

ETUDE D'ACTUALISATION + CA T1 2017

DE L'HYPER CROISSANCE À LA RENTABILITÉ

Le CA T1 laisse apparaître une croissance de +36%, largement tirée par l'international. Le groupe pâtit d'un retard (lié à des sous-traitants) dans la production de ses drones au début de l'année, principal axe de la nouvelle stratégie initiée en 2016. En revanche, la marge brute gagne 8 points (à 25%) et ce, avant même la montée en puissance des ventes de drones Factory. Suite à cette publication, nous revoyons à la baisse nos taux de croissance 2017-19 mais augmentons nos marges brutes sur la même période. Notre valorisation ressort à 1,28€ et nous conservons notre recommandation ACHAT.

Laurent Wilk
+33 1 44 88 77 97
wilk@invest-securities.com

Les drones : une croissance durable

Les drones sont très recherchés dès lors qu'il s'agit de remplacer l'homme dans des tâches répétitives ou dangereuses. Beaucoup moins cher qu'un avion ou un hélicoptère, le drone est agile, simple d'emploi et discret. La Fédération Professionnelle du Drone Civil (FPDC) estime le nombre d'applications possibles à plus de 200 : énergie, transport, construction, agriculture, etc.

Drone Volt : un positionnement stratégique clair

Drone Volt est une start-up basée à Villepinte, créée par Dimitri Batsis, et spécialisée dans la conception, l'assemblage et la distribution de drones, principalement aériens. Ses produits s'adressent à une large gamme de marchés et de clients, de l'usage grand public aux Professionnels. Depuis 2016, Drone Volt a initié une stratégie de montée en puissance de sa valeur ajoutée en proposant des drones sur-mesure fabriqués en France à ses clients professionnels.

Le plus grand débouché à ce jour est le marché des médias, les chaînes de télévision en particulier, qui utilisent les drones pour obtenir des images qu'il était impossible d'obtenir auparavant (un hélicoptère était bien trop coûteux ou son domaine de survol limité et/ou trop restreint). Drone Volt fournit les principales chaînes de télévisions françaises et ce marché est en plein développement.

Des FCF positifs à partir de 2019

Nous attendons un TMVA 2016/2020 du CA de +40,7%. La stratégie de la société étant de se focaliser sur les clients professionnels et les drones sur mesure, générateurs de plus fortes marges, nous estimons que la marge brute devrait par ailleurs continuer d'augmenter et passer de 25,5% en 2017e à 33% en 2020e.

La société devra néanmoins poursuivre sa politique de financement car nous n'attendons pas de FCF positif avant 2019. Notre valorisation ressort à 1,28€/titre (vs 1,50€ préc), nous conservons notre opinion ACHAT.

.../...

en € / action	2017e	2018e	2019e
BNA dilué	-0,07	-0,02	0,05
var. 1 an	n.s.	n.s.	n.s.
Révisions	-15,0%	-10,6%	n.s.

au 31/12	2017e	2018e	2019e
PE	n.s.	n.s.	n.s.
VE/CA	2,29x	1,80x	1,37x
VE/EBITDA	n.s.	n.s.	n.s.
VE/EBITA	n.s.	n.s.	n.s.
FCF yield*	n.s.	n.s.	n.s.
Rendement	n.s.	n.s.	n.s.

* FCF opérationnel fiscalisé avant BFR rapporté à la VE

Informations clés	
Cours actuel (€)	1,05
Nb d'actions (m)	16,3
Capitalisation (m€)	17
Capi. flottante (m€)	9
ISIN	FR0013088606
Ticker	ALDRV-FR
Secteur DJ	Electronic Technology

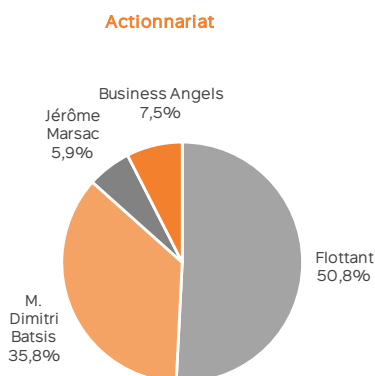
	1m	3m	Dp 31/12
Variation absolue	-4,5%	-9,5%	-7,9%
Variation relative	-6,5%	-15,5%	-14,3%

Source : Factset, estimations Invest Securities

THESE D'INVESTISSEMENT

Drone Volt est un spécialiste de la conception, de l'assemblage et de la commercialisation de drones terrestres et aériens, destinés aux médias, à la sécurité et à la surveillance, ainsi qu'à des secteurs précis tels que l'agriculture, ou encore le BTP. La société propose également des prestations de service via son atelier de support technique et de maintenance, ou encore son équipe juridique. Drone Volt dispose également d'une boutique en ligne où elle commercialise des drones ainsi que des accessoires et des équipements pour personnaliser et améliorer les performances de ses produits.

DONNÉES FINANCIÈRES



Données par action	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e
BNA publié	0,00	0,00	-0,05	-0,11	-0,07	-0,02	0,05	0,14
BNA corrigé dilué	0,00	0,00	-0,05	-0,11	-0,07	-0,02	0,05	0,14
Ecart /consensus	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.
Dividende	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00

Ratios valorisation	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e
P/E	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	21,0x	8,0x
VE/CA	n.s.	n.s.	3,34x	2,29x	1,80x	1,37x	0,97x	0,63x
VE/EBITDA	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	22,2x	5,5x
VE/EBITA	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	35,1x	6,2x
FCF yield op. avt BFR	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	0,2%	9,2%
FCF yield opérationnel	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	2,7%
Rendement	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.

NB : les ratios sont calculés sur le cours moyen annuel pour les exercices terminés

Valeur d'Entreprise (m€)	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e
Cours en €			1,2	1,4	1,1	1,1	1,1	1,1
Capitalisation	0,0	0,0	13,0	16,3	17,1	17,1	17,1	17,1
Dette Nette	0,0	0,0	-0,5	0,7	1,4	2,2	2,2	1,1
Valeur des minoritaires	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Provisions/ quasi-dettes	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
+/- corrections	0,0	0,0	-0,5	-1,3	-1,3	-1,3	-1,3	-1,3
Valeur d'Entreprise (VE)	0,0	0,0	12,0	15,6	17,1	18,0	18,0	16,9

Compte résultat (m€)	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e
CA	1,2	1,7	3,6	6,8	9,5	13,2	18,6	26,8
var.	+49,6%	+39,6%	+109,5%	+90,1%	+40,0%	+38,1%	+41,4%	+43,6%
EBITDA	0,0	0,0	-0,8	-2,1	-1,6	-0,7	0,8	3,1
EBITA	0,0	0,0	-0,9	-2,3	-1,7	-0,9	0,5	2,7
var.	+81,2%	+38,4%	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	+430,6%
EBIT	0,0	0,0	-0,9	-2,3	-1,7	-0,9	0,5	2,7
Résultat financier	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
IS	0,0	0,0	0,3	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6
SME+Minoritaires	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	-0,2
RN pdg publié	0,0	0,0	-0,6	-1,7	-1,2	-0,3	1,0	3,1
RN pdg corrigé	0,0	0,0	-0,6	-1,7	-1,2	-0,3	0,8	2,2
var.	+622,0%	+82,2%	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	+163,8%

Tableau de flux (m€)	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e
EBITDA	0,0	0,0	-0,8	-2,1	-1,6	-0,7	0,8	3,1
IS théorique / EBITA	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,2	-0,9
Total capex	0,0	-0,1	-0,4	-0,9	-0,2	-0,6	-0,6	-0,6
FCF op. net IS avt BFR	0,0	0,0	-1,2	-3,0	-1,8	-1,3	0,0	1,6
Variation BFR	0,0	0,0	0,1	-0,8	-0,3	-0,2	-0,6	-1,1
FCF op.net IS après BFR	0,1	0,0	-1,1	-3,8	-2,1	-1,5	-0,5	0,5
Acquisitions/cessions	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Variation de capital	0,0	0,0	2,2	2,9	0,8	0,0	0,0	0,0
Dividendes versés nets	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Autres dont correction IS	0,0	0,0	-0,5	-0,3	0,6	0,6	0,6	0,6
Free cash-flow publié	0,1	0,0	0,6	-1,1	-0,7	-0,9	0,1	1,1

Bilan	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e
Actifs immobilisés	0,0	0,1	0,8	2,3	2,3	2,6	2,9	3,2
dont incorporels/GW	0,0	0,0	0,1	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6
BFR	0,2	0,2	0,3	0,9	1,2	1,4	2,0	3,1
Capitaux Propres groupe	0,2	0,2	1,5	2,4	2,1	1,7	2,5	4,7
Minoritaires	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,2	0,4
Provisions	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dette fi. nette	0,0	0,0	-0,5	0,7	1,4	2,2	2,2	1,1

Ratios financiers (%)	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e
EBITDA/CA	2,6%	2,7%	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	4,4%	11,5%
EBITA/CA	2,4%	2,4%	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	2,8%	10,2%
RN corrigé/CA	2,0%	2,6%	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	4,5%	8,2%
ROCE	18,0%	17,9%	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	10,4%	43,5%
ROE corrigé	13,6%	19,9%	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	32,9%	46,4%
DN/FP	n.s.	0,6%	n.s.	28,0%	66,1%	130,4%	85,3%	23,5%
DN/EBITDA (en x)	-0,6x	0,0x	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	2,7x	0,4x

Source : company, Invest Securities Estimates

Prochains événements

Semaine du 17/07 : CA T2 2017
Semaine du 18/07 : Résultats S1 2017
Semaine du 16/10 : CA T3 2017

SOMMAIRE

1 – L'avènement des drones : une révolution en marche	p.5
1.1 Les drones sont issus du domaine militaire	p.5
1.2 Drones à retors vs à voilure fixe	p.6
1.3 Les drones ouvrent la voie à plus de 200 applications	p.7
1.4 La réglementation conditionne le développement de la filière	p.8
1.5 Les algorithmes sont sources de différenciation et de création de valeur	p.9
2 – Un marché de 4,8Mds\$ à horizon 2021	p.11
2.1 Les constructeurs représentent près de 90% du marché des drones	p.11
2.2 Des utilisations encore très concentrées sur quelques secteurs	p.12
2.3 Des facteurs favoriseront l'adoption des drones par les entreprises...	p.12
2.4 ... mais des difficultés demeurent	p.13
2.5 Principaux constructeurs : un géant chinois et des leaders locaux	p.13
2.6 Des spécialistes de référence pour chaque domaine d'activité	p.14
3 – Drone Volt couvre 70% du marché des médias en France	p.16
3.1 Un serial entrepreneur à l'origine de Drone Volt	p.16
3.2 Drone Volt : les qualités d'un généraliste, les avantages d'un spécialiste	p.16
3.3 Drone Volt : un nouveau constructeur	p.18
4 – Stratégie et valorisation	p.20
4.1 Chiffre d'affaires : un TMVA 2014/2019 attendu de +41,3%	p.20
4.2 Une amélioration du taux de marge brute qui a déjà commencé	p.21
4.3 De l'hyper-croissance à la rentabilité	p.22
4.4 Le BFR : le facteur limitant la croissance	p.23
4.5 Une génération de cash encore faible	p.23
4.6 Valorisation : l'approche par DCF seule pertinente	p.25
Avertissement	p.28

1.1 Les drones sont issus du domaine militaire	p.5
1.2 Drones à retors vs à voilure fixe	p.6
1.3 Les drones ouvrent la voie à plus de 200 applications	p.7
1.4 La réglementation conditionne le développement de la filière	p.8
1.5 Les algorithmes sont sources de différenciation et de création de valeur	p.9

1- L'avènement des drones : une révolution en marche

Drone Volt est une start-up basée à Villepinte, près de l'aéroport Roissy-Charles-de-Gaulle. La société, créée par Dimitri Batsis, est spécialisée dans la conception, l'assemblage et la distribution de drones principalement aériens. Ses produits s'adressent à une large gamme de marchés et de clients, de l'usage grand public aux professionnels, avec une stratégie tournée vers ces derniers.

1.1 Les drones sont issus du domaine militaire

Apparus au début du siècle dernier, les drones ont d'abord eu une très longue vie dans le domaine militaire. Cependant, si les appareils militaires dérivent de l'aviation, les appareils civils dérivent de la miniaturisation. Grâce aux systèmes micro-électromécaniques (MEMS), ces capteurs déjà présents dans les smartphones, les drones ont vu leur taille diminuer en même temps que leur prix s'effondrer.

Evolution historique de la technologie drone

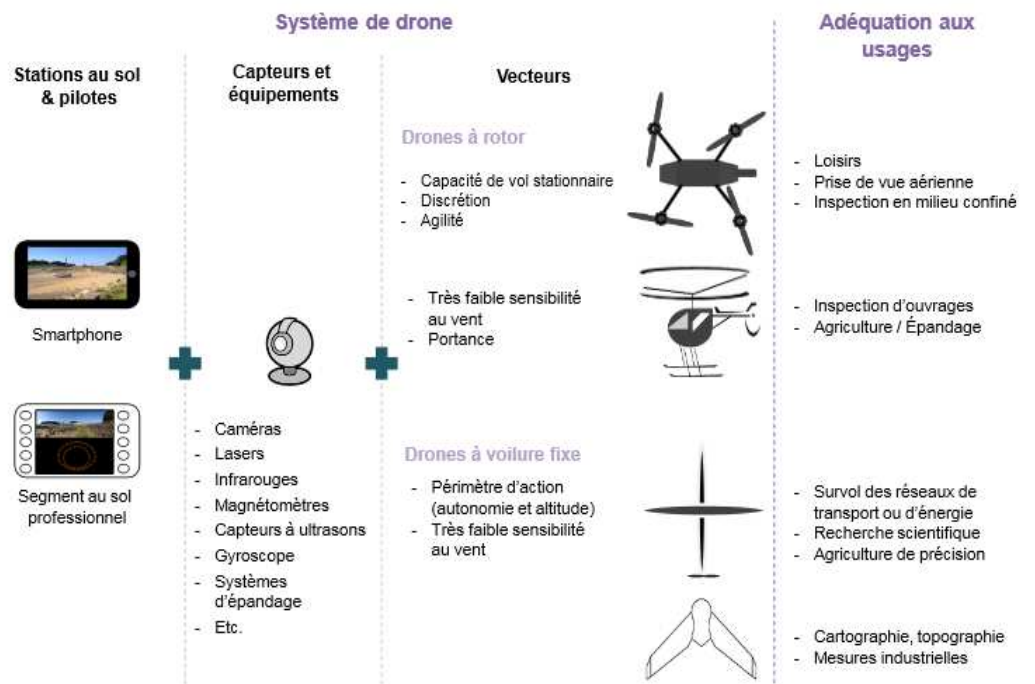
- En 200 av-JC** • Les empereurs de la dynastie Han auraient utilisé des cerfs-volants à des fins militaires, pour effrayer leurs ennemis ou calculer la longueur des tunnels pour assiéger les villes.
- 1849** • Les Autrichiens arment des montgolfières sans équipage avec des explosifs pour bombarder Venise.
- 1914-1918** • Premières tentatives de conception de prototypes d'avions sans pilote radiocommandés.
- 1918** • Georges Clémenceau, président de la Commission Sénatoriale de l'armée, lance le projet d'«avions sans pilote».
- 1923** • Premier engin volant sans pilote français conçu par l'ingénieur Maurice Percheron et le capitaine Max Boucher. Non retenu par l'armée.
- 1935** • Apparition du mot drone au Royaume-Uni (qui désigne le mâle de l'abeille), en référence au vol lent et bruyant de ces engins.
- 1934-1938** • Développement de prototypes de drones au Royaume-Uni et aux Etats-Unis pour servir de cibles, notamment dans la formation des pilotes.
- 1944** • Lancement du V1 par l'Allemagne nazie : une bombe volante et en même temps le premier missile de croisière de l'histoire de l'aéronautique. Utilisé du 13 juin 1944 au 29 mars 1945 par l'Allemagne contre le Royaume-Uni durant la Seconde Guerre Mondiale, le V1 est remplacé plus tard par le V2.
- 1946** • Utilisation d'avions sans pilote par les Etats Unis pour l'étude du nuage radioactif au-dessus de l'atoll de Bikini.
- 1964-1975** • Usage massif de drones durant le conflit du Vietnam : près de 35 000 missions de reconnaissance ou de largage de tracts réalisés par les Américains.
- 1973** • Programme Scout en Israël, qui déboucha sur la création du premier drone moderne équipé d'une caméra.
- 1990** • Première utilisation de drones armés par l'Iran durant le conflit contre l'Irak.
- 2003** • Vol transatlantique d'un Iloal Hawk Hale (haute altitude) entre la Californie et le nord de l'Allemagne.
- 2006** • Aux Etats Unis, la National Oceanics and Atmospheric Administration utilise un drone-sonde comme «chasseur d'ouragans».
- 2008** • La police française se dote d'un drone Elsa, destiné à surveiller les manifestations.
- 2012** • Le ministère des transports français règlemente l'utilisation des drones dans l'espace aérien national.
- 2013** • Le FBI reconnaît utiliser des drones de surveillance aux Etats-Unis.

1- L'avènement des drones : une révolution en marche

1.2 Drones à rotors vs à voilure fixe

Un drone, également appelé UAV (pour Unmanned Aerial Vehicle), ou RPAS (Remotely Piloted Aircraft System) est un aéronef sans pilote à bord, télécommandé ou autonome, qui peut éventuellement emporter une charge utile, destinée à des missions. Sur les engins les plus évolués, l'autopilote s'occupe de la navigation. Au sol, le télé-pilote humain (relié par radio) n'a plus qu'à indiquer les coordonnées à atteindre ou le parcours à suivre.

Il existe plusieurs familles de drones, aux formes très variées : les drones à voilure fixe, qui peuvent voler des dizaines de kilomètres, et les appareils à voilure tournante (hélicos, multicopters) qui permettent des vols stationnaires.



Source : Mirova, Redbird

1- L'avènement des drones : une révolution en marche

1.3 Les drones ouvrent la voie à plus de 200 applications

Les drones sont très recherchés dès lors qu'il s'agit de remplacer l'homme dans des tâches répétitives ou dangereuses. Beaucoup moins cher qu'un avion ou un hélicoptère, le drone est agile, simple d'emploi et discret. La Fédération Professionnelle du Drone Civil (FPDC) estime le nombre d'applications possibles à plus de 200 : énergie, transport, construction, agriculture, etc. Nous détaillerons ici les cinq secteurs d'activités où l'emploi du drone devient de plus en plus incontournable.

Le premier secteur d'activité à subir une mutation est celui des médias, où les professionnels en sont les principaux utilisateurs. Les drones ont déjà colonisé la télévision où ils sont incontournables lorsqu'on veut des plans « beauty shot », marque de fabrique de magazines comme « Des racines & des ailes » ou « Thalassa ». Le cinéma est également friand de cette technologie. C'est en effet aux studios hollywoodiens que l'Agence Fédérale de l'Aviation Américaine (FAA) a donné ses premières autorisations de vol en 2014. Le drone pourrait modifier en profondeur la manière de faire des films, en permettant à la caméra de tourner autour des comédiens pendant de longues séquences, impossibles à réaliser de façon traditionnelle.

L'inspection d'infrastructure est une autre activité en développement. Les drones peuvent être utilisés afin de procéder à des contrôles de bâtiments ou des ouvrages d'art (le viaduc de Millau par exemple). Grâce à des logiciels évolués, il est possible de reconstituer des cartes en trois dimensions permettant de visualiser les défauts et préparer au mieux les réfections. L'avantage est aussi de sécuriser les personnes, en particulier ceux qui sont encordés ou qui utilisent des nacelles.

L'agriculture de précision est un segment à fort potentiel de croissance pour les constructeurs de drones civils. Grâce à l'application de capteurs puis à l'utilisation de logiciels spécialisés, les drones sont capables de détecter les parcelles malades ou en stress hydrique. Les drones participent ainsi au développement d'une agriculture de précision et raisonnée : l'utilisation de pesticides se voit réduite et l'arrosage, maîtrisé.

Enfin, les drones sont utilisés dans le domaine de la sécurité civile et de la surveillance en particulier dans les pays étrangers, où la réglementation aérienne est moins contraignante. A 250 mètres d'altitude, l'appareil est inaudible et permet, avec un zoom puissant, d'obtenir d'excellentes images. En Europe occidentale, la prudence est de mise, même si la plupart des polices font déjà des essais et réfléchissent à la façon d'intégrer les drones dans leur panoplie. Depuis plusieurs années, la SNCF innove dans le domaine des drones afin d'améliorer la performance et la sécurité de son réseau. Cette démarche a pris son essor grâce au partenariat signé le 24 février 2015 avec l'ONERA, le centre français de recherche aérospatiale dont l'objectif est de concevoir des technologies de drones sur-mesure pour les applications spécifiques de SNCF.

1- L'avènement des drones : une révolution en marche

1.4 La réglementation conditionne le développement de la filière

L'un des catalyseurs fut la régulation et/ou son absence : faisant face à un flou ou un vide juridique dans de nombreux pays, le développement de l'industrie des drones a été ralenti car les opérateurs ne pouvaient pas compter sur des règles claires, ce qui causait des problèmes d'assurance ou tout simplement leur interdiction. Aux Etats-Unis, il n'y a pas eu de réglementation fédérale pendant une longue période, ouvrant la voie à des expérimentations locales, jusqu'à ce que la FAA fixe des règles strictes début 2015.

L'Europe est la région la plus avancée en matière de réglementations relatives à l'utilisation des drones civils. Mais les mesures sont très récentes et disparates en termes de contenu. Elles diffèrent notamment sur 3 points clés : (i) le poids et les caractéristiques techniques des différentes catégories de drones, (ii) la nécessité, ou non, d'une certification des drones, (iii) la possibilité, ou non, d'utiliser les drones en vol hors du champ de vision du télé-pilote ou en mode automatique. Les autorités européennes souhaitent harmoniser les grandes lignes des réglementations relatives à l'utilisation des drones dans les pays de l'UE en 2015. Une telle décision permettrait d'accélérer le développement de la filière sur le continent.

La France, en revanche, a été pionnière avec la mise en œuvre par la Direction Générale de l'Aviation Civile (DGAC) d'un cadre juridique de l'utilisation des drones aériens dès le mois d'avril 2012. La réglementation est très stricte concernant les enregistrements et certificats nécessaires aux concepteurs de drones, aux opérateurs et aux pilotes. Elle précise également les conditions à remplir pour la délivrance d'autorisations de vol. Ce cadre juridique est rigoureux, mais permet de clarifier les réelles opportunités d'affaires des acteurs de la filière.

Les points essentiels de la réglementation en vigueur en France sont les suivants:

- ✓ Les constructeurs doivent obtenir de la DGAC une attestation de conception de type, qui précise notamment la catégorie de l'aéronef, la nature de l'activité envisagée et le scénario de mission.
- ✓ Les opérateurs (professionnels utilisant des drones à des fins commerciales) doivent figurer sur une liste établie par la DGAC qui mentionne notamment la nature de l'activité, le scénario de mission, le constructeur et le modèle d'aéronef utilisé.
- ✓ Les télé-pilotes doivent obtenir une certification officielle (formation théorique) et disposer d'une DNC (Déclaration de Niveau de Compétence).
- ✓ Les autorisations de vol passent par le dépôt préalable auprès de la DSAC (Préfectures) du Manuel d'Activité Particulière (MAP).

1- L'avènement des drones : une révolution en marche

1.5 Les algorithmes sont sources de différenciation et de création de valeur

Le développement d'algorithmes et de logiciels embarqués pour les drones permet d'apporter des solutions aux différentes questions posées par leur usage (sécurité, respect de la vie privée...).

Au cœur du système se situent les programmes vitaux de l'appareil qui assurent les fonctions essentielles du drone. C'est le rôle de la carte électronique et plus particulièrement du contrôleur de vol. Celui-ci assure différentes fonctions:

- ✓ lire les consignes de vol transmises par le récepteur radio ;
- ✓ lire les données des détecteurs qui repèrent les rotations et déplacements latéraux du drone dans les 3 dimensions : gyroscope, accéléromètre ;
- ✓ mixer les deux groupes de données précédents pour déterminer les corrections de vitesse de chaque moteur en tenant compte des consignes de vitesse de réaction choisies par le pilote ;
- ✓ envoyer aux contrôleurs des moteurs les commandes de vitesse (environ 200 fois par seconde).

Parmi les ténors du marché, on trouve le Naza du constructeur DJI. Plusieurs constructeurs ont adopté l'APM, un contrôleur de vol basé sur un système Arduino et un logiciel Open Source : c'est le cas du Chinois Walkera, et de l'Américain 3D Robotics. Les petits engins de compétition sont souvent animés par un contrôleur de vol MultiWii – une association heureuse entre le Wii Motion Plus de Nintendo et un Arduino -, ou le CC3D qui repose sur un firmware Open Source appelé OpenPilot.

Dans le cas des contrôleurs haut de gamme, il est possible de procéder à des réglages sur PC et Mac, voire sur smartphone pour ceux dotés d'une puce Bluetooth. Les options se révèlent néanmoins complexes et peu accessibles au néophyte.

A l'extérieur du système, des plateformes de programmation, ou « Software Development Kit » ou « SDK », sont ouvertes aux développeurs. Il s'agit principalement de Pix4D et d'Agisoft. Ces logiciels permettent de retraiter les vidéos et photographies pour différents usages, parmi lesquels la reproduction de cartes 3D à partir de simples photographies.

Ces logiciels rendent les drones particulièrement attrayants et innovants auprès de nombreux professionnels. En effet, que ce soit dans le cinéma ou les jeux vidéo, il est désormais possible de reproduire à l'identique et de manière virtuelle n'importe quelle carte, relief ou bâtiment, à partir d'un simple drone équipé d'un appareil photo.

2.1 Les constructeurs représentent près de 90% du marché des drones	p.11
2.2 Des utilisations encore très concentrées sur quelques secteurs	p.12
2.3 Des facteurs favoriseront l'adoption des drones par les entreprises...	p.12
2.4 ...mais des difficultés demeurent en 2016	p.13
2.5 Principaux constructeurs : un géant chinois et des leaders locaux	p.13
2.6 Des spécialistes de référence pour chaque domaine d'activité	p.14

2 – Un marché de 4,8Mds\$ à horizon 2021

2.1 Les constructeurs représentent près de 90% du marché des drones

Le marché des drones à usage militaire constitue à lui seul la quasi-totalité du marché des drones dans le monde. Selon le rapport de l'institut de recherche américain Teal Group, spécialisé sur le marché de l'aéronautique et de la défense, les drones à usage civil ne représentent que 11% du marché total. D'ici 2024, Teal Group prévoit un marché total (militaire et commercial) de 11,5Mds\$.

Le marché des drones civils devrait représenter 14% d'ici 2024 soit 1,61Md\$. L'institut de recherche américain Lux Rearch l'évalue à 1,7Md\$ d'ici 2025, alors que RadianInsights l'estime à 4,8Mds\$ en 2021 (contre 609m\$ en 2014). Par ailleurs, sur la période 2015-2024, Teal Group estime que la R&D totale des drones aura atteint 91Mds\$. Quelle que soit la source, le consensus général prévoit une forte croissance dans les années à venir. Au niveau du marché français, 286 000 modèles ont été vendus en 2015 soit 3x plus qu'en 2014 selon GfK.

Outre les constructeurs-fabricants, le marché du drone peut être divisé en 5 catégories de métiers :

- ✓ **Les assembleurs**, qui achètent et conçoivent les composants et les assemblent pour créer des plateformes de drones opérationnelles ;
- ✓ **Les distributeurs**, qui s'adressent généralement au grand public ;
- ✓ **Les opérateurs**, qui pilotent les drones dans des conditions et utilisations spécifiques ;
- ✓ **Les formateurs, ou centres de formation**, qui délivrent des entraînements et des certificats pour les pilotes désirant piloter dans l'un des cadres prévus par la DGAC (au nombre de 4) ;
- ✓ **Les programmeurs informatiques** de logiciels de pilotage, de logiciels embarqués ou d'applications mobiles.

Ces métiers requièrent diverses compétences : mécanique, électronique, aéronautique, informatique, topographique, thermographique, photographique etc.

En mars 2015, 50 sociétés de construction de drones et autour de 1 500 prestataires de services pour drones ont été enregistrés par la DGAC en France. Le marché des drones civils est dominé par les constructeurs et l'offre de drones de loisirs. Le chinois DJI et le français Parrot dominent le marché.

La France est le 1^{er} pays au monde en termes d'opérateurs de drones avec un marché qui représente 170m€ en 2015 contre 95m€ en 2014 (+78,9%). De plus, il a permis la création de 150 000 emplois d'ici 2020 (2500 pilotes professionnels ont déjà été formés en France).

Aux Etats-Unis, l'administration américaine de l'aviation civile vient de publier son nouveau rapport prévisionnel concernant la période 2017-2037. Ce dernier prédit une croissance rapide dans le secteur des drones commerciaux dans les années à venir. Depuis la mise en ligne du système de déclaration de possession d'un drone en avril 2016, la FAA rapporte que plus de 44 000 drones professionnels ont été déclarés au travers du dispositif, soit une moyenne de 1 000 drones par semaine.

En se basant sur cette information, la FAA a prédit que la flotte professionnelle américaine de drones a toutes les chances d'être multipliée par 10 en 2021 avec une estimation basse de 420 000 drones déclarés. Toutes catégories confondues, c'est-à-dire drones commerciaux et amateurs, ce sont 770 000 machines qui ont été déclarées en l'espace de 15 mois.

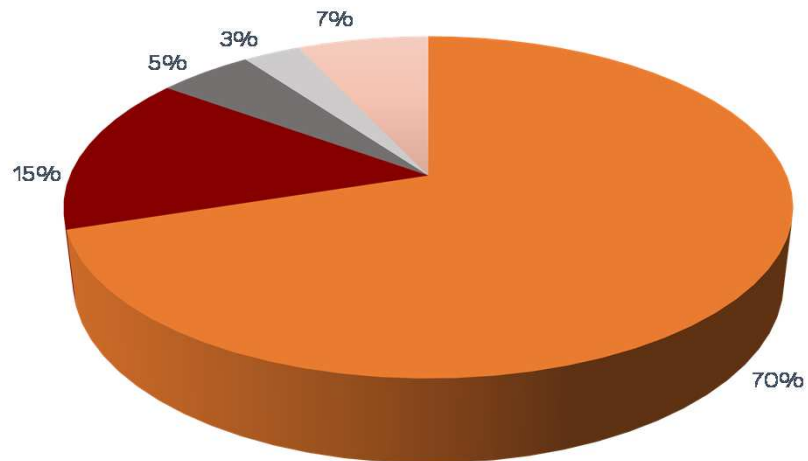
Toujours selon la FAA, la croissance du nombre de drones commerciaux employés aux Etats-Unis sera majoritairement due (à 90 %) aux drones typés « grand public » à faible coût.

2 – Un marché de 4,8Mds\$ à horizon 2021

2.2 Des utilisations encore très concentrées sur quelques secteurs

La vidéo et la photographie aérienne restent les secteurs les plus dynamiques du marché et représentent plus de 70% des prestations.

Les secteurs du marché professionnel en 2015



■ Vidéo, photographie et photogrammétrie ■ Thermographie ■ NDVI ■ Lidar ■ Autres

Source : Xerfi

2.3 Des facteurs favoriseront l'adoption des drones par les entreprises...

Selon PwC, le développement rapide de l'utilisation commerciale des drones devrait être favorisé par quatre facteurs principaux :

- ✓ **Un cadre réglementaire incitatif** : en cours dans de nombreux pays, celui-ci devrait permettre aux entreprises, qui hésitent aujourd'hui à intégrer les drones dans leurs processus opérationnels en raison d'incertitudes légales, à sauter le pas.
- ✓ **La demande croissante de données plus qualitatives et à moindre coût** : les entreprises issues de nombreux secteurs d'activité – agriculture, infrastructures et secteur minier entre autres – collectent des données géospatiales et photogrammétriques par avions, satellites ou hélicoptères depuis de nombreuses années. Les drones permettent d'obtenir des données de meilleure qualité et à un moindre coût, ce qui devraient convaincre ces entreprises de faire des drones leurs premiers outils pour récolter et analyser ces données.
- ✓ **L'accessibilité et l'analyse rapide des données collectées** : l'adoption massive de la technologie des drones à des fins commerciales sera conditionnée à la simplification et l'automatisation de leur utilisation, de même qu'à l'accessibilité des données récoltées. Cela devrait passer par leur connexion avec des appareils mobiles, tels qu'un smartphone ou une tablette.
- **Les innovations technologiques** : l'amélioration constante des solutions hardware ou software ou de data analytics embarquées, de même que le développement de nouvelles sources d'énergie (des batteries moins lourdes et offrant plus d'autonomie) sont indispensables pour convaincre les entreprises d'investir dans ces technologies.

1- L'avènement des drones : une révolution en marche

2.4 ...mais des difficultés demeurent en 2016

L'adoption des drones par les entreprises est aujourd'hui freinée par 3 difficultés :

- ✓ **La sécurité** : garantir une supervision efficace des vols de drones commerciaux et de loisirs est le défi le plus urgent que les autorités aéronautiques nationales et le secteur privé devront relever. Un système complexe de gestion du trafic aérien de drones doit être mis en place par les autorités nationales et internationales pour prévenir les collisions avec les autres objets aériens.
- ✓ **les couvertures d'assurance** : les assurances ont un rôle clé à jouer. Les vols de drones comportent des risques de pertes ou de dommages matériels (le drone, l'équipement qu'il transporte mais aussi de dommages matériels ou physiques sur autrui), contre lesquelles les entreprises qui font usages de drones doivent s'assurer.
- ✓ **les questions de protection de la vie privée** : les nombreuses données collectées par les drones lorsqu'ils survolent certains sites peuvent comprendre des informations confidentielles ou sensibles concernant la vie privée d'autrui ou des agissements privés. Or, il n'est pas établi clairement aujourd'hui quel type de données les entreprises peuvent collecter ou comment ces données devraient être conservées.

2.5 Principaux constructeurs : un géant chinois et des leaders locaux

Créée en 2006 par Frank Wang, la société chinoise DJI, basée à Hong Kong, est le champion mondial des drones à usage civil. La société est en passe de doubler son chiffre d'affaires pour atteindre 1Md\$ en 2015. DJI avait vendu 400 000 de ses drones en 2014 avec un premier prix débutant à 859\$. Largement connu pour son très populaire Phantom, DJI est très prisée des photographes et des cinéastes. Mais la société entend dépasser le registre du « simple » constructeur de drones en proposant une véritable plate-forme (logicielle et matérielle). DJI a ainsi commencé à proposer un kit de développement lors de la commercialisation de son dernier drone, le Inspire One, en novembre 2014. La plupart des assembleurs/constructeurs français, se contentent de « customiser » les appareils DJI pour leurs propres besoins. Après avoir levé 75m€ auprès du fond Accel Partners en mai 2015, DJI apparaît comme le plus grand fabricant de drones du monde. Selon certaines sources, DJI a réalisé 500m\$ de chiffre d'affaires en 2014, contre 50m\$ pour 3D Robotics.

3D Robotics s'est renforcée en février 2015 avec une levée de fonds de 50m\$ pour une valorisation bien moindre. C'est une société fondée par l'ancien responsable aux Etats Unis de DJI, Colin Guinn. Il s'agit du plus gros fabricant de drones américains grand public. Le groupe est soutenu financièrement par Qualcomm et Sandisk. Le fonds d'investissement Sequoia a également investi 30m\$ en 2014 valorisant la société à 1,6Mds\$. 3D Robotics a créé un OS en open source pour attirer les programmeurs avec des drones meilleur marché.

Parrot est leader mondial des drones à usage récréatif. Fondée en 1994 par Henri Seydoux, Parrot conçoit, développe et commercialise des produits grand public et de haute technologie pour les Smartphones et tablettes. Ses ventes de drones ont baissé de -37,7% en 2016 et son CA 2016 a atteint 114,2m€, soit près de la moitié du CA total de la société.

2 – Un marché de 4,8Mds\$ à horizon 2021

2.6 Des spécialistes de référence pour chaque domaine d'activité

Si les grands constructeurs dominent le marché du drone, de nombreuses PME ont adapté la technologie drone à des secteurs d'activités bien spécifiques. En France, certains acteurs commencent à être reconnus comme constructeurs et/ou opérateurs de drones pour un segment de marché spécifique. Citons par exemple :

- ✓ Red Bird, exploitant de drones civils, leader dans le domaine des applications industrielles et agricoles ;
- ✓ Fly-n-Sense, constructeur, spécialiste de l'assistance aux pompiers avec sa solution appelée « Staff » qui permet la gestion, le suivi de l'évolution du front de flamme, permettant de cibler plus efficacement les zones à traiter en priorité et de renforcer la sécurité en cas de risque d'encerclement ;
- ✓ Dronea, opérateur de drones, leader dans le suivi de chantier ;
- ✓ Novadem, spécialiste dans la conception, le développement et la vente de drones pour applications civiles et militaires dans les domaines de l'agriculture, le contrôle d'ouvrage et la gestion de crises . Le groupe se démarque notamment avec sa technologie LPS (Local Positioning System), développée en interne, qui permet de réaliser une inspection d'ouvrage totalement automatisée sans GPS, une première mondiale ;
- ✓ Squadrone, une start-up grenobloise spécialisée dans les sports extrêmes, qui travaille sur un modèle de drone Hexo+, censé être capable de filmer une performance sportive en toute autonomie. Le drone Hexo+ est en précommande sur internet (hexoplus.com) et sa livraison est prévue avant la fin de l'année 2015. Citons ici le drone Lily, concurrent de l'Hexo+, mis au point dans un laboratoire de l'université de Berkeley. Il est en précommande sur internet (www.lily.camera) pour une livraison prévue en février 2016. Ce drone peut suivre à la trace le sportif, éviter des obstacles et filmer avec une vue à 360°.

Pour émerger sur le marché du drone, il faut donc soit être un grand généraliste, soit être un spécialiste leader sur un marché de niche. Drone Volt est en l'occurrence leader sur le marché des médias en France.

3.1 Un serial entrepreneur à l'origine de Drone Volt	p.16
3.2 Drone Volt : les qualités d'un généraliste, les avantages d'un spécialiste	p.16
3.2.1 Les débuts : une activité de distributeur-assembleur pour le grand public	p.16
3.2.2 Drone Volt inclut 3 types de prestations à sa vente de matériel	p.16
3.2.3 Conception de drones professionnels sur mesure	p.17
3.2.4 Drone Volt travaille avec les 4 principaux fournisseurs internationaux	p.17
3.3 Drone Volt : un nouveau constructeur	p.18
3.3.1 Une augmentation des effectifs pour accompagner la force de vente	p.18
3.3.2 Une augmentation des investissements pour développer la R&D	p.18
3.3.3 Internationalisation : trois filiales depuis fin 2015	p.18

3 – Drone Volt couvre 70% du marché des médias en France

3.1 Un serial entrepreneur à l'origine de Drone Volt

A l'origine de Drone Volt, Dimitri Batsis, un serial entrepreneur à succès qui débuta dans les affaires dès 1987 avec la création d'une société de minitel. Quelques années plus tard, cette société est transformée en « web agency », spécialisée dans le développement et l'hébergement de sites internet avec un premier data center à Chantilly. Coté sur le marché libre en 2000, la société arrive 24e parmi 900 000 entreprises dans le classement Coface/Figaro des sociétés ayant le meilleur bilan. Elle sera revendue à Keyrus (Eric Coen) quelques années plus tard. En 2012, Dimitri Batsis entre au capital de FPV Forever, un site dédié au drone de loisir créé en 2011. Il possède d'abord 50% de la société puis rachète les 50% restant dès octobre 2013 pour rediriger la stratégie de la société vers le marché des professionnels, plus rentable. Le développement de la société s'est fait très rapidement par croissance interne de +338% entre 2012 et 2015, le CA passant de 0,8m€ en 2012 (+465%), à 1,2m€ en 2013 (+49%), 1,7m€ en 2014 (+40%), et 3,6m€ en 2015 (+109,5%).

3.2 Drone Volt : les qualités d'un généraliste, les avantages d'un spécialiste

3.2.1 Les débuts : une activité de distributeur-assembleur pour le grand public

Drone Volt assemble et distribue des pièces et des systèmes de drones en provenance d'autres industriels tels que le chinois DJI. Ces produits ont d'abord été destinés au marché grand public et s'adressent à une petite partie de consommateurs bien informés qui doivent acheter des pièces détachées pour construire leurs propres systèmes. Les ventes aux particuliers ont lieu au travers du site internet de l'entreprise (www.fpv4ever.com).

Cette branche contribue toujours à l'activité, mais elle n'est plus la priorité pour la croissance du CA et le groupe s'attend à ce qu'elle demeure constante par rapport aux autres activités.

3.2.2 Drone Volt inclut 3 types de prestations à sa vente de matériel

Drone Volt commercialise ses drones « nus » ou sous forme de packs. L'ensemble peut inclure des accessoires, des nacelles spécifiques, de la formation, du matériel (transport des drones et équipements).

Les prestations de service sont de trois natures :

- ✓ L'organisation de formation pour l'utilisation des drones ;
- ✓ L'intervention du SAV pour l'entretien ou la réparation des drones ;
- ✓ Les démarches administratives pour l'utilisation des drones (immatriculations).

Certaines formations peuvent être intégrées dans des packs, tandis que d'autres se déroulent en groupe dans le cadre de sessions périodiques.

La dernière branche d'activité développée fait suite à la réglementation établie par la DGAC qui impose aux opérateurs d'être inscrits auprès d'elle, de remplir une demande auprès de la Préfecture pour obtenir une autorisation de vol et oblige les pilotes à suivre une période de formation et à obtenir un certificat. Drone Volt peut faciliter ces procédures administratives en proposant un service supplémentaire dans son offre. Le groupe a par ailleurs créé une académie qui propose des sessions d'entraînement aux futurs pilotes. Cette académie bénéficie de solides infrastructures à Villepinte, comprenant un hall permettant des sessions de vol sous mauvais temps. Cette activité a représenté 100k€ de chiffre d'affaires en 2016.

3 – Drone Volt couvre 70% du marché des médias en France

3.2.3 Conception de drones professionnels sur mesure

La stratégie de Drone Volt est de développer le marché professionnel en créant des drones spécifiques destinés à des applications bien précises. Drone Volt propose aujourd'hui une chaîne de services, allant du système de drone à la formation et au support administratif, pour se conformer à la réglementation française. Ces drones sont vendus en moyenne 15k€.

Drone Volt Factory répond à ce besoin à travers un bureau d'études, spécialisé dans la conception de solutions professionnelles sur-mesure et qui intervient au niveau de l'ensemble des étapes du cycle d'un projet de la réalisation d'un drone à sa finalisation :

- ✓ Etude de faisabilité
- ✓ Développement : étude de conception – modélisation – calculs
- ✓ Prototypage : fabrication – modifications – évolutions
- ✓ Conception : design – structure
- ✓ Industrialisation : préparation technique (méthode, essais)
- ✓ Certification

3.2.3 Une clientèle diversifiée et solvable

La clientèle professionnelle de Drone Volt peut être regroupée en 3 grandes familles :

- ✓ Administrations : Ministère de l'Intérieur, Gendarmerie des transports aériens (GTA), Groupe d'Intervention de la Police nationale (GIPN), etc. ;
- ✓ Industriels : Bouygues Energies & Services, Thales, etc.
- ✓ Médias :
 - Journaux en direct : Groupe TF1, France Télévisions, NextRadioTV, EuropaCorp., etc.
 - Petits opérateurs dont producteurs d'émissions : Freeway (Tour de France).

Le plus grand débouché à ce jour est le marché des médias, les chaînes de télévision en particulier, qui utilisent les drones pour obtenir des images qu'il était impossible d'obtenir auparavant (un hélicoptère était bien trop coûteux ou son domaine de survol limité et/ou trop restreint). Drone Volt fournit des systèmes aux principales chaînes de télévisions françaises et ce marché est en plein développement.

3.2.4 Drone Volt travaille avec les 4 principaux fournisseurs internationaux

Les principaux fournisseurs de Drone Volt sont les fabricants de « porteurs ». Drone Volt en compte 4, dont 2 en Asie, 1 aux Etats-Unis et 1 en Europe.

De nombreux autres fournisseurs assurent l'approvisionnement de l'entreprise en matériel de prise de vue ou de mesure, en chargeurs, batteries, hélices, écrans de commande, composants électroniques, logiciels, etc. Ces fournisseurs sont notamment basés en Allemagne et en Suisse. La société est donc sensible aux variations des changes.

3 – Drone Volt couvre 70% du marché des médias en France

Drone Volt apporte une réponse aux demandes des professionnels grâce à des drones préparés à partir de porteurs standards (industrialisés en Chine) ou conçus en interne et de composants hautement technologiques (caméra infrarouge, logiciel d'architecture, photogrammétrie, ortho mosaïque,...) provenant principalement d'Europe.

3.3 Drone Volt : un nouveau constructeur

3.3.1 Une augmentation des effectifs pour accompagner la force de vente

En France, Drone Volt souhaite être leader sur les ventes aux prestataires qui louent leurs compétences à des acteurs de métiers. Selon la DGAC (Direction Générale de l'Aviation Civile), Drone Volt va également étendre progressivement son action commerciale à tous les types d'applications de drones professionnels (cartographie aérienne, sécurité, inspection, environnement et agriculture). Le 9 juin 2015, le groupe a annoncé son inscription par la DGAC comme constructeur aéronautique et spatial. Drone Volt confirme ainsi sa position stratégique dans la chaîne de valeur de la filière.

3.3.2 Une augmentation des investissements pour développer la R&D

Alors qu'elle assemblait des pièces préconçues, la société a lancé sa propre R&D, pour concevoir des parties entièrement personnalisées pour sa production. Depuis le S2 2016 on voit progressivement émerger ce nouveau positionnement à travers le développement de l'activité Drone Volt Factory.

3.3.3 Internationalisation : trois filiales depuis fin 2015

Le groupe compte développer son activité dans différents pays d'Europe et aux Etats-Unis au fur et à mesure de la mise en place des réglementations sur les différents marchés. Grâce à son expérience dans un environnement très réglementé, la société pourrait transposer son business model vers d'autres pays. Les Etats Unis sont une cible de choix car la FAA a récemment établi une nouvelle réglementation au niveau fédéral, qui remplace toutes les réglementations existantes au niveau des états. Cela permet de faciliter l'intégration du marché américain par un acteur extérieur comme Drone Volt car cela évite les lourdeurs administratives liées aux spécificités de chaque état et accélère le développement au niveau territorial.

Le groupe a ouvert sa première filiale au Danemark. Kim Larsen a la responsabilité du développement. Il s'agit d'un entrepreneur avec une forte expérience dans la création d'entreprises de croissance. La succursale proposera à sa clientèle de professionnels et de particuliers toutes les gammes de drones civils conçus par le siège français via son site de vente en ligne www.dronevolt.dk. Les activités de cette nouvelle antenne incluront, comme en France, la commercialisation des solutions clés en main comprenant les drones et systèmes stabilisés d'imagerie, les accessoires, les nacelles spécifiques, les équipements, la formation au pilotage, l'ensemble des démarches administratives et toute une gamme d'autres services. Cette filiale a pour mission la conquête de toute la Scandinavie (Norvège, Suède, Finlande).

En mars 2016, la société a annoncé l'ouverture d'une filiale au Bénélux (détenue à 51%) puis en juin 2016, le démarrage de sa filiale au Canada.

4.1 Chiffre d'affaires : un TMVA 2016/2020 attendu de +40,7%	p.20
4.2 Une amélioration du taux de marge brute qui a déjà commencé	p.21
4.3 De l'hyper-croissance à la rentabilité	p.22
4.4 Le BFR : le facteur limitant la croissance	p.23
4.5 Une génération de cash encore faible	p.23
4.6 Valorisation : l'approche par DCF seule pertinente	p.25
4.6.1 Peu de comparables...et sans consensus utilisable	p.25
4.6.2 Méthode des Discounted Cash-Flows	p.25

4 – Stratégie et valorisation

4.1 Chiffre d'affaires : un TMVA 2016/2020 attendu de +40,7%

La dernière analyse du cabinet MarketsandMarkets sur le marché mondial des drones, annonce une progression de +20% (CAGR) de 2016 à 2022. En fin de période, ce marché devrait alors peser 21,23Mds\$, en tenant compte aussi bien des systèmes militaires que commerciaux.

Selon nous, le marché des drones dédiés aux professionnels, et plus particulièrement les drones « sur mesure » répondant à une utilisation précise, sera le plus dynamique. L'analyse du cabinet MarketsandMarkets précise d'ailleurs qu'à l'horizon 2022, les drones commerciaux représenteront probablement la plus grosse part du marché mondial.

Malgré cela, au regard de la nouvelle stratégie mise en œuvre par DRONE VOLT (axée sur l'augmentation de la valeur ajoutée), il nous apparaît que nos précédents taux de croissance du CA 2017-2019 (+72,2% / 54,9%) sont trop optimistes

Hypothèses de croissance du CA groupe par segment d'activité

en m€	12/16	12/17e	12/18e	12/19e	12/20e	12/17e	12/18e	12/19e	12/20e
CHIFFRE D'AFFAIRES	6,82	9,55	13,18	18,63	26,76	40,0%	38,1%	41,4%	43,6%
CA hors France	1,74	3,40	6,00	10,50	14,80	95,2%	76,5%	75,0%	41,0%
CA Grand public	2,80	3,50	4,19	5,03	6,04	25%	20%	20%	20%
CA Professionnel	3,30	4,45	5,79	7,52	9,78	35%	30%	30%	30%
CA Factory	0,62	1,37	2,75	5,22	9,40	120%	100%	90%	80%
CA Prestations	0,10	0,23	0,45	0,86	1,54	120%	100%	90%	80%
CA France	5,08	6,15	7,18	8,13	11,96	21,0%	16,8%	13,3%	47,0%
CA Danemark (détenue à 100%)	1,14	1,80	2,20	3,50	4,00	57,6%	22,2%	59,1%	14,3%
CA Canada (détenue à 51%)	0,41	1,00	1,60	2,40	3,20	146,0%	60,0%	50,0%	33,3%
CA Bénélux (détenue à 51%)	0,19	0,60	1,40	2,20	3,00	209,8%	133,3%	57,1%	36,4%
CA Filiale 1			0,80	1,60	2,20			100,0%	37,5%
CA Filiale 2				0,80	1,60				100,0%
CA Filiale 3					0,80				

Source : Invest Securities

La croissance sera à la fois tirée par les nouveaux clients, mais également par une certaine récurrence : les clients (professionnels) existants rentabilisent très vite leur achat et n'hésitent donc pas à acheter un nouveau modèle plus performant. D'autre part, l'activité de pilotage mène souvent à la casse partielle ou totale du drone, ce qui améliore également la récurrence du CA.

La stratégie de la société initiée fin 2015 est de se focaliser de plus en plus sur les clients professionnels, générateurs de plus fortes marges, de concevoir, développer et commercialiser des drones « sur-mesure » destinés à une activité particulière (ex : le Drone Spray pour le nettoyage des toitures). Nous anticipons une croissance très importante de cette activité (CA professionnel et CA prestation de services associé) sur la période 2017-2020.

Répartition attendue du CA groupe par segment d'activité

	2016	2017e	2018e	2019e	2020e
CA Professionnel	48%	47%	44%	40%	37%
CA Factory	9%	14%	21%	28%	35%
CA Prestations	2%	2%	3%	5%	6%
TOTAL	100%	100%	100%	100%	100%

Source : Invest Securities

4 – Stratégie et valorisation

Ainsi, le poids du segment Factory et Prestation dans le CA devrait augmenter progressivement, nous nous attendons à 36% du CA là où la société a annoncé qu'elle pourrait tendre vers 50%.

Répartition attendue du CA France / Hors France

	2016	2017e	2018e	2019e	2020e
CA France	74%	64%	54%	44%	45%
CA Hors France	26%	36%	46%	56%	55%
TOTAL	100%	100%	100%	100%	100%

Source : Invest Securities

Enfin, le CA hors France devrait logiquement augmenter progressivement avec, dans un premier temps la montée en puissance des filiales existantes et dans un second temps l'ouverture de 3 nouvelles filiales d'ici 2020.

4.2 Une amélioration du taux de marge brute qui a déjà commencé

La marge brute dans le grand public est historiquement plus faible que celle du segment professionnel, car le service apporté n'est pas le même : pour le grand public (i.e. ventes par Internet), le modèle s'approche plus de la distribution pure, alors que pour les professionnels, Drone Volt apporte de plus en plus de valeur ajoutée : outre les services de formation sur site, de mise aux normes locales et d'aide à la déclaration à la DGAC (obligatoire pour les professionnels), la société propose maintenant, grâce à Drone Volt Factory ses propres modèles de drones dédiés (Drone Spray, Z18).

Au S2 2016, la marge brute est ressortie à 27% (vs 12% au S1 2016 et 16% en 2015). Ceci illustre la montée en puissance de l'activité « professionnel » et le démarrage de Drone Volt Factory dont la marge est encore plus élevée

A partir de cet élément, nous avons construit les hypothèses de marges brutes par segment suivantes :

- ✓ Grand public (distribution pure) : 15%
- ✓ Professionnel : 25%
- ✓ Drone Volt Factory : 50%
- ✓ Prestations de service : 50%

Ainsi, via un effet mix, nous anticipons montée régulière de la marge brute globale sur la période 2017-2020 (de 25,5% en 2015 à 31,8% en 2020) soit des taux légèrement plus élevés quand dans notre dernière étude.

Hypothèses d'évolution de la marge brute par activité

en m€	12/16	12/17e	12/18e	12/19e	12/20e	12/17e	12/18e	12/19e	12/20e
CHIFFRE D'AFFAIRES	6,82	9,55	13,18	18,63	26,76	40,0%	38,1%	41,4%	43,6%
coût des ventes	-5,43	-7,11	-9,50	-12,96	-17,94	-74,5%	-72,1%	-69,5%	-67,0%
Marge brute grand public	0,36	0,52	0,63	0,75	0,91	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%
Marge brute professionnel	0,66	1,11	1,45	1,88	2,44	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%
Marge brute Factory	0,31	0,69	1,37	2,61	4,70	50,0%	50,0%	50,0%	50,0%
Marge brute prestation	0,05	0,11	0,23	0,43	0,77	50,0%	50,0%	50,0%	50,0%
MARGE BRUTE	1,39	2,44	3,68	5,67	8,82	25,5%	27,9%	30,5%	33,0%

Source : Invest Securities

4 – Stratégie et valorisation

4.3 De l'hyper-croissance à la rentabilité

La société s'est développée extrêmement rapidement : fin 2014, elle ne compte que 5 personnes alors que le CA atteint 1,7m€ et est en très forte progression. La nécessité de recruter et de structurer pour pouvoir faire face à la demande est impérative. Cela a commencé en 2015 avec l'embauche de 9 personnes puis surtout en 2016 avec le recrutement de 22 personnes (dont 7 pour les filiales) dont un directeur général expérimenté.

Au S1 2016 la société a intégré des nouveaux locaux avec une salle de vol. A fin 2016, le groupe emploie 36 personnes et si les recrutements très fortement ralentir cette année, ils devraient reprendre dès 2018 avec l'ouverture de nouvelles filiales.

Evolution du nombre d'employés et du salaire moyen chargé

	12/15	12/16e	12/17e	12/18e	12/19e	12/20e
Nombre de salariés début année	5	14	36	39	50	61
embauche France	7	15	1	2	5	5
embauche filiales	2	7	2	9	6	11
Embauches	9	22	3	11	11	16
Nombre de salariés fin année	14	36	39	50	61	77
Nombre de salariés moyen	10	25	38	45	56	69
Salaire moyen chargé (m€)	0,051	0,045	0,045	0,045	0,045	0,045
Masse salariale (m€)	0,72	1,62	1,68	2,00	2,49	3,10
CA/nb employé moyen (m€)	0,38	0,27	0,25	0,30	0,34	0,39

Source : Invest Securities

L'année 2016 a donc été une année de structuration et d'investissement humains et même si la croissance du CA a été forte (+90%) et que la marge brute a fortement augmenté (27% au S2 2016 vs 12% au S1 2016), la société n'a pas encore atteint son point d'équilibre.

Compte de résultat prévisionnel

en m€	12/16	12/17e	12/18e	12/19e	12/20e	12/17e	12/18e	12/19e	12/20e
CHIFFRE D'AFFAIRES	6,82	9,55	13,18	18,63	26,76	40,0%	38,1%	41,4%	43,6%
coût des ventes	-5,43	-7,11	-9,50	-12,96	-17,94	-74,5%	-72,1%	-69,5%	-67,0%
MARGE BRUTE	1,39	2,44	3,68	5,67	8,82	25,5%	27,9%	30,5%	33,0%
Autres produits	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00				
Loyer Villepinte	-0,09	-0,12	-0,13	-0,13	-0,13				
Autres charges externes	-2,17	-2,16	-2,16	-2,19	-2,43				
Salaires & charges	-1,62	-1,68	-2,00	-2,49	-3,10				
Impôts & taxes	-0,02	-0,03	-0,04	-0,06	-0,08				
EBITDA	-2,13	-1,56	-0,65	0,81	3,08	-16,3%	-4,9%	4,4%	11,5%
Amortissements	-0,16	-0,18	-0,24	-0,30	-0,36				
Total DAP nettes	-0,16	-0,18	-0,24	-0,30	-0,36				
EBITA	-2,29	-1,74	-0,89	0,51	2,72	-18,2%	-6,7%	2,8%	10,2%
RESULTAT OPERATIONNEL NC	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00				
EBIT	-2,29	-1,74	-0,89	0,51	2,72	-18,2%	-6,7%	2,8%	10,2%

Source : Invest Securities

Selon nos prévisions l'équilibre devrait être atteint en 2019.

4 – Stratégie et valorisation

4.4 Le BFR : le facteur limitant la croissance

Les investissements corporels sont relativement faibles. Ils sont constitués chaque année d'outillages et d'instruments de mesure, de matériel informatique, de livraison et de manutention. Ceci explique la faiblesse des amortissements.

Les investissements en R&D que nous estimons autour de 150k€/an sont amortis sur 36 mois, le CIR en finance environ 1/3. En ce qui concerne le développement international, il faut compter 250k€ d'investissement par filiale.

Le BFR reste le poste le plus important. Dès le départ, Drone Volt a exigé des paiements clients en avance, à la fois auprès des particuliers et des grands comptes. Ceci a permis à la société d'afficher un délai client de 15 jours (4% du CA) sur 2014. Malheureusement, cet état n'a pu être maintenu avec l'arrivée de très grands comptes. Sur 2016 le BFR total est de 13% du CA et nous prévoyons prudemment une hausse progressive jusqu'à 15%.

Éléments de bilan (m€)	12/16e	12/17e	12/18e	12/19e	12/20e
Fonds de roulement	0,23	0,02	-0,52	0,44	3,08
BFR d'exploitation	1,10	1,41	1,61	2,19	3,29
BFR total	0,91	1,38	1,70	2,60	4,19
Capitaux employés (hors goodwill)	1,87	2,35	3,04	4,24	6,08
Capitaux employés (inclus goodwill)	1,87	2,35	3,04	4,24	6,08
Endettement net	0,69	1,36	2,22	2,17	1,11
Gearing	n.s.	66%	130%	85%	23%

Source : Invest Securities

En ce qui concerne les stocks, la très forte croissance implique également un niveau de stock plus important (le nombre de références va croissant...).

Enfin, la prédominance du fournisseur chinois DJI qui impose des paiements comptant pèse sur le poste fournisseur (6% des achats seulement en 2016). C'est la seule composante du BFR qui devrait s'améliorer dans le temps d'une part grâce à l'élargissement du nombre de fournisseurs dont certains sont plus conciliants et d'autre part grâce au poids croissant de la société vis-à-vis de ses fournisseurs. Nous prévoyons ainsi une remontée linéaire vers 10% des achats.

4.5 Une génération de cash encore faible

Afin de financer sa croissance, la société qui n'est pas encore en cash flow d'exploitation positif a eu recours à plusieurs sources de financement depuis 2015:

- ✓ Des augmentations de capital pour un montant total de 5,9m€ ;
- ✓ Un prêt de 0,3m€ auprès d'un partenaire bancaire à des conditions très avantageuses (durée 5 ans, taux 1%) ;
- ✓ Un prêt OSEO de 0,75m€ d'une durée de 7 ans avec deux ans de différé de remboursement au taux de 2%.

4 – Stratégie et valorisation

La génération de cash reste en effet insuffisante et nous prévoyons que l'activité reste consommatrice de cash jusqu'en 2019.

Cash Flow Statement (m€)	12/16	12/17	12/18	12/19	12/20
Résultat net	-1,67	-1,13	-0,30	0,93	2,40
DAP nettes	0,16	0,18	0,24	0,30	0,36
Autres impacts non cash	-1,0	0,00	0,00	0,00	0,00
Cash Flow Brut	-2,46	-0,95	-0,06	1,23	2,76
Variation du BFR	-0,78	-0,31	-0,20	-0,58	-1,10
Investissements	-0,85	-0,20	-0,60	-0,60	-0,60
Free Cash Flow	-4,09	-1,46	-0,86	0,06	1,05

Source : Invest Securities

Afin de réaliser nos prévisions, un financement d'environ 3m€ sera nécessaire. Nous l'anticipons dans nos prévisions sous forme de dette.

Il nous apparaît néanmoins que la faiblesse des fonds propres de la société va pénaliser la croissance à court terme comme le montre notre bilan prévisionnel tendu. Une opération capitalistique significative donnerait une marge de manœuvre dont la société aura bien besoin, notamment si elle venait à avoir des très gros clients.

Bilan actif (m€)	12/16	12/17e	12/18e	12/19e	12/20e
Immo Incorpo	0,64	0,64	0,64	0,64	0,64
Goodwill	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Immo Corpo	0,32	0,34	0,70	1,01	1,25
Autres actifs non courants	1,32	1,31	1,28	1,28	1,28
Total actif non courant	2,28	2,28	2,61	2,92	3,16
Stocks	0,98	1,34	1,58	2,24	3,21
Clients	0,43	0,57	0,79	1,12	1,87
Autres créances	0,51	0,51	0,51	0,51	0,51
Total trésorerie	1,40	0,50	0,30	1,02	2,74
Total actif courant	3,32	2,92	3,18	4,88	8,33
Total actif	5,59	5,20	5,80	7,80	11,49

Bilan passif (m€)	12/16	12/17e	12/18e	12/19e	12/20e
Fonds propres part du groupe	2,45	2,05	1,70	2,54	4,74
Intérêts minoritaires	0,05	0,08	0,10	0,20	0,40
Fonds propres	2,49	2,13	1,80	2,74	5,14
provisions pour risques et charges	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01
Dettes financières non courantes	1,94	1,72	2,38	3,05	3,71
Autres passifs non courants	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Total passif non courant	1,95	1,73	2,39	3,06	3,72
Fournisseurs	0,31	0,50	0,76	1,17	1,79
Dettes financières courantes	0,14	0,14	0,14	0,14	0,14
Autres passifs courants	0,70	0,70	0,70	0,70	0,70
Total passif courant	1,15	1,34	1,60	2,01	2,63
Total passif	5,59	5,20	5,80	7,80	11,49

Source : Invest Securities

4 – Stratégie et valorisation

4.6 Valorisation : l'approche par DCF seule pertinente

4.6.1 Peu de comparables...et sans consensus utilisable

Il n'y a pas réellement de comparable coté qui puisse être utilisé : une partie (environ 50%) de l'activité de Parrot concerne bien les Drones mais la grande majorité du CA généré est réalisé avec le grand public. Nous avons retenu trois sociétés qui pourraient être relativement proches.

Cybaero est une entreprise aérospatiale basée en Suède. La société fondée en 2003 développe et commercialise des véhicules aériens sans pilote. Elle a réalisé en 2016 un CA de 2,95mSEK et sa capitalisation s'élève à 113mSEK en date du 31 mars 2017.

AeroVironment est une firme américaine basée en Californie spécialisée dans l'invention et la fabrication de véhicules, en particulier aériens. Fondée en 1971 par l'ingénieur aéronautique Paul McCready, elle s'est fait connaître grâce au Gossamer Condor, premier avion à propulsion humaine, dans les années 1970. Depuis, elle s'est spécialisée dans la conception et la production de drones à usage civil ou militaire, présentant en 2011 un modèle du Nano Hummingbird, un drone à peine plus grand qu'un colibri. Elle a aussi développé, avec le CalTech, un ornithoptère (drone battant des ailes), appelé MicroBat. AeroVironment est ainsi devenue la première firme sur le secteur des drones miniatures, en particulier avec ses modèles Raven, WASP et Puma AE. Elle a réalisé un CA de 264m\$ en 2014 et sa capitalisation s'élève à 607m\$ en date du 31 mars 2017.

Drone Aviation Holding conceptualise et fabrique des systèmes de vol sans pilote en combinant ingénierie, logiciels et systèmes de sécurité. Elle a réalisé un CA de 2m\$ en 2014 et sa capitalisation s'élève à 18m\$ en date du 31 mars 2017.

4.6.2 Méthode des Discounted Cash-Flows

Principales hypothèses

Nous nous sommes basés sur nos prévisions pour la période 2015 à 2020 avec un flux normatif en 2026. Nous avons ensuite établi les flux en retenant les hypothèses suivantes : un taux de croissance intermédiaire (2020/2027) moyen de +20% ;

- ✓ un taux de croissance à l'infini de +1%
- ✓ une marge d'exploitation normative de 15% ;
- ✓ un BFR normatif de 15% du CA.

Les investissements et les dotations aux amortissements sont modérés pour le groupe. Les variations de BFR sont essentiellement liées aux variations du chiffre d'affaires. Nous utilisons un taux d'imposition théorique de 33% sur toute la période. En ce qui concerne le CIR, nous le calculons en prenant en compte deux salariés dédiés à plein temps au taux de 30% et ce, jusqu'en 2020 inclus.

Hypothèses	
Horizon	10 ans
Croissance moyenne 2020/2025	20,0%
Marge d'exploitation normative (dès 2022)	15,0%
Taux de croissance à l'infini	1,0%
BFR normatif en % du CA	15,0%

Source : Invest Securities

4 – Stratégie et valorisation

Calcul du WACC

Pour le calcul du coût du capital nous avons retenu un taux sans risque de 0,89% (OAT 10 ans au 07/04/17) et une prime de risque du marché de 5,82% calculée par Factset (par rapport au CAC 40, au 07/04/17). Nous ne retenons pas le bêta pour notre calcul du coût du capital, car le titre n'est pas coté depuis assez longtemps pour que ce dernier soit significatif. Nous utilisons à la place une prime de risque spécifique que nous retenons égale à 6%.

La société étant très peu endettée (dette nette de moins de 0,7m€ à fin 2016), notre taux d'actualisation repose ainsi presque exclusivement sur le coût du capital et ressort à 11,5%.

Calcul du WACC	
Capitalisation boursière	17,4
Taux sans risque	0,9%
Prime de Marché	5,8%
Prime spécifique	5,0%
Coût du capital	11,7%
Coût de la dette	2,0%
Taux d'imposition	33,0%
Coût net de la dette	1,3%
Dette nette	2%
Equity	98%
Taux d'actualisation	11,5%

Source : Invest Securities

Tableau de flux et valorisation

m€	12/17e	12/18e	12/19e	12/20e	12/21e	12/22e	12/23e	12/24e	12/25e	12/26e	12/27e	Normatif
CA	9,5	13,2	18,6	26,8	32,1	38,5	46,2	55,5	66,6	67,2	67,9	68,6
EBIT	-1,7	-0,9	0,5	2,7	4,0	5,8	6,9	8,3	10,0	10,1	10,2	10,3
Marge d'exploitation	-18,2%	-6,7%	2,8%	10,2%	12,6%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%
DAP nettes	0,2	0,2	0,3	0,4	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
EBITDA	-1,6	-0,7	0,8	3,1	4,2	6,0	7,1	8,5	10,2	10,3	10,4	10,5
Impôt théorique	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%
Cash flow brut	-1,0	-0,4	0,6	2,2	2,9	4,1	4,8	5,8	6,9	6,9	7,0	7,1
BFR	1,4	1,6	2,2	4,0	4,8	5,8	6,9	8,3	10,0	10,1	10,2	10,3
BFR en % du CA	14,8%	12,2%	11,7%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%
Variation du BFR	-0,3	-0,2	-0,6	-1,8	-0,8	-1,0	-1,2	-1,4	-1,7	-1,7	-1,7	-1,7
Investissements	-0,2	-0,6	-0,6	-0,6	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2
Free cash flow	-1,5	-1,2	-0,5	-0,3	1,9	2,9	3,5	4,2	5,0	5,0	5,1	5,2
coeff	0,7	1,7	2,7	3,7	4,7	5,7	6,7	7,7	8,7	9,7	10,7	11,7
FCF actualisés	-1,4	-1,0	-0,4	-0,2	1,1	1,6	1,7	1,8	1,9	1,8	1,6	

Source : Invest Securities

4 – Stratégie et valorisation

Notre DCF fait ressortir une valorisation de 30,3m€, soit 1,28€/action sur une base diluée.

Date du Conseil d'administration	30/06/15				
Nature de l'option	BSA	OCA	OCA	BSA	BSA
Quantité totale autorisée	1 117 000	en circulation	à tirer	en circulation	à tirer
Nombre total d'options attribuées	1 117 000	50	250	1 726 324	2 173 913
Points de départ d'exercice	22/07/15				
durée de validité	22/07/20	12 mois	12 mois	36 mois	36 mois
Nombre d'option pour une action	10	1	1	1	1
prix d'exercice de l'action	2,70 €			1,15 €	1,15 €
Exercés	0		0		0
Caducs	0				
Valides	1 117 000				
Nombre d'actions potentielles	0	565 217	2 826 087	1 726 324	2 173 913
Nombre d'actions potentielles cumulé	0	565 217	3 391 304	5 117 628	7 291 541
Cash in correspondant (m€)	0,0	0,5	2,5	2,0	2,5
Cash in cumulé (m€)	0,0	0,5	3,0	5,0	7,5
<i>Hyp de cours pour les prix d'exercice</i>		<i>1,0</i>	<i>1,0</i>	<i>1,0</i>	<i>1,0</i>

Nous ne tenons pas compte des BSA (1 117 000) dont le prix d'exercice de 2,7€ (1 action pour 10 BSA) est trop éloigné de la valorisation actuelle. En revanche, nous intégrons dans notre dilution, l'intégralité des OCABSA restant à exercer. La dilution représente 44,8% du nombre de titres actuel.

Finalement, notre valorisation ressort à 1,28€ (vs 1,50€ préc), l'impact de la révision à la baisse de nos taux de croissance 2017-2020 estimés étant plus fort que celui de la hausse de nos marges brutes sur la même période. Notons que si le groupe n'utilisait pas les OCABSA restantes notre objectif passerait à 1,37€.

Valorisation	m€ €/action	
Somme des FCF actualisés	8,5	0,69
Valeur terminale	15,4	1,25
Endettement net	-0,7	-0,06
Minoritaires	-0,5	-0,04
Immobilisations financières	0,0	0,00
Cash in des OC et BSA	7,5	0,61
Valorisation	30,3	1,28

Source : Invest Securities

ANALYSE SWOT

FORCES

- Un pure player du secteur
- Un positionnement de niche orienté vers le professionnel

FAIBLESSES

- Une taille encore trop petite
- Un équilibre financier pas encore atteint

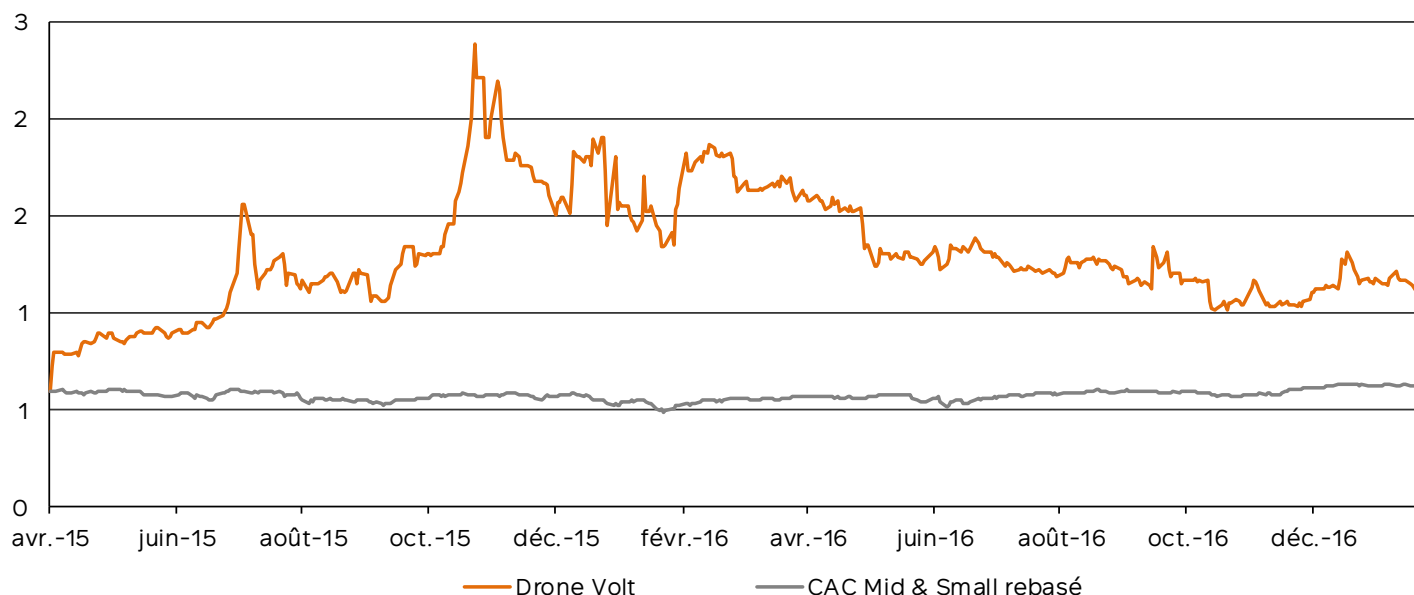
OPPORTUNITES

- Des marchés tout juste naissants et à forts potentiels
- Un expertise dans les médias

MENACES

- Concurrence des fabricants de drone existants
- Une législation qui peut devenir contraignante

ÉVOLUTION DU COURS DEPUIS 5 ANS



DÉTECTION DES CONFLITS D'INTÉRÊTS

	Corporate Finance	Détention capitalistique de l'émetteur	Communication préalable à l'émetteur	Intérêt personnel de l'analyste	Contrat de liquidité	Listing Sponsor	Contrat d'analyse
Drone Volt	Non	Non	Oui	Non	Oui	Non	Oui

AVERTISSEMENT

Le présent document ne constitue ni ne fait partie d'aucune offre ou invitation d'achat ou de vente des actions et/ou obligations émises par les émetteurs. Bien que toutes les précautions nécessaires aient été prises pour s'assurer que les faits mentionnés dans le présent document soient exacts et que les prévisions, opinions et anticipations qu'il contient soient sincères et raisonnables, Invest Securities n'a pas vérifié les informations contenues dans le présent document et en conséquence ni Invest Securities, ni l'un de ses mandataires sociaux, dirigeants ou employés ne peut être tenu pour responsable d'une quelconque manière de son contenu. Aucune garantie n'est donnée quant à l'exactitude, la sincérité ou l'exhaustivité des informations contenues dans le présent document. Aucune personne n'accepte une quelconque responsabilité pour une perte de quelque nature que ce soit résultant de l'utilisation du présent document ou de son contenu, ou encore liée d'une quelconque manière au Présent document. Les rapports de recherche y compris leur préparation et leur distribution sont soumis aux dispositions du règlement (UE) n°596/2014 du Parlement Européen sur les abus de marché. Le présent document est destiné uniquement (A) à des personnes fournissant le service d'investissement de gestion de portefeuille pour compte de tiers et/ou (B) à des investisseurs qualifiés agissant pour compte propre, au sens des articles L.411-2, D.411-1 et D.411-4 du Code monétaire et financier. Le présent document vous est fourni à titre confidentiel pour information et ne peut être reproduit ou transmis, en tout ou partie, à toute autre personne ou publié.

Laurent Wilk
Cleantech

+33 1 44 88 77 97
lwilk@invest-securities.com

Martial Descoutures
Pharma/ Biotechs

+33 1 44 88 88 09
mdescoutures@invest-securities.com

Claire Barbaret
Média / Stock-Picking

+33 1 44 88 77 93
cbarbaret@invest-securities.com

Benoit Faure-Jarrosson
Immobilier

+33 1 44 88 77 88
bfaure-jarrosson@invest-securities.com

Jean-Louis Sempé
Automobile

+33 1 73 73 90 35
jlsampe@invest-securities.com

Maxime Dubreil
Technologie

+33 1 44 88 77 98
mdubreil@invest-securities.com

Thibaut Voglimacci-Stephanopoli
Medtechs / Biotechs

+33 1 44 88 77 95
tvoglimacci@invest-securities.com

Peter Farren
Biens de Consommation

+33 1 73 73 90 36
pfarren@invest-securities.com

Vladimir Minot
Immobilier

+33 1 73 73 90 25
vminot@invest-securities.com

Matthieu Lavillunière
Technologie

+33 1 73 73 90 34
mlavilluniere@invest-securities.com

Johann Carrier
Stock-Picking

+33 1 44 88 77 88
jcarrier@invest-securities.com

Christian Guyot
Biens de Consommation

+33 1 80 97 22 01
cguyot@invest-securities.com

Bruno Duclos
Immobilier

+33 1 73 73 90 25
bduclos@invest-securities.com

Eric d'Aillières
Directeur Général Délégué

+33 1 55 35 55 62
edaillieres@invest-securities.com

François Habrias
Responsable Vente International

+33 1 55 35 55 70
fhabrias@invest-securities.com

Bertrand Le Mollé-Montanguon
Vente Institutionnelle

+33 1 55 35 55 74
blmm@invest-securities.com

Kaspar Stuart
Vente Institutionnelle

+33 1 55 35 55 65
kstuart@invest-securities.com

Pascal Hadjedj
Responsable Vente Primaire

+33 1 55 35 55 61
phadjedj@invest-securities.com

Claude Bouyer
Vente Institutionnelle

+33 1 44 88 88 02
cbouyer@invest-securities.com

Nicolas Michaux
Vente Institutionnelle

+33 1 55 35 55 73
nmichaux@invest-securities.com

Renaud Vallette Viallard
Vente Institutionnelle

+33 1 72 38 26 32
rvv@invest-securities.com

Sylvain Navarro
Responsable Vente Secondaire

+33 1 55 35 55 69
snavarro@invest-securities.com

Dominique Humbert
Vendeur-Négociateur

+33 1 55 35 55 64
dhumbert@invest-securities.com

Ralph Olmos
Vente Institutionnelle

+33 1 55 35 55 72
rolmos@invest-securities.com

Frédéric Vals
Vente Institutionnelle

+33 1 55 35 55 71
fvals@invest-securities.com

SALLE DE MARCHÉ

SERVICES AUX ÉMETTEURS

Thierry Roussilhe
Responsable Corporate Broking et Marketing Emetteurs

+33 1 55 35 55 66
troussilhe@invest-securities.com

Amaury Dada
Chargé d'Affaires Corporate Broking et Marketing Emetteurs

+33 1 73 73 90 31
adada@invest-securities.com

René Reymond
Négociateur / Responsable des contrats de liquidité

+33 1 55 35 55 63
rreymond@invest-securities.com