléments du bas de compte de résultat et de l'intégration d'OMP de façon proportionnelle dans les comptes, mais aussi de one-offs liés à des indemnités de départ et frais d'intégration, le RNpg du groupe a fini légèrement dans le rouge, à -0,4 M€.

Côté bilan et cash, l'intégration d'OMP a entraîné une forte hausse du BFR (la société dispose d'un stocks de composants élevé du fait de la nature de son activité). Les flux de trésorerie du groupe sont ainsi ressortis à -1,6 M€. Avec des CAPEX d'environ -1,3 M€ et des flux de financement de -1,8 M€, la trésorerie brute de Grolleau s'établit à 6,5 M€ à la fin de l'exercice, contre 11,3 M€ au 31 mars 2023. Après prise en compte d'une dette financière brute de 8,2 M€, le groupe affiche une position de dette nette de 1,5 M€, un niveau largement pilotable (moins de 6% de gearing).

### Post 2024, un beau potentiel sur la top line...

L'exercice 2024 devrait être celui de la consolidation. Le contexte de marché semble temporairement moins porteur sur les segments télécoms et bornes de recharge. Le chiffre d'affaires réalisé au premier trimestre reflète ce ralentissement. Grolleau a par exemple publié des revenus de 12 M€, en croissance de +63,5% par rapport au T1 2023 mais légèrement en retrait (-1,4%) sur une base pro-forma (avec intégration d'OMP à 49,9% sur la période).

### CA T1 Grolleau (M€)

M€	T1 23	T1 23 pf	T1 24	Var pf	Var (%)
CA - Télécom & Data	2,0	4,0	3,0	-25%	50%
CA - Smart City	3,2	4,5	5,0	11%	56%
CA - Industrie & Energie	2,1	3,7	4,0	8%	90%
<b>Chiffre d'affaires</b>	<b>7,3</b>	<b>12,2</b>	<b>12,0</b>	<b>-1,6%</b>	<b>64,4%</b>

Sources: société, Euroland

Dans le détail, les perspectives de chaque segment d'activité sont les suivantes:

- **Télécoms:** Grolleau a décroché un appel d'offres sur le marché de la fibre optique en Belgique pour le compte de Proximus. Un premier prototype de shelter sera livré au groupe dès cet été. Du côté OMP, la société italienne a été qualifiée pour de nouveaux sous-ensembles pour le réseau fixe pour une multinationale finlandaise de télécommunications.

- **Smart City.** La nouvelle génération d'armoires a été lancée début janvier. Sur le métier des bornes de recharge, le partenariat initié avec IES Energy pour les charges ultra rapides (DC) devrait continuer de monter en puissance. Une gamme en propre, à destination des entreprises et collectivités, est aussi commercialisée (22 kw). OMP poursuit de son côté sa production de bornes de recharges pour le leader européen des chargeurs de véhicules électriques Alpitronic.

- **Energie et Industrie.** La demande est toujours très dynamique sur le ferroviaire et OMP intensifie ses livraisons de pré-série de pompes hydrauliques pour véhicules commerciaux. Grolleau a aussi 1/ gagné une commande sur un nouveau marché pour un Shelter associé à des panneaux PV avec Energie de Loire, un producteur local d'énergie renouvelable et 2/ remporté un contrat cadre d'une durée de trois ans renouvelables et d'un montant de 15 M€ auprès de CHAPSOL (Groupe Carsey) pour la fourniture de postes de transformation électrique basse et haute tension.

Grolleau (avec OMP) dispose par ailleurs d'un carnet de commandes de 17 M€ sur 12 mois (hors contrat cadre précédemment évoqué). L'exercice 2024 devrait ainsi être assez peu dynamique au niveau de la top line du groupe. Nous pensons que la croissance de l'ensemble devrait repartir dès 2025 à la faveur de marchés de fond mieux orientés, de l'excellence commerciale du groupe et des synergies commerciales (notamment à l'international) claires entre les deux entreprises.

Nous modélisons ainsi un CA consolidé 2024e de 45,9 M€, en croissance de +3,5% par rapport à 2023 (pro forma et retraité de la part intragroupe). OMP sera toujours consolidé à hauteur de 49,9% sur l'exercice. Nous voyons l'ensemble du groupe (Grolleau + OMP) dépasser la barre des 75 M€ de CA à horizon 2026e, avec OMP consolidé par intégration globale dès 2025e et, par simplicité, sur la totalité de l'exercice fiscal. Nous pensons aussi que le nouvel ensemble pourrait, à terme et une fois l'opération complètement digérée, commencer à intégrer une partie servicielle plus importante qu'actuellement.

Nous calculons un taux de croissance annuel moyen supérieur à +20% sur les trois années de projection avec le changement de méthode de consolidation en 2025. Pour référence, si OMP avait déjà été consolidé à 100% et sur un pro-forma 12 mois, le groupe aurait réalisé 62,3 M€ de CA lors de l'exercice écoulé. Nous sommes donc relativement prudents dans notre approche.

#### Modélisation CA consolidé 2024e-2026e (M€)

Chiffre d'affaires (M€)	2023 pf	2024e	2025e	2026e
Grolleau	26,3	28,3	31,5	34,2
OMP Mechtron	36,2	35,3	37,4	41,5
% consolidation OMP	49,9%	49,9%	100,0%	100,0%
OMP Mechtron - consolidé	18,1	17,6	37,4	41,5
<b>Chiffre d'affaires consolidé (M€)</b>	<b>44,3</b>	<b>45,9</b>	<b>68,9</b>	<b>75,7</b>
Grolleau		7,5%	11,5%	8,6%
OMP Mechtron		-2,4%	5,8%	11,0%
OMP Mechtron - consolidé		-2,4%	112,1%	11,0%
<b>Croissance CA consolidé (%)</b>		<b>3,5%</b>	<b>50,2%</b>	<b>9,9%</b>

Sources: société, Euroland

### ... Et sur les marges

La croissance de la top line du groupe devrait selon nous s'accompagner d'une progression significative des marges. Nous identifions plusieurs éléments susceptibles de porter la rentabilité de Grolleau à horizon trois ans :

- Une marge brute qui devrait se maintenir au-dessus des 50%, malgré la difficulté de la modéliser correctement étant donné les écarts de valeur ajoutée selon les produits vendus. Il existe par ailleurs un réel potentiel de gains d'échelle sur les achats du groupe avec l'intégration d'OMP, bien qu'il soit encore un peu tôt pour le quantifier avec précision.

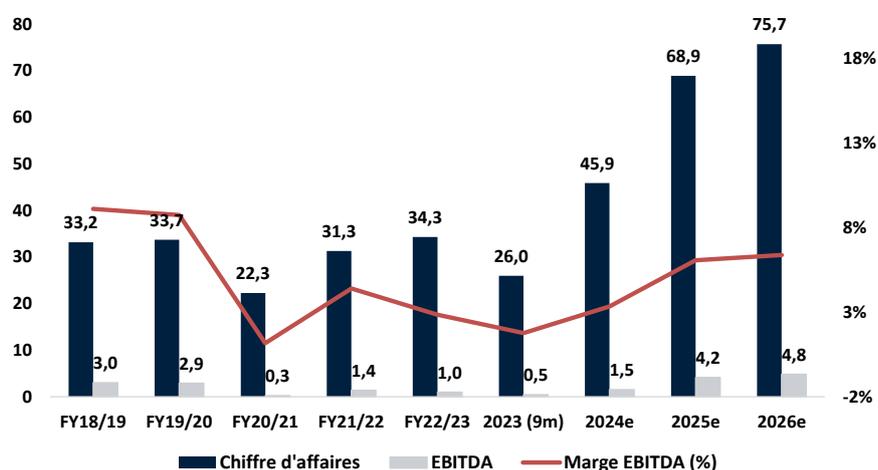
- Un levier opérationnel conséquent du fait de la croissance attendue, malgré la variabilité d'une partie des OPEX du groupe (intérim pour absorber les fluctuations de l'activité, transport des produits finis, etc.).

- Une intégration d'OMP qui devrait être mécaniquement relative sur la marge d'EBITDA du groupe. Le niveau de marge chez la société italienne est selon nous supérieure à celui de Grolleau standalone du fait d'une meilleure maîtrise de la structure de charges opérationnelles.

- Des synergies de coûts éventuelles entre Grolleau et OMP (mutualisation de certaines fonctions centrales, par exemple) pourraient être étudiées à terme. Pour le moment, nous n'intégrons rien dans nos estimations compte tenu du stade encore précoce de l'intégration.

Nous pensons qu'à horizon 2026e, Grolleau pourrait générer une marge d'EBITDA de 6,4%, soit un EBITDA de 4,8 M€.

### Estimations CA, EBITDA et marge EBITDA, 2019-2026e (M€, %)



Sources: société, Euroland

La génération de trésorerie du groupe sur la période 2024-2026e devrait être constituée selon nous des éléments suivants:

- Une marge brute d'autofinancement positive et qui devrait atteindre 4,1 M€ en 2026e.
- Une variation de BFR négative sous l'effet 1/ de la croissance de la top line et 2/ de l'intégration globale d'OMP (dont les stocks sont plus élevés).
- Un niveau de CAPEX normatif à environ 3% du CA consolidé.
- Sur le rachat d'Omp Mechton, pour le moment, nous ne modélisons ni sortie de cash liée à l'option sur les 10% du capital des actionnaires historiques en 2025 ni augmentation de capital réservée à 2026, qui est elle aussi optionnelle.

Au global, nous estimons que la dette nette de Grolleau devrait atteindre 4,4 M€ en 2026e, soit un gearing inférieur à 35%. Nous pensons que compte tenu de la structure de marge du groupe et du reste, Grolleau générera un premier FCF positif (0,9 M€) dans trois ans (2026).

#### FCF condensé Grolleau, 2023-2026e

Calcul FCF simplifié (M€)	2023(9m)	2024e	2025e	2026e
Capacité d'autofinancement	-0,1	1,3	3,6	4,1
Variation BFR	-1,4	-2,9	-2,1	-1,0
<b>Flux de trésorerie généré par l'activité</b>	<b>-1,6</b>	<b>-1,6</b>	<b>1,5</b>	<b>3,2</b>
CAPEX	-1,3	-1,4	-2,1	-2,3
<b>FCF</b>	<b>-2,9</b>	<b>-2,9</b>	<b>-0,6</b>	<b>0,9</b>
Autres	-1,9	0,0	0,0	0,0
Variation trésorerie	-4,8	-2,9	-0,6	0,9
<b>Dette/(trésorerie) nette</b>	<b>1,7</b>	<b>4,7</b>	<b>5,3</b>	<b>4,4</b>

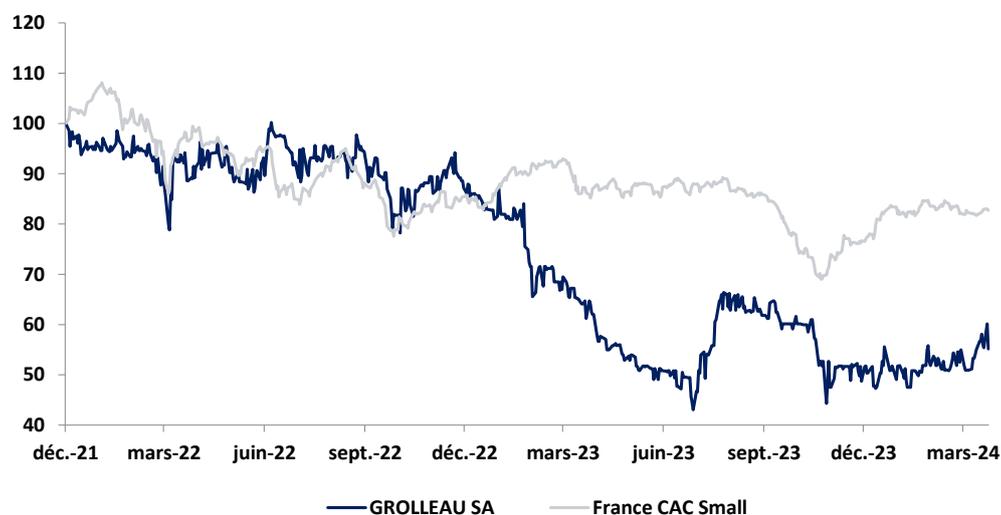
Sources: société, Euroland

## Valorisation et objectif de cours

### Parcours depuis l'IPO

Société cotée en bourse depuis fin 2021, le parcours en bourse de Grolleau est plutôt modeste jusqu'ici et affiche une sous performance de son indice de référence.

### Cours depuis IPO vs CAC Small, base 100 Juillet 2022



Sources: Factset, Euroland Corporate

Nous attribuons cette sous performance à trois éléments principaux:

1/ un important de-rating depuis les niveaux de valorisation de l'introduction, à presque 1x VE/CA, un multiple plutôt élevé pour une société industrielle de ce type, contre moins de 0,3x actuellement

2/ des publications en demi-teinte, avec une importante révision de guidance de marge d'EBE fin janvier 2023, qui coïncide avec le début du décrochage du cours par rapport à son indice de référence

3/ une acquisition dont les modalités comptables et financières sont un peu complexes et qui n'est pas encore du tout pricée par le marché

### DCF = valorisation de 7,50 €/action

Pour évaluer la société, nous avons retenu dans un premier temps l'approche par DCF, modélisée sur 10 ans. Nous dérivons une valorisation de 7,50 €/action via cette méthode. Les principales hypothèses du DCF sont les suivantes:

- **Chiffre d'affaires:** Nous tablons sur un TCAM 2024e-2026e de près de +20%, porté par le changement de consolidation d'OMP (d'une intégration proportionnelle à une intégration globale). Nous calculons sur les sept années suivantes un TCAM légèrement supérieur à +5%, un niveau assez conservateur (en dessous de la croissance moyenne réalisée par Grolleau sur son historique récent).

- **Marge opérationnelle:** Nous prenons l'hypothèse d'une marge opérationnelle groupe de 4,0% en 2027e, soit 7,0% de marge d'EBITDA, un niveau qui nous semble réaliste avec le potentiel du groupe et le rachat d'OMP, que nous estimons relatif. Grolleau, standalone, a déjà atteint et même aisément dépassé ce niveau de marge dans son histoire récente (>9% de marge d'EBITDA en 18/19 et 19/20)

- **CAPEX:** Nous modélisons un niveau de CAPEX stable à 3% du CA pour refléter la faible intensité capitalistique du modèle

- **Taux d'imposition:** Sans élément côté OMP, nous modélisons un taux d'imposition normatif de 22% sur toute la durée du DCF

- **Un taux d'actualisation de 8,70%, basé sur:**

- Un taux sans risque de 3,16%
- Une prime de risque de 5,50%
- Un beta de 1,2
- Un taux de croissance à l'infini de 1,5%

### DCF de Grolleau (7,50 €/action)

En M€	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e
<b>Chiffre d'affaires</b>	<b>45 887</b>	<b>68 900</b>	<b>75 700</b>	<b>82 266</b>	<b>88 418</b>	<b>93 973</b>	<b>98 753</b>	<b>102 596</b>	<b>105 361</b>	<b>106 942</b>
Croissance (%)	3,6%	50,2%	9,9%	8,7%	7,5%	6,3%	5,1%	3,9%	2,7%	1,5%
<b>Résultat opérationnel courant</b>	<b>-572</b>	<b>1 013</b>	<b>1 350</b>	<b>3 291</b>	<b>3 537</b>	<b>3 759</b>	<b>3 950</b>	<b>4 104</b>	<b>4 214</b>	<b>4 278</b>
MOC (%)	-1,2%	1,5%	1,8%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%
- Impôts	176	-220	-337	-823	-884	-940	-988	-1 026	-1 054	-1 069
Taux d'IS (%)	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%
+ DAP nettes	2 105	3 160	3 472	2 468	2 653	2 819	2 963	3 078	3 161	3 208
en % du CA	4,6%	4,6%	4,6%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%
<b>Cash flow opérationnel</b>	<b>1 709</b>	<b>3 954</b>	<b>4 484</b>	<b>4 936</b>	<b>5 305</b>	<b>5 638</b>	<b>5 925</b>	<b>6 156</b>	<b>6 322</b>	<b>6 417</b>
BFR	7 796	9 873	10 840	11 781	12 661	13 457	14 141	14 692	15 088	15 314
en % du CA	17,0%	14,3%	14,3%	14,3%	14,3%	14,3%	14,3%	14,3%	14,3%	14,3%
- Variation du BFR	-2 882	-2 077	-968	-940	-881	-795	-685	-550	-396	-226
- Investissements opérationnels	-1 377	-2 067	-2 271	-2 468	-2 653	-2 819	-2 963	-3 078	-3 161	-3 208
en % du CA	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%
<b>Free Cash flow</b>	<b>-2 549</b>	<b>-190</b>	<b>1 246</b>	<b>1 528</b>	<b>1 772</b>	<b>2 024</b>	<b>2 278</b>	<b>2 528</b>	<b>2 765</b>	<b>2 982</b>
<b>Free Cash flow actualisé</b>	<b>-2 345</b>	<b>-161</b>	<b>970</b>	<b>1 094</b>	<b>1 167</b>	<b>1 226</b>	<b>1 270</b>	<b>1 296</b>	<b>1 304</b>	<b>1 294</b>
Somme des FCF actualisés	7 117									
Valeur terminale actualisée	18 234									
<b>Valeur d'entreprise</b>	<b>25 351</b>									
Dettes nettes	4 679									
Actifs financiers	657									
Intérêts minoritaires	0									
<b>Valeur des capitaux propres</b>	<b>21 329</b>									
Nombre d'actions (m)	2,8									
<b>Valeur par action</b>	<b>7,5</b>									

Source: Euroland Corporate

### Calcul du WACC de Grolleau (8,70%)

Calcul du WACC	
Taux sans risque (OAT 10 ans)	3,2%
Prime de risque	5,5%
Beta	1,2
<b>Coût des capitaux propres</b>	<b>11,0%</b>
Coût de la dette	1,0%
Dettes (% EV)	22%
Equity (% EV)	78%
<b>Coût moyen pondéré du capital</b>	<b>8,7%</b>
Taux de croissance à l'infini	1,5%

Source: Euroland Corporate

Sur la base de nos estimations, notre valorisation par DCF ressort à 7,50 €/action. Ci-dessous, la sensibilité de notre valorisation aux hypothèses de taux d'actualisation, de croissance perpétuelle et de marge opérationnelle normative.

### Matrices de sensibilité

		Taux de croissance à l'infini				
		0,0%	0,5%	1,5%	1,5%	2,0%
WACC	7,7%	7,9	8,4	9,5	9,5	10,2
	8,2%	7,2	7,5	8,4	8,4	9,0
	8,7%	6,5	6,8	7,5	7,5	8,0
	9,2%	5,9	6,1	6,7	6,7	7,1
	9,7%	5,3	5,5	6,0	6,0	6,3

		Marge opérationnelle				
		3,0%	3,5%	4,0%	4,5%	5,0%
WACC	7,7%	6,8	8,2	9,5	10,8	12,1
	8,2%	6,1	7,2	8,4	9,6	10,8
	8,7%	5,4	6,4	7,5	8,6	9,6
	9,2%	4,8	5,8	6,7	7,7	8,6
	9,7%	4,3	5,2	6,0	6,9	7,8

Source: Euroland Corporate

### Approche par comparables: 10,20 €/action

La deuxième méthode que nous avons retenue est celle des comparables boursiers. Notre échantillon, fourni, est constitué des sociétés suivantes:

- **Actia Group**, société française (72 M€ de capitalisation boursière) qui conçoit, fabrique et commercialise des équipements électroniques pour l'industrie automobile et celle des télécommunications.

- **Delta Plus Group**, spécialisé dans la fabrication et la distribution d'équipements de protection individuels et collectifs. Delta Plus capitalise 533 M€ et a réalisé 420 M€ de CA en 2023.

- **Exail Technologies**, groupe français spécialisé dans la robotique. La société est organisée autour de trois pôles: 1/ Services, ingénierie et robotique industrielle, 2/ Défense et aéronautique et 3/ le Nucléaire. Exail réalise plus de 300 M€ de CA et a une capitalisation boursière de 385 M€.

- **Exel Industries**, qui fabrique et commercialise des pulvérisateurs pour la protection des végétaux et la protection des matériaux. Le groupe dépasse le milliard d'euros de CA pour une capitalisation de 382 M€.

- **Haulotte Group**, PME française dédiée à la construction de nacelles autoélevatrices de personnes et de charges. Le groupe assure la conception et l'assemblage des nacelles au sein de plusieurs sites de production. Capitalisation boursière de 70 M€, pour un CA 2023 de 760 M€.

- **Lacroix**, entreprise bretonne qui exerce trois activités: 1/ la signalisation (balisage, mobilier urbain), 2/ la télégestion et 3/ la sous-traitance électronique. Le groupe est présent en France, mais aussi un peu partout en Europe et au Canada. A noter, la cession bientôt finalisée du segment signalisation (<60 M€ en 2023) à un industriel américain.

- **Lisi**, équipementier spécialisé dans les fixations et pièces d'assemblage. Le groupe dépasse 1,5 Mds€ de CA et capitalise plus de 1,1 Mds€ en bourse.

- **Precia Molen**, groupe familial Precia Molen est spécialisé dans la conception, la fabrication et la maintenance d'instruments de pesage commercial et industriel. Le groupe est capable de couvrir 100% des besoins des professionnels en la matière. La société a une empreinte mondiale et peut compter sur ses 1 350 salariés répartis dans 22 filiales à travers le monde.

-**STIF**, acteur industriel français spécialisé dans la conception, la fabrication et la commercialisation de matériels industriels innovants destinés à des marchés de niche. Historiquement positionné sur les équipements de manutention pour les produits en vrac, tels que les godets d'élévateurs, les sangles élévatrices et les raccords à compression, le groupe familial s'est diversifié ces dix dernières années en se développant dans le domaine de la protection passive contre les risques d'explosions industrielles et les BESS.

Pour valoriser Grolleau, nous avons fait le choix de retenir les multiples d'EV/sales et d'EV/EBITDA sur les années 2024, 2025 et 2026.

### Approche par comparables de Grolleau (10,20 €/action)

Société	Capitalisation (€M)	EV/sales			EV/EBITDA		
		2024e	2025e	2026e	2024e	2025e	2026e
Actia Group	83	0,4x	0,4x	0,3x	5,2x	4,4x	3,9x
Delta Plus Group SA	615	1,7x	1,7x	1,6x	10,6x	10,2x	ns
Exail Technologies SA	339	1,8x	1,4x	1,3x	8,9x	6,4x	5,7x
EXEL Industries SA	388	0,4x	0,4x	0,4x	4,7x	4,7x	4,6x
Haulotte Group SA	74	0,4x	0,4x	ns	5,4x	5,2x	ns
Lacroix Group SA	113	0,3x	0,3x	0,3x	5,1x	4,6x	3,9x
LISI SA	1 138	0,9x	0,8x	0,8x	7,1x	6,3x	5,5x
Precia SA	189	0,9x	0,9x	0,8x	6,2x	5,8x	5,5x
STIF	57	1,1x	1,0x	0,8x	8,0x	6,3x	5,1x
<b>Moyenne</b>	<b>332,9</b>	<b>0,9x</b>	<b>0,8x</b>	<b>0,8x</b>	<b>6,8x</b>	<b>6,0x</b>	<b>4,9x</b>
<b>Médiane</b>	<b>189,2</b>	<b>0,9x</b>	<b>0,8x</b>	<b>0,8x</b>	<b>6,2x</b>	<b>5,8x</b>	<b>5,1x</b>

		CA			EBITDA		
		2024e	2025e	2026e	2024e	2025e	2026e
Grolleau SA		45 887	68 900	75 700	1 533	4 174	4 822
VE induite moyenne (M€)		40 744	55 583	60 712	10 420	24 966	23 471
VE induite médiane (M€)		40 895	57 815	60 826	9 443	24 108	24 623
<b>VE moyenne induite (M€) issue des comparables</b>	<b>36 134</b>						
Dette nette		4 679					
Actifs financiers		657					
Intérêts minoritaires		0					
<b>Valeur des capitaux propres</b>	<b>32 112</b>						
Décote		10,0%					
Nombre d'actions (m)		2,8					
<b>Valeur par action</b>	<b>10,2</b>						

Source: Euroland Corporate

Nous appliquons une décote de 10% à la valeur des capitaux propres de Grolleau étant donné 1/ la taille de la société par rapport à ses pairs et 2/ des marges moins élevées. Nous dérivons une valeur par action de 10,20 € avec la méthode des comparables.

**8,80 €/action (+48%), recommandation Achat**

La moyenne de nos deux approches fait ressortir une valorisation de Grolleau à 8,80 €/action, soit un potentiel de hausse de +48%. L'EV/EBITDA 2025e induit par notre valorisation (EV de 31,3 M€) ressort à 7,5x.

Compte de résultat (M€)	FY20/21	FY21/22	FY22/23	2023 (9m)	2023 (pf)	2024e	2025e	2026e
Chiffre d'affaires	22,3	31,3	34,1	26,0	44,3	45,9	68,9	75,7
Excédent brut d'exploitation	0,3	1,4	1,0	0,5	1,9	1,5	4,2	4,8
<b>Résultat opérationnel courant</b>	<b>-0,5</b>	<b>0,7</b>	<b>0,0</b>	<b>-1,0</b>	<b>-0,1</b>	<b>-0,6</b>	<b>1,0</b>	<b>1,3</b>
Résultat opérationnel	-0,5	0,7	0,0	-0,7	0,0	-0,6	1,0	1,3
Résultat financier	-0,1	0,0	0,0	-0,1	-0,3	-0,1	-0,1	-0,1
Impôts	0,2	0,1	0,1	0,1	0,2	0,2	-0,2	-0,3
Mise en équivalence	0,0	0,0	0,0	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0
Part des minoritaires	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
<b>Résultat net part du groupe</b>	<b>-0,5</b>	<b>0,6</b>	<b>0,0</b>	<b>-1,3</b>	<b>-0,4</b>	<b>-0,9</b>	<b>0,3</b>	<b>0,6</b>
Bilan (M€)	FY20/21	FY21/22	FY22/23	2023 (9m)	2023 (pf)	2024e	2025e	2026e
Actifs non courants	3,6	4,1	7,6	10,4	N/A	9,6	8,5	7,3
dont goodwill	0,0	0,0	0,0	1,6	N/A	1,6	1,6	1,6
BFR	2,1	2,4	2,5	4,9	N/A	7,8	9,9	10,8
<b>Disponibilités + VMP</b>	<b>7,7</b>	<b>14,0</b>	<b>11,5</b>	<b>6,5</b>	<b>N/A</b>	<b>3,5</b>	<b>2,9</b>	<b>3,8</b>
Capitaux propres	6,7	14,5	14,7	13,2	N/A	12,4	12,8	13,5
Emprunts et dettes financières	6,5	5,9	6,8	8,2	N/A	8,2	8,2	8,2
<b>Total Bilan</b>	<b>20,5</b>	<b>30,0</b>	<b>29,7</b>	<b>38,4</b>	<b>N/A</b>	<b>51,3</b>	<b>67,5</b>	<b>72,7</b>
Tableau de flux (M€)	FY20/21	FY21/22	FY22/23	2023 (9m)	2023 (pf)	2024e	2025e	2026e
Marge brute d'autofinancement	0,1	1,3	1,1	-0,1	N/A	1,3	3,6	4,1
Variation de BFR	0,7	-0,3	-0,2	-1,4	N/A	-2,9	-2,1	-1,0
<b>Flux nets de trésorerie généré par l'activité</b>	<b>0,8</b>	<b>1,0</b>	<b>0,9</b>	<b>-1,6</b>	<b>N/A</b>	<b>-1,6</b>	<b>1,5</b>	<b>3,2</b>
CAPEX nets	0,0	-1,2	-4,3	-1,3	N/A	-1,4	-2,1	-2,3
<b>FCF</b>	<b>0,8</b>	<b>-0,1</b>	<b>-3,4</b>	<b>-2,9</b>	<b>N/A</b>	<b>-2,9</b>	<b>-0,6</b>	<b>0,9</b>
Augmentation de capital	0,0	7,1	0,0	0,0	N/A	0,0	0,0	0,0
Variation emprunts	0,0	-0,7	0,6	-1,8	N/A	0,0	0,0	0,0
Dividendes versés	0,0	0,0	-0,1	0,0	N/A	0,0	0,0	0,0
<b>Flux nets de trésorerie liés au financement</b>	<b>0,0</b>	<b>6,4</b>	<b>0,8</b>	<b>-1,8</b>	<b>N/A</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>
Variation de trésorerie	0,8	6,3	-2,6	-4,8	N/A	-2,9	-0,6	0,9
Ratios (%)	FY20/21	FY21/22	FY22/23	2023 (9m)	2023 (pf)	2024e	2025e	2026e
Variation chiffre d'affaires	-33,7%	39,9%	8,9%	-23,6%	70,2%	3,6%	50,2%	9,9%
Marge EBE	1,2%	4,4%	2,9%	1,8%	4,4%	3,3%	6,1%	6,4%
<b>Marge opérationnelle courante</b>	<b>-2,2%</b>	<b>2,2%</b>	<b>0,1%</b>	<b>-3,7%</b>	<b>-0,2%</b>	<b>-1,2%</b>	<b>1,5%</b>	<b>1,8%</b>
Marge opérationnelle	-2,2%	2,2%	0,1%	-2,8%	0,1%	-1,2%	1,5%	1,8%
Marge nette	-2,1%	2,0%	0,0%	-4,8%	-1,0%	-1,9%	0,5%	0,8%
CAPEX (% CA)	0,0%	3,7%	12,7%	5,1%	N/A	3,0%	3,0%	3,0%
BFR (% CA)	9,5%	7,8%	7,2%	18,9%	N/A	17,0%	14,3%	14,3%
ROCE	-5,7%	7,8%	0,3%	-4,8%	N/A	-2,5%	4,1%	5,6%
<b>ROCE hors GW</b>	<b>-5,7%</b>	<b>7,8%</b>	<b>0,3%</b>	<b>-5,3%</b>	<b>N/A</b>	<b>-2,7%</b>	<b>4,5%</b>	<b>6,1%</b>
ROE	-7,1%	4,3%	0,1%	-9,5%	N/A	-6,9%	2,6%	4,4%
Payout	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	N/A	0,0%	0,0%	0,0%
Dividend yield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	N/A	0,0%	0,0%	0,0%
Ratios d'endettement	FY20/21	FY21/22	FY22/23	2023 (9m)	2023 (pf)	2024e	2025e	2026e
<b>Gearing (%)</b>	<b>-17,6%</b>	<b>-55,8%</b>	<b>-31,7%</b>	<b>13,1%</b>	<b>N/A</b>	<b>37,6%</b>	<b>41,0%</b>	<b>32,5%</b>
Dettes nette/EBE	-4,5	-5,9	-4,8	3,8	ns	3,1	1,3	0,9
EBE/charges financières	12,5	45,5	ns	3,4	ns	11,4	31,1	36,0
Valorisation	FY20/21	FY21/22	FY22/23	2023 (9m)	2023 (pf)	2024e	2025e	2026e
Nombre d'actions (en millions)	0,0	2,8	2,8	2,8	N/A	2,8	2,8	2,8
Nombre d'actions moyen (en millions)	0,0	2,8	2,8	2,8	N/A	2,8	2,8	2,8
Cours (moyenne annuelle en euros)	0,0	9,0	5,4	5,7	N/A	6,0	6,0	6,0
(1) Capitalisation boursière moyenne	0,0	25,6	15,3	16,1	N/A	16,9	16,9	16,9
(2) Dette nette (+)/ trésorerie nette (-)	-1,2	-8,1	-4,7	1,7	N/A	4,7	5,3	4,4
(3) Valeur des minoritaires	0,0	0,0	0,0	0,0	N/A	0,0	0,1	0,2
(4) Valeur des actifs financiers	-0,3	-0,5	-2,1	-0,7	N/A	-0,7	-0,7	-0,7
Valeur d'entreprise = (1)+(2)+(3)-(4)	-1,5	17,0	8,5	17,1	N/A	21,0	21,7	20,8
<b>VE/CA</b>	<b>-0,1</b>	<b>0,5</b>	<b>0,3</b>	<b>0,7</b>	<b>N/A</b>	<b>0,5</b>	<b>0,3</b>	<b>0,3</b>
VE/EBE	-5,6	12,4	8,7	37,5	N/A	13,7	5,2	4,3
<b>VE/ROC</b>	<b>3,0</b>	<b>24,9</b>	<b>ns</b>	<b>ns</b>	<b>N/A</b>	<b>ns</b>	<b>21,4</b>	<b>15,4</b>
P/E	0,0	41,2	ns	ns	N/A	ns	50,8	28,9
P/B	0,0	1,8	1,0	1,2	N/A	1,4	1,3	1,3
P/CF	0,0	24,6	16,9	ns	N/A	ns	11,4	5,4
<b>FCF yield (%)</b>	<b>ns</b>	<b>ns</b>	<b>ns</b>	<b>ns</b>	<b>N/A</b>	<b>ns</b>	<b>ns</b>	<b>4,2%</b>
Données par action (€)	FY20/21	FY21/22	FY22/23	2023 (9m)	2023 (pf)	2024e	2025e	2026e
Bnpa	ns	0,2	0,0	-0,4	N/A	-0,3	0,1	0,2
<b>Book value/action</b>	<b>ns</b>	<b>5,1</b>	<b>5,2</b>	<b>4,7</b>	<b>N/A</b>	<b>4,4</b>	<b>4,5</b>	<b>4,7</b>
Dividende /action	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

**Système de recommandations :**

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

**Achat** : Potentiel de hausse du titre supérieur à 15% en absolu par rapport au cours actuel, assorti d'une qualité des fondamentaux.

**Accumuler** : Potentiel de hausse du titre compris entre 0% et 15% en absolu par rapport au cours actuel.

**Neutre** : Potentiel du titre compris entre -5% et +5% en absolu par rapport au cours actuel.

**Alléger** : Potentiel de baisse du titre compris entre 0% et 15% en absolu par rapport au cours actuel.

**Vente** : Potentiel de baisse du titre supérieur à 15% en absolu par rapport au cours actuel, valorisation excessive.

**Sous revue** : La recommandation est sous revue en raison d'une opération capitalistique (OPA / OPE / Augmentation de capital...), d'un changement d'analyste ou d'une situation de conflit d'intérêt temporaire entre Euroland Corporate et l'émetteur.

**Historique de recommandations :**

**Achat**: Depuis le 31/04/2024

**Accumuler**:

**Neutre** : (-)

**Alléger** : (-)

**Vente** : (-)

**Sous revue** : (-)

**Méthodes d'évaluation :**

**Ce document peut évoquer des méthodes d'évaluation dont les définitions résumées sont les suivantes :**

1/ Méthode des comparaisons boursières : les multiples de valorisation de la société évaluée sont comparés à ceux d'un échantillon de sociétés du même secteur d'activité, ou d'un profil financier similaire. La moyenne de l'échantillon établit une référence de valorisation, à laquelle l'analyste ajoute le cas échéant des décotes ou des primes résultant de sa perception des caractéristiques spécifiques de la société évaluée (statut juridique, perspectives de croissance, niveau de rentabilité...).

2/ Méthode de l'ANR : l'Actif Net Réévalué est une évaluation de la valeur de marché des actifs au bilan d'une société par la méthode qui apparaît la plus pertinente à l'analyste.

3/ Méthode de la somme des parties : la somme des parties consiste à valoriser séparément les activités d'une société sur la base de méthodes appropriées à chacune de ces activités puis à les additionner.

4/ Méthode des DCF : la méthode des cash-flows actualisés consiste à déterminer la valeur actuelle des liquidités qu'une société dégagera dans le futur. Les projections de cash flows sont établies par l'analyste en fonction de ses hypothèses et de sa modélisation. Le taux d'actualisation utilisé est le coût moyen pondéré du capital, qui représente le coût de la dette de l'entreprise et le coût théorique des capitaux propres estimés par l'analyste, pondérés par le poids de chacune de ces deux composantes dans le financement de la société.

5/ Méthode des multiples de transactions : la méthode consiste à appliquer à la société évaluée les multiples observés dans des transactions déjà réalisées sur des sociétés comparables.

6/ Méthode de l'actualisation des dividendes : la méthode consiste à établir la valeur actualisée des dividendes qui seront perçus par l'actionnaire d'une société, à partir d'une projection des dividendes réalisée par l'analyste et d'un taux d'actualisation jugé pertinent (généralement le coût théorique des fonds propres).

7/ Méthode de l'EVA : la méthode "Economic Value Added" consiste à déterminer le surcroît annuel de rentabilité dégagé par une société sur ses actifs par rapport à son coût du capital (écart également appelé "création de valeur"). Ce surcroît de rentabilité est ensuite actualisé pour les années à venir avec un taux correspondant au coût moyen pondéré du capital, et le résultat obtenu est ajouté à l'actif net comptable.

**DETECTION DE CONFLITS D'INTERETS POTENTIELS**

Corporate Finance	Intérêt personnel de l'analyste	Détention d'actifs de l'émetteur	Communication préalable à l'émetteur	Contrat de liquidité	Contrat Eurovalue*
Non	Non	Non	Oui	Non	Oui

**« Disclaimer / Avertissement »**

La présente étude a été préparée par EuroLand Corporate indépendamment de Grolleau (la « Société ») et est diffusée à titre purement informatif.

Cette étude ne constitue ni ne fait partie d'aucune offre de cession ou de souscription de titres ni d'aucune invitation à une offre d'achat ou de souscription de titres. Ni la présente étude, ni une quelconque partie de cette étude, ne constitue le fondement d'un quelconque contrat ou engagement, et ne doit être utilisé à l'appui d'un tel contrat ou engagement ou constituer une incitation pour conclure un tel contrat ou engagement.

Toutes opinions, prévisions, projections et/ou estimations éventuellement formulées dans ce document sont entièrement celles d'EuroLand Corporate et sont données dans le cadre de ses activités usuelles de recherche et ne doivent pas être considérées comme ayant été autorisées ou approuvées par toute autre personne.

Toutes opinions, prévisions, projections et/ou estimations éventuellement contenues dans cette étude reflètent le jugement d'EuroLand Corporate à la date à laquelle elle est publiée, et il ne peut être garanti que les résultats ou événements futurs soient en ligne avec ces opinions, prévisions, projections et/ou estimations. Ces opinions, prévisions, projections et/ou estimations peuvent faire l'objet de modifications par la suite sans préavis ni notification, leur exactitude n'est pas garantie et elles peuvent être incomplètes ou synthétisées. Ce document peut donc ne pas contenir toutes les informations relatives à la Société.

EuroLand Corporate attire l'attention du lecteur sur le fait que dans le respect de la réglementation en vigueur, il peut arriver que ses dirigeants ou salariés possèdent à titre personnel des valeurs mobilières ou des instruments financiers susceptibles de donner accès aux valeurs mobilières émises par la Société, sans que ce fait soit de nature à remettre en cause l'indépendance d'EuroLand Corporate dans le cadre de l'établissement de cette étude.

Tout investisseur doit se faire son propre jugement quant à la pertinence d'un investissement dans une quelconque valeur mobilière émise par la Société, en tenant compte des mérites et des risques qui y sont associés, de sa propre stratégie d'investissement et de sa situation légale, fiscale et financière.

EuroLand Corporate n'a pas vérifié de manière indépendante les informations fournies dans cette étude. A ce titre, aucune déclaration ou garantie, implicite ou explicite, n'est donnée quant à la sincérité, l'exactitude, l'exhaustivité ou la véracité des informations, opinions, prévisions, projections et/ou estimations contenues dans la présente étude. EuroLand Corporate, ni aucun de ses membres, dirigeants, employés ou conseillers, ni toute autre personne n'accepte d'être tenu d'une quelconque responsabilité (en raison d'une négligence ou autrement) pour tout préjudice de quelque nature que ce soit qui résulterait de l'utilisation de la présente étude, de son contenu, de son exactitude, de toute omission dans la présente étude, ou encore lié d'une quelconque manière à la présente étude.

La présente étude ne peut être reproduite, communiquée ou diffusée, directement ou indirectement, dans son intégralité ou en partie, de quelque façon que ce soit sans l'accord d'EuroLand Corporate.

Ce document ne peut être diffusé auprès de personnes soumises à certaines restrictions. Ainsi, en particulier, au Royaume-Uni, ce document s'adresse uniquement aux personnes qui (i) sont des professionnels en matière d'investissements au sens de l'article 19(5) du Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotion) Order 2005 (tel qu'actuellement en vigueur, ci-après le « Financial Promotion Order »), (ii) sont visées à l'article 49(2) (a) à (d) (« high net worth companies, unincorporated associations etc. ») du Financial Promotion Order, (iii) sont en dehors du Royaume-Uni, ou (iv) sont des personnes à qui une invitation ou une incitation à s'engager dans des activités d'investissement (au sens de la section 21 du Financial Services and Markets Act 2000) dans le cadre de l'émission ou de la cession de toutes valeurs mobilières peut être légalement communiquée, directement ou indirectement (toutes ces personnes étant dénommées ensemble, les « Personnes Habilitées »). Ce document s'adresse uniquement aux Personnes Habilitées et ne peut être utilisé par aucune personne autre qu'une Personne Habilitée. Toute personne autre qu'une Personne Habilitée doit s'abstenir d'utiliser ou de se fonder sur le présent document et les informations qu'il contient.

Ni ce document ni aucune copie de celui-ci ne peut être transmis ou distribué aux Etats-Unis d'Amérique, ou être distribués, directement ou indirectement, aux Etats-Unis d'Amérique. Tout manquement à cette restriction peut constituer une violation de la réglementation boursière des Etats-Unis d'Amérique.

Ni le présent document ni aucune copie de celui-ci ne peut être transmis ou distribué au Canada, en Australie, ou au Japon. La distribution du présent document dans d'autres juridictions peut constituer une violation des dispositions légales et réglementaires en vigueur. Les personnes entrant en possession de ce document doivent s'informer et se conformer à ces lois et règlements. En acceptant de recevoir cette note de recherche, vous acceptez d'être lié par les restrictions visées ci-dessus."

**EuroLand Corporate**  
17 avenue George V  
75008 Paris  
01 44 70 20 80