

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

La valorisation des fonds propres de ROTH2 ressort à €30.1m soit €2.24 par action après exercice des BSA en circulation et €26.7m soit €2.17 par action avant.

**Analyste financier**

Fabrice Farigoule

+33 (0) 1 70 61 10 50

[capitalgoods@alphavalue.eu](mailto:capitalgoods@alphavalue.eu)

# ROTH2

## Un nouvel intervenant sur les marchés du transport et stockage de l'hydrogène

### POUR

- Les perspectives de développement vers les marchés de l'hydrogène sont très favorables, hors de la mobilité, vers l'usage industriel.
- Maîtrise unique en France du stockage et du transport de tous les gaz à très haute pression et clientèle mondiale.
- L'antériorité de la société et la certification 1000 bar confortent de sérieuses barrières à l'entrée historiques avec des marges brutes très élevées.

### CONTRE

- La société est encore de taille modeste.
- Les marchés de la mobilité avec de l'hydrogène pourraient mettre plus de temps qu'escompté à se développer.

Chiffres Clés	03/24A	03/25A	03/26E	03/27E	03/28E
Chiffre d'affaires (k€)	8 800	5 600	6 300	11 900	21 700
Marge d'EBITDA/R (%)	-13,6	-21,2	14,3	24,3	30,2
Résultat net pdg (k€)	-4 032	-2 806	-1 126	1 990	3 411
ROE (après impôts) (%)	-1 144	181	552	56,4	54,8
Taux d'endettement (%)			271	86,6	29,7

### Conflits d'intérêts

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

Comptes détaillés à la fin de ce rapport

### Ratios clés

		03/25A	03/26E	03/27E	03/28E
Rendement des fonds propres (ROE)	%	181	552	56,4	54,8
Rendement des capitaux investis	%	-44,6	-5,22	24,5	61,0
Dette nette/EBITDA	x	-8,06	5,33	1,28	0,26

### Compte d'exploitation consolidé

		03/25A	03/26E	03/27E	03/28E
Chiffre d'affaires	k€	5 600	6 300	11 900	21 700
EBITDA	k€	-1 188	901	2 890	6 548
Résultat opérationnel courant	k€	-2 132	-299	1 690	5 348
Résultat d'exploitation (EBIT)	k€	-2 132	-299	1 690	5 348
Résultat financier net	k€	-674	-0,01	-0,01	-0,01
Profits avant impôts et exceptionnels	k€	-2 806	-299	1 690	5 348
Impôts sur les sociétés	k€	0,00	-828	300	-1 937
Résultat net pdg	k€	-2 806	-1 126	1 990	3 411
Résultat net ajusté, pdg	k€	-2 806	-1 126	1 990	3 411

### Tableau de financement

		03/25A	03/26E	03/27E	03/28E
Cash flows d'exploitation total	k€	-1 188	270	3 329	4 513
Investissements matériels	k€	-3 561	-2 100	-2 225	-2 500
Flux d'investissement net	k€	-3 561	-2 100	-2 225	-2 500
Dividendes (maison mère)	k€				
Augmentation de capital	k€	0,00	4 400		
Flux financiers totaux	k€	-500	-2 334	10 000	5 000
Variation de la dette nette	k€	-5 249	4 770	1 104	2 013
Cash flow disponible (avant div)	k€	-5 423	-1 830	1 104	2 013

### Bilan

		03/25A	03/26E	03/27E	03/28E
Survaleurs	k€	296	296	296	296
Total actif incorporel	k€	2 018	2 018	2 018	2 018
Immobilisations corporelles	k€	4 254	5 154	6 179	7 479
Droits de tirage	k€	1 892	1 892	1 892	1 892
BFR	k€	-2 808	-3 005	-3 144	-3 046
Actif total (net des engagements CT)	k€	6 630	7 333	8 219	9 617
Capitaux propres part du groupe	k€	-2 941	2 533	4 523	7 934
Provisions pour retraite	k€		0,00	0,00	0,00
Endettement net / (trésorerie)	k€	9 240	4 470	3 366	1 353
Passifs totaux	k€	6 630	7 333	8 219	9 617
Gross Cash	k€	2 494	530	11 634	18 647

### Données par action

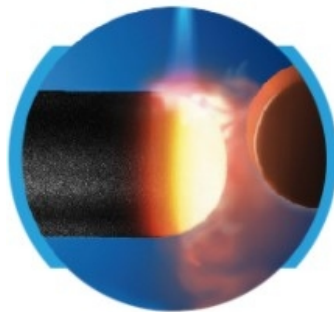
		03/25A	03/26E	03/27E	03/28E
BPA ajusté (avant amort. des survaleurs et dilution)	€	-0,47	-0,10	0,18	0,29
Dividende net par action	€	0,00	0,00	0,00	0,00
Cash flow libre par action	€	-0,98	-0,20	0,09	0,16
Actif net comptable par action	€	-0,52	0,21	0,37	0,64
Nombre d'actions dilué (moyen)	Th	5 554	9 000	12 303	12 303

## Table des matières

Activités et tendances.....	4
Mécanismes de profit.....	21
Valorisation.....	24
DCF.....	26
Actif net .....	27
Dette.....	28
A Savoir.....	30
Gouvernance & Management.....	31
Comptes .....	32

## Activités et tendances

ROTH2 (anciennement Roth SA puis Roth Mions), à l'origine spécialisée dans la fabrication de réservoirs sous pression, fut créée dans sa forme actuelle en 1975 pour intégrer la technologie du fluotournage à chaud. Cette technologie est à la base de l'expertise originelle de ROTH2 dans la fabrication d'équipements tels que les corps d'accumulateurs hydropneumatiques, les bouteilles de plongée ainsi que d'autres applications industrielles. Le fluotournage consiste en la déformation de métaux, le fluage, entre un mandrin et une ou plusieurs molettes, entre lesquels la matière s'écoule. La sélection des molettes, disponibles en différents diamètres, profils, épaisseurs et matériau implique la taille de l'ébauche, le type de matériau, les rayons du produit et la finition de surface souhaitée :



Hot spinning process  
for base and neck

La société propose une large gamme de produits (de 0.2l à 220l) fabriqués en petites ou grandes séries, et s'efforce d'offrir le meilleur service possible en termes de réactivité, customisation de la production, réponse aux besoins des clients et recherche des solutions les plus adaptées. Elle se situe donc en « intermédiaire » entre les producteurs et les consommateurs, offrant les solutions de stockage et s'affichant comme un acteur incontournable de la transition énergétique et du stockage de gaz sous pression.

Les activités de la société sont certifiées par l'ASME (American Society of Mechanical Engineers), National Board, SELO (Chine) et différents bureaux de classification des activités maritimes (Bureau Veritas Marine, DNV-GL, ABS, RINA). Ces certifications constituent selon nous autant de barrières à l'entrée sur les marchés de la société, comme nous le verrons plus loin. L'activité est également encadrée par un système de management de la qualité certifié ISO 9001.

Tous les produits sont fabriqués à partir de tubes sans soudures en acier (typiquement fournis par TENARIS, TPCO ou TUBOS) en utilisant la technique du fluotournage et/ou du martelage, pour lesquelles l'expertise de la société est reconnue.

Cette expertise est le fruit du savoir-faire accumulé par les équipes de techniciens dans la forge, le traitement thermique, les essais hydrauliques, le sablage à chaud, la peinture... Au total, la société produit environ 20,000 unités (bouteilles et accumulateurs), avec un effectif de 50 salariés à Mions, France.

### Corps d'accumulateurs et bouteilles de plongée :

Les activités de la société concernent, jusqu'à présent, deux marchés historiques : d'une part, le marché de loisir de la bouteille de plongée et, d'autre part, celui des corps d'accumulateurs hydropneumatiques.

Les corps d'accumulateur sont des réservoirs d'énergie et des composants essentiels des accumulateurs hydrauliques fabriqués par les clients de ROTH2. Un accumulateur hydraulique est un réservoir dans lequel un liquide incompressible est maintenu sous une pression exercée par une source mécanique extérieure. Cette source externe peut être un moteur, un ressort, un poids ou un gaz comprimé. Un accumulateur permet à un système hydraulique de gérer les pics de demande, de répondre plus rapidement à une demande temporaire et à réguler les flux. C'est une application de stockage d'énergie. Les accumulateurs de gaz comprimé, aussi dénommés accumulateurs hydropneumatiques sont de loin le type d'accumulateurs le plus répandu.

Chez ROTH2, une gamme de volumes (0,2 à 230l) et diamètres (57mm to 229mm) avec des pressions allant jusqu'à 1000 bars sont disponibles pour les corps d'accumulateurs, tous en conformité avec les standards européens, américains, internationaux et les standards spécifiques aux applications maritimes. Les tubes utilisés et traitements thermiques garantissent des températures d'utilisation de -60 to +350° C.



Ces accumulateurs sont utilisés dans une grande variété d'industries/applications, au nombre desquelles on peut citer les systèmes de freinage de l'Airbus A340, les systèmes de suspension de la Formule 1, les circuits de refroidissement sur les forages pétroliers, les presses hydrauliques, l'amortissement de pulsations...

Sur sa seconde activité, toutes les bouteilles de plongée de ROTH2, de 2.5 à 20l peuvent être customisées au besoin des revendeurs (accessoires, couleur, impression etc...). Deux lignes de produits sont disponibles en 230 et 300 bars: air et nitrox. Les bouteilles ROTH2 bénéficient d'une excellente image et l'appellation ROTH est symbole de qualité vitale dans le milieu de la plongée.



**Le processus industriel :**

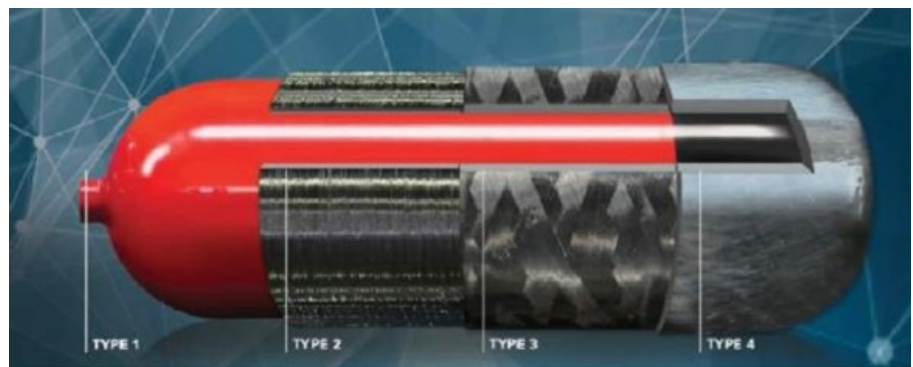
La fabrication de corps d'accumulateur et de bouteilles incluent les étapes suivantes :



Toutes ces étapes sont réalisées à l'usine de Mions, France, qui bénéficie d'une capacité totale d'environ 60,000 cylindres par an et en produit aujourd'hui quelque 20,000. La hausse de la production pourrait notamment être favorisée par le passage aux « 3/8 » (contre deux équipes aujourd'hui), l'automatisation de certains postes et le travail le week-end auquel la société n'a pas recours à ce jour. La localisation de l'usine est un avantage compétitif à l'heure où les donneurs d'ordre recherchent la proximité des fournisseurs pour

assurer des délais de livraison rapides et des conditions économiques de transport maîtrisées. En tant que société industrielle, ROTH2 est aussi en bonne position pour bénéficier des aides éventuelles des pouvoirs publics dans le contexte politique actuel dans la mesure où elle assure la conservation et le développement de l'emploi industriel national et local, outre celles destinées à la transition énergétique. ROTH2 bénéficie d'un bureau d'étude intégré, à même de proposer des solutions « sur mesure » et de fidéliser sa clientèle.

ROTH2 se concentre aujourd'hui sur les réservoirs de type I (500 bar), le type le plus commun, généralement fabriqué en acier ainsi que, plus récemment, sur le type II (1000 bar) dédié au stockage fixe.



Les réservoirs de type I sont des réservoirs cylindriques en métal (aluminium, acier carbone, acier inoxydable ou titane).

Les réservoirs de type II sont constitués d'une enveloppe de métal renforcée par des fibres imprégnées de résine.

Ceux de type III sont renforcés par des doublures métalliques.

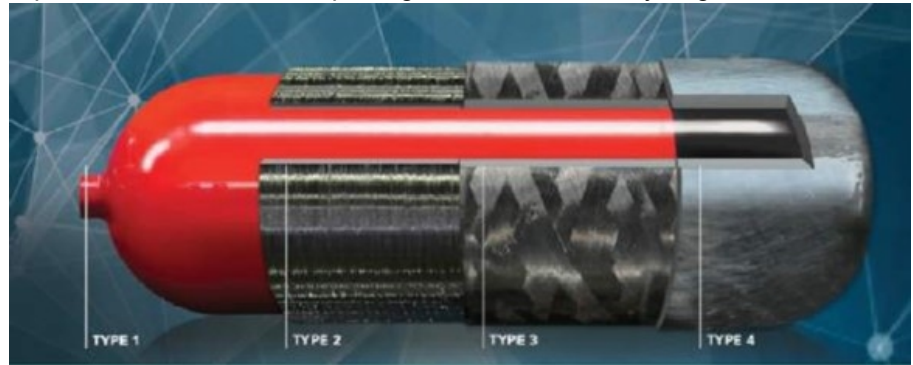
Les réservoirs de type IV sont en outre renforcés par une doublure polymère.

Enfin, les réservoirs de type V, sont plus efficaces et efficients que ceux du type IV, notamment sur leur résistance à une opération de tirage au vide (pour un nettoyage approfondi et une déshumidification optimale) ainsi qu'à des vitesses de vidange plus rapide. Le Type V n'a pas de liner plastique et son composite (plastique plus fibre de carbone) est recyclable, ce qui optimise sa masse en maintenant une extrême résistance à la très haute pression (320 bar et plus, capacité standard de 330 litres). Durée de vie garantie à vie contre l'effondrement. Leur commercialisation par ROTH2 est attendue pour 2026. L'application principale est le transport de gaz.

Les principales différences entre les quatre types de réservoirs en sont le coût et le poids. Les réservoirs de type I sont les plus lourds, mais les moins chers et ceux dont l'utilisation est la plus courante.

ROTH2 propose des racks de bouteilles, avec des pressions différentes, pour

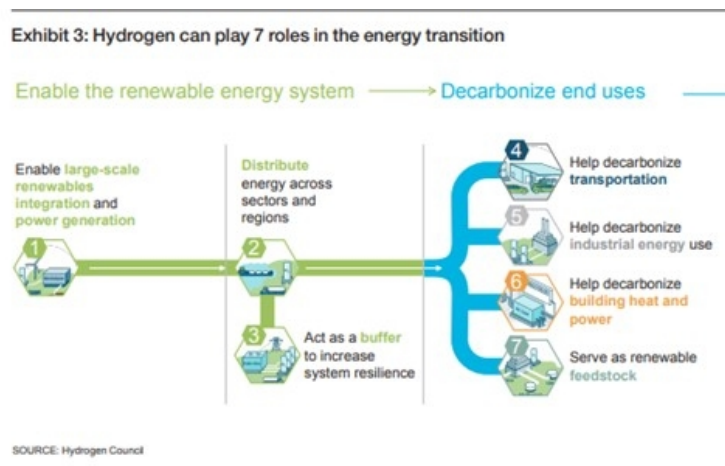
répondre au besoin de remplissage des véhicules à hydrogène :



Fixées sur un rack en acier, celles-ci nécessitent des solutions techniques complexes de raccordement, avec des pressions élevées (jusqu'à 1000bar) que ROTH2 maîtrise parfaitement. A titre d'exemple, un « lot » de 4 racks (50 kg d'hydrogène) permet d'assurer le plein de 2 bus ou 8 véhicules légers par jour. Le seul marché du ravitaillement des « bus et cars » à hydrogène devrait connaître une croissance de 45% par an (CAGR) d'ici 2030 selon « Monitor Intelligence ». L'intérêt de vendre en rack plutôt que les bouteilles nues est de multiplier par 2,5 le prix par rapport à la bouteille nue.

**L'opportunité hydrogène :**

Sur la base de ses savoir-faire, la société a développé sa gamme sur le marché prometteur des accumulateurs d'hydrogène. L'idée de départ étant que la société bénéficie des compétences nécessaires à l'élaboration et la fabrication de réservoirs à hydrogène, ROTH2 compte profiter du fort développement attendu de la consommation de ce gaz, qui se fonde évidemment sur la transition énergétique et la possibilité de produire de l'énergie à faible (voire sans) empreinte carbone :

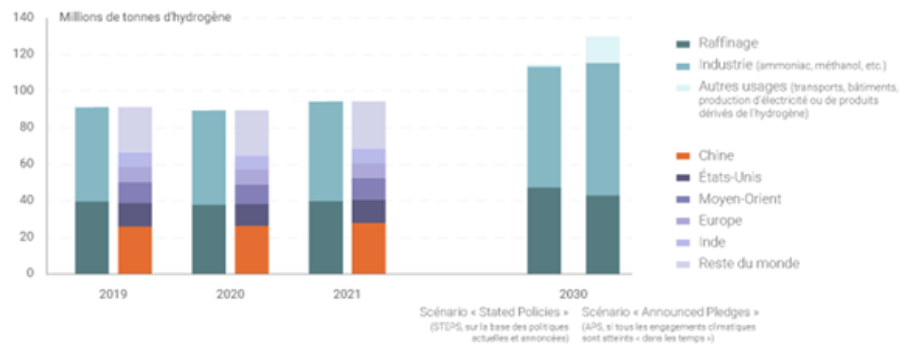


**Applications courantes actuelles de l'hydrogène :**

L'hydrogène est déjà utilisé dans un certain nombre d'industries (pétrolières et chimiques en particulier) en raison de ses propriétés pour le raffinage du pétrole (désulfuration), la production d'ammoniaque (hydrogénation du diazote), de méthanol ou la production d'acier (réduction directe). D'autres applications sont l'utilisation pour d'autres productions chimiques, pour la

synthèse de matières plastiques, pour certains processus de l'industrie du verre et pour la fabrication de circuits imprimés électroniques. Dans le monde, près de 90 Mt d'hydrogène sont consommées par an, selon la répartition par destinations suivante :

**Hydrogène** Répartition de la demande mondiale par secteur et par zone géographique et perspectives à l'horizon 2030 selon 2 scénarios de l'AIE

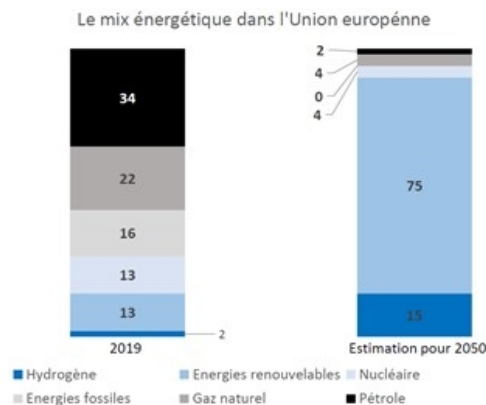


Connaissance des Énergies | Source : Source : Global Hydrogen Review 2022, AIE, septembre 2022.

**Des développements prometteurs :**

Dans le cadre de la transition énergétique, le développement de l'utilisation de l'hydrogène sera spectaculaire, en ce qu'il garantit une production d'énergie non émettrice de CO2, pour peu qu'il soit en amont produit par une électricité verte. Sur la base de ce constat, tous les intermédiaires s'attendent à une forte hausse de la production et de l'utilisation d'hydrogène, et ce pour de multiples applications : transport routier, par l'utilisation de piles à combustible pour une industrie particulièrement difficile à « décarboner », transports aériens et maritimes, bâtiments, industries énergétiquement intensives, production d'énergie...

Au final, le poids de l'hydrogène dans le mix énergétique est appelé à se développer pour atteindre, selon la Commission Européenne, environ 15% du total d'ici à 2050 :

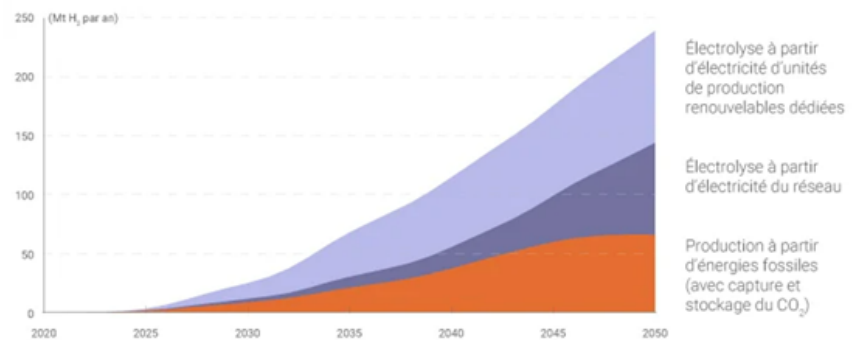


De nombreux plans gouvernementaux, en Europe et dans le monde, ont d'ores et déjà été annoncés pour soutenir cette transition énergétique. Pour n'évoquer que les plus récents, citons un volet de €9bn dédié à la filière hydrogène en France d'ici 2030 (soutien à la recherche et à l'innovation, émergence d'une filière française de l'électrolyse...), le plan allemand (€9bn)

destiné à produire 5GW d'hydrogène vert d'ici 2030 et 10GW d'ici 2040 ou encore l'objectif espagnol de développement de la flotte de véhicules électriques à pile à combustible (coût estimé €9bn, source France Hydrogène). Au total, 18 pays représentant 70% du PIB mondial ont annoncé des plans similaires selon le « Hydrogen Council », alors que 66 pays ont un objectif zéro carbone à horizon 2050, ce qui donne une idée des forts facteurs de soutien à l'usage de l'hydrogène et de son utilisation croissante dans de nombreux secteurs industriels.

Dans ce contexte, la production mondiale d'hydrogène et de ses dérivés à des fins énergétiques devrait passer de proche de 0 en 2024 à 250 millions de tonnes d'hydrogène par an à l'horizon 2050 dont un tiers d'électrolyse à partir d'électricité d'unités de production renouvelable dédiées, un peu moins d'un tiers d'électrolyse à partir du réseau et à peu près autant de production à partir d'énergie fossile avec capture des stockages de CO2 comme le montre le graphe ci-dessous :

**Hydrogène** Évolution de la production mondiale et de ses dérivés à des fins énergétiques



Connaissance des Énergies | Source : Hydrogen forecast to 2050, OMY

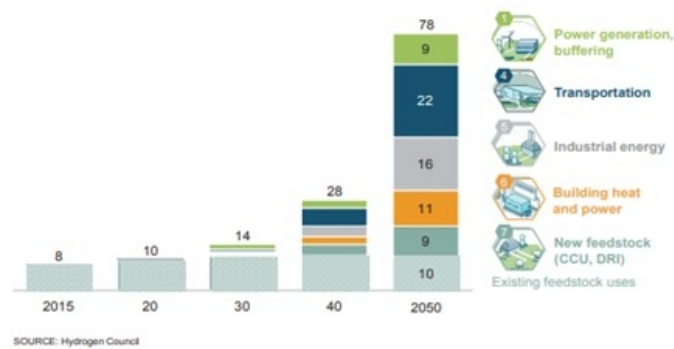
Source : Hydrogen Council, McKinsey

On voit bien dans ces perspectives que les diversifications entamées par ROTH2 ont un formidable potentiel de croissance à long terme au niveau de l'hydrogène.

Les marchés de destination de l'hydrogène et son adoption grandissante conduiraient selon l'Hydrogen Council à une explosion de la consommation d'ici le milieu du siècle, particulièrement dans les secteurs des transports, de la production d'énergie et du secteur industriel :

**Exhibit 5: Hydrogen demand could increase 10-fold by 2050**

Global energy demand supplied with hydrogen, EJ



C'est précisément vers le secteur des transports et des applications industrielles que s'orientera l'offre de ROTH2 dans le domaine de l'hydrogène.

**Les marchés de la mobilité :**

Comme nous le verrons plus loin, les marchés visés par ROTH2 sont le transport de tous les gaz pour les industriels tels que LINDE, Air Liquide d'ors et déjà adressé par les réservoirs de type 4 entre autres , mais aussi ceux de la mobilité (par exemple tanks et réservoirs équipant typiquement des camions).

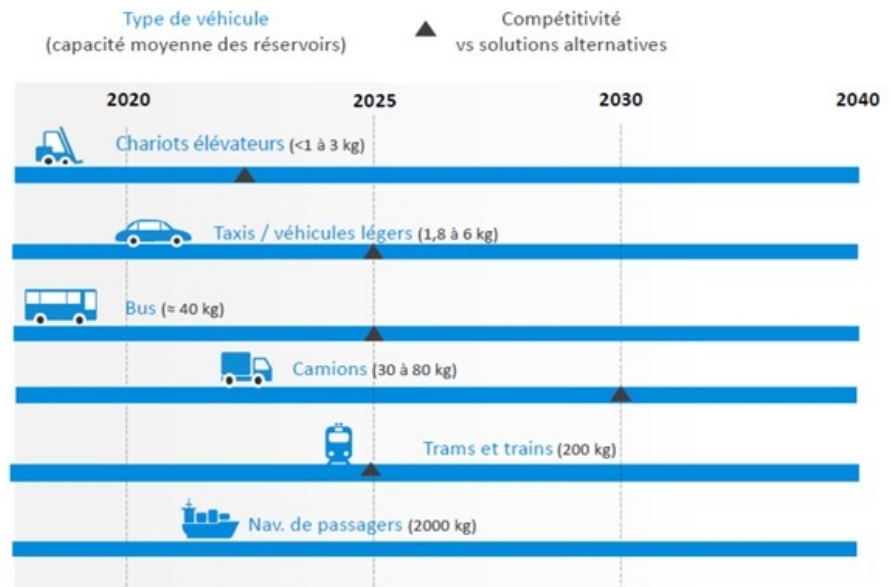
Ces marchés sont appelés à se développer considérablement, considérant que le secteur des transports est l'un des plus polluants en termes d'émission de gaz à effet de serre (20% du total au niveau mondial selon l'IEA). C'est donc l'un des principaux secteurs où le développement de l'utilisation de l'hydrogène sera favorisé, avec des économies potentielles très substantielles en termes d'émissions :

**Exhibit 6: Annual CO<sub>2</sub> emissions could be reduced by 6 Gt in 2050**

CO<sub>2</sub> avoidance potential 2050, Gt



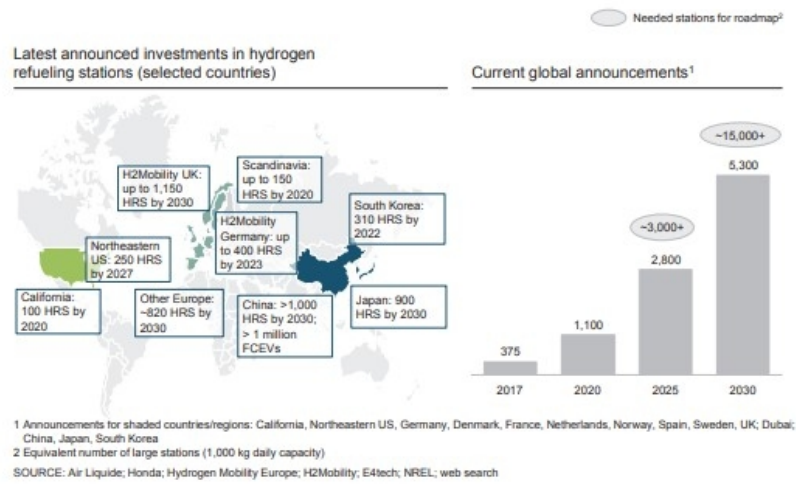
Les mêmes sources avancent que 10 à 15 millions de véhicules fonctionneront d'ici 2030 à l'hydrogène, représentant 1 véhicule sur 12 dans des pays comme l'Allemagne ou la Corée du Sud et que ce même chiffre atteindra les 400 millions en 2050 (véhicules particuliers) auxquels s'adjoindront 5 millions de camions et 15 millions de bus. Par type de moyens de transport, le « Hydrogen Council » estime les dates suivantes de compétitivité de l'utilisation de l'hydrogène comme carburant :



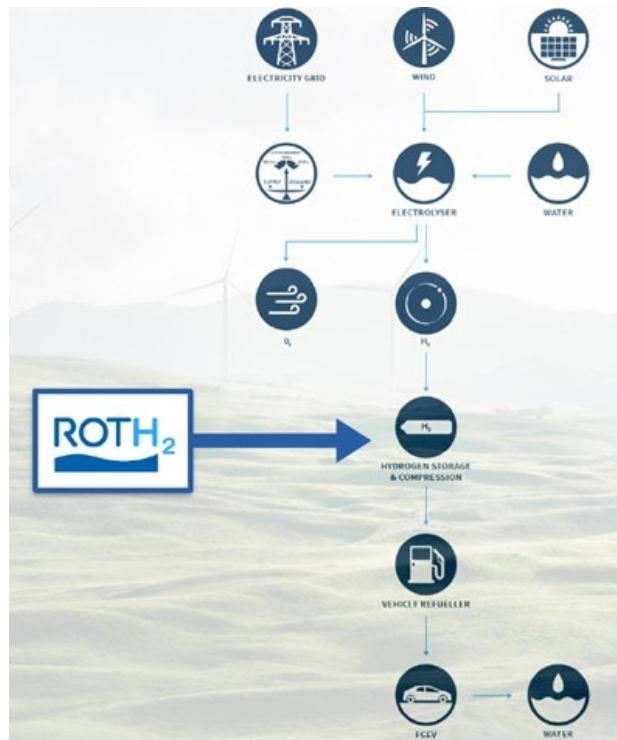
Source : Rapport Hydrogen Council, « Path to hydrogen competitiveness »<sup>28</sup>

Au niveau mondial, il faudrait environ 15,000 stations d'ici 2030 ou 2040 (contre environ 500 aujourd'hui) pour servir la dizaine de millions de véhicules concernés, ce qui donne un assez bon aperçu du rythme nécessaire de développement des infrastructures associées à l'économie de l'hydrogène. Les infrastructures déjà annoncées sont au nombre de 5,000 environ globalement d'ici 2030, soit dix fois l'existant et le tiers des besoins estimés à cette époque :

Exhibit 14: More than 5,000 hydrogen refueling stations have been announced

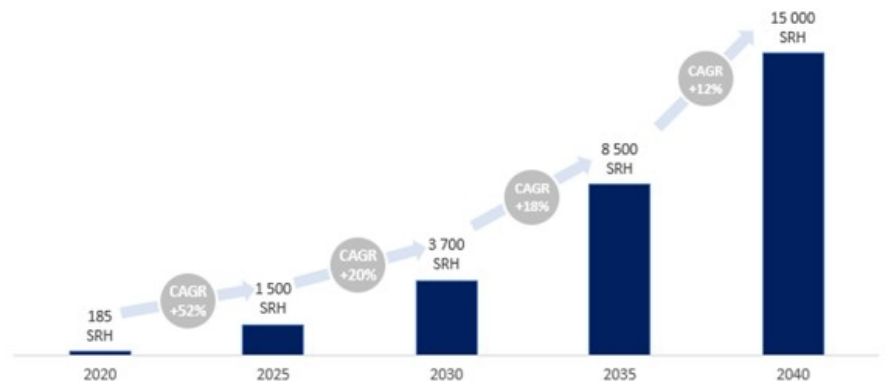


C'est précisément sur ce marché que ROTH2 entend développer son offre de réservoirs à hydrogène (installations au sol) dont la croissance devrait en toute logique suivre celle des stations de recharge :



Source : Seiya Consulting

Dans un moment où l'Europe prend conscience de la nécessité impérieuse d'avoir une autonomie stratégique, il apparaît de plus en plus dangereux de remplacer une dépendance aux hydrocarbures russes par une dépendance aux terres rares et aux batteries chinoises. Dans ce cadre, les solutions de mobilité hydrogène correspondent à la fois aux objectifs d'autonomie des véhicules et d'indépendance énergétique de l'Europe, notamment pour un pays comme la France qui peut utiliser son excédent d'électricité nucléaire pour produire de l'hydrogène décarbonée, en pratique avec de l'énergie de nuit ou le week-end, alors que les centrales nucléaires tournent à vide. Dans ce cadre, l'Europe a prévu de passer de moins de 350 stations hydrogènes à fin 2024 à plus de 5000 à l'horizon 2030, ce qui implique la nécessité de passer de 50 nouvelles stations hydrogène par an à plus de 800 stations hydrogènes par an en fin de période.



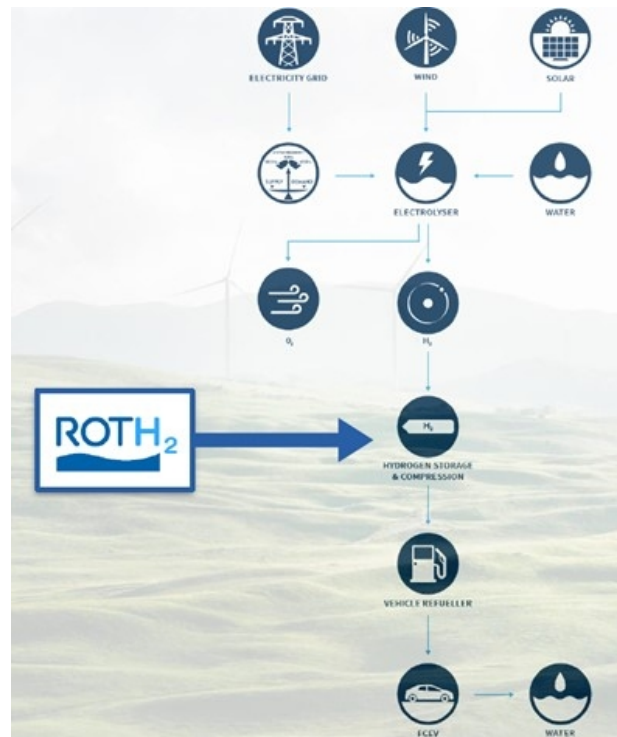
Source : Estimations Société pour 2020 et Rapport Fuel cells and hydrogen Joint Undertaking, « Green Hydrogen Investment and Support Report » à partir de 2025  
 Note de lecture : SRH est l'acronyme de station de ravitaillement à hydrogène

**L'offre de ROTH2**

L'hydrogène est un gaz particulièrement léger : un litre ne pèse que 90 mg à pression atmosphérique, il est donc environ 11 fois plus léger que l'air ambiant. Il faut un volume d'environ 11 m3 pour seulement stocker 1 kg d'hydrogène. Il est donc indispensable d'augmenter sa densité et plusieurs techniques existent pour cela :

- le stockage à haute pression sous forme gazeuse
- le stockage à très basse température sous forme liquide
- le stockage à base d'hydrures sous forme solide

Pour des raisons de « maturité » technique, les industriels se concentrent sur le stockage à haute pression sous forme gazeuse, qui a aussi l'avantage d'une charge/décharge rapide. C'est là que ROTH2 intervient, en offrant des solutions de stockage (notamment pour les stations ou installations d'une certaine taille) où les réservoirs de type I sont particulièrement indiqués (prix plus faible et moindre importance du poids).



Sur la base son savoir-faire technique, ROTH2 entend adresser le marché des accumulateurs à hydrogène, comme une activité complémentaire dans un premier temps, mais dont les taux de croissance escomptés doivent la conduire à devenir majoritaire à court et moyen terme (voir la section « Mécanismes de profit »). Les bouteilles seront vendues sous forme de racks personnalisés, qui regroupent chacun plusieurs bouteilles, permettant d'atteindre les volumes souhaités.



Une gamme diversifiée ciblant 4 secteurs et des clients prestigieux

Le transport de nombreux gaz en type V afin de remplacer les type IV, plus fragiles et moins faciles à entretenir.

Les réservoirs de type V, plus léger et plus solides que le type IV résistent à une mise au vide contrairement au type IV dont le liner s'effondre. Le Type V est monolithiques ce qui réduit très fortement le poids en maintenant une résistance extrêmement forte à la pression (320 bar et plus, capacité standard de 330L). Durée de vie garantie à vie contre l'effondrement. Leur commercialisation par ROTH2 est attendue en 2026.

Le stockage pour les stations-services fixes. La société présente des réservoirs et des solutions packagées pour le stockage de l'hydrogène dont ses principales clients sont :



Le stockage pour l'industrie avec des réservoirs de fluide sous haute pression sont les principaux clients sont :



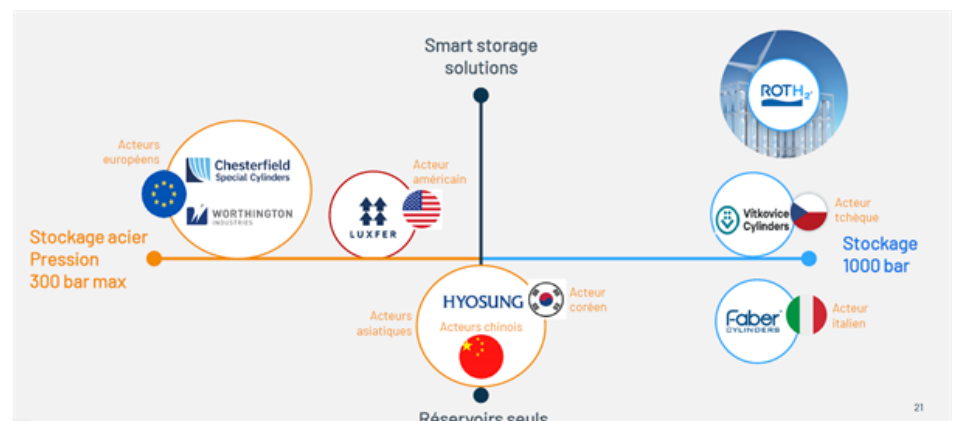
Le stockage pour l'énergie avec des réservoirs de fluides pour haute pression dont les principaux clients sont :



### L'environnement concurrentiel

Selon son management, ROTH2 compte essentiellement un concurrent sur les réservoirs de type 1 en Europe : le Tchèque Vitkovice. Sur le segment de la plongée, la société doit aussi compter avec Faber, moins présents sur certains

autres segments de type 1 bien qu'il y soit aussi actif. Il est à noter que ROTH2 bénéficie d'accords industriels et commerciaux pour la distribution exclusive de certains produits de Vitkovice (par exemple pour des pressions jusqu'à 1000 bars) sur l'Europe de l'Ouest, l'orientation « naturelle » de ce dernier étant davantage tournée vers l'Est. Vitkovice réalise un chiffre d'affaires supérieur à €200m et revendique la place de numéro un mondial. Il est présent à la fois sur le segment des corps d'accumulateurs mais aussi sur les extincteurs, les équipements à destination des industries alimentaires et médicales, ou les bouteilles de plongée. D'autres concurrents existent sur les réservoirs de type I (tels les anglais Chesterfield SC et Worthington ou l'Américain Luxfer), mais le management de ROTH2 les considère moins présents sur les marchés qu'il vise, à savoir l'Europe et les réservoirs de type I et II. Notons, par prudence, que rien n'indique que ces groupes n'auront pas les mêmes visées que ROTH2 sur les marchés prometteurs liés au développement de l'hydrogène, ainsi que nombre d'entre eux l'évoquent dans leur communication externe (Faber, Chesterfield). En tout état de cause, les débouchés liés au développement de l'utilisation de l'hydrogène comme source d'énergie laisse selon nous la place à de multiples intervenants, si bien que la croissance potentielle du marché total est la principale des variables bien plus que des parts de marché encore difficiles à évaluer. Néanmoins, on peut noter que les acteurs actuels sur les réservoirs de type I à V bénéficieront de barrières à l'entrée significatives à l'avenir, en termes d'expérience, de savoir-faire et des certifications qu'ils ont obtenues au fil du temps (Notons que par exemple il a fallu à ROTH2 plus de deux ans pour obtenir la certification type II malgré leurs fortes relations historiques avec l'organisme certificateur). C'est bien sûr le cas de ROTH2 qui peut se prévaloir d'un long historique dans le secteur (bureau d'étude, maîtrise du fluotournage, main d'œuvre qualifiée, capacité à produire de petites et grandes quantités tout en maîtrisant les coûts...).



### La révolution du type V

Pour le transport de gaz haute pression dans un cadre de mobilité, la technologie actuellement utilisée est de type IV, mais le type IV présente de nombreux inconvénients. Outre son coût élevé, le type IV présente les faiblesses techniques suivantes :

Compte tenu du liner à l'intérieur du container, il faut maintenir une pression d'au moins 20 bars, sinon le container s'abîme et doit être remplacé ;

Le container ne peut pas être utilisé pour un autre gaz car il faudrait le vider entièrement, ce qui l'abîmerait ;

Il y a un risque de porosité et donc de fuite ;

Il n'est pas recyclable.

C'est dans ce cadre que la société COVESS en partenariat avec Air Liquide a développé une technologie de type V pour résoudre les faiblesses du type IV. Cette technologie présente des solutions qui changent la donne par rapport aux solutions de stockage conventionnelles :

Plus léger et plus solide : en effet, il n'y a pas de revêtement métallique, ce qui réduit très fortement le poids en maintenant une résistance extrêmement forte à la pression.

Une rentabilité plus importante : les coûts de production sont considérablement réduits, ce qui va favoriser l'adoption par le marché.

La possibilité d'utiliser à 100 % le réservoir : dans le cas du type IV, il faut éviter de le vider totalement sous peine que le réservoir soit abîmé, alors que dans le type V, le réservoir peut être totalement vidé, ce qui augmente à taille égale l'autonomie donnée par le réservoir.

La possibilité de le vider rapidement pour « livrer » le gaz transporté aux clients industriels grâce à une grande plage de température et sa force MONOLYTIQUE.

Possibilité d'utiliser avec différents gaz : comme le container peut être totalement vidé, on peut l'utiliser pour différents gaz.

100 % recyclable : dans un monde où les matières premières vont constituer à terme un goulot d'étranglement compte tenu de l'augmentation de la demande liée aux nouvelles technologies, à la transition verte et à l'augmentation des budgets d'armement, le fait que les réservoirs de type V soient entièrement recyclables est un élément également très favorable pour l'indépendance européenne et les objectifs de développement durable.

Sur la base de ces éléments, le type V devrait révolutionner le stockage embarqué.



ROTH2 a obtenu la licence européenne exclusive pour les réservoirs sous pression composite de type V développés par COVESS en collaboration avec Air Liquide.

Cette licence exclusive constitue un levier de développement considérable pour ROTH2. En effet, les principaux industriels du secteur comme Air Liquide ou Linde ont des besoins extrêmement importants qui ne sont pas aujourd'hui correctement couverts par le type IV. A titre indicatif, Air Liquide et ses partenaires ont besoin à terme de remplacer leur parc de containers qui est actuellement de 20 millions d'unités. Ceci représente un marché potentiel énorme qui pourrait rapidement représenter plus de 500 000 unités par an rien que pour Air Liquide et ses partenaires. Sur la base d'un prix de 5000 € par bouteille, cela représenterait un marché potentiel à terme de €2,5bn par an.

Air Liquide n'aura pas besoin d'être convaincu par la technologie puisqu'il a participé au cahier des charges et au développement de cette technologie. Au-delà de l'importance considérable du marché potentiel du type V pour lequel ROTH2 a l'exclusivité européenne, le retour sur investissement sera très significatif et très rapide.

Les machines nécessaires au développement de ROTH2 font l'objet d'un contrat de licence et de fourniture par COVESS desdites machines moyennant un paiement de €50K mensuels pour la licence et €50K mensuels par machine ainsi que de royalties à partir du début de la production et jusqu'à ce que le montant total de la licence (€1.5m) ait été payé. ROTH2 bénéficie donc de besoins limités en CAPEX pour la montée en puissance de son activité. L'objectif est d'atteindre 10 machines dans les 4 prochaines années.

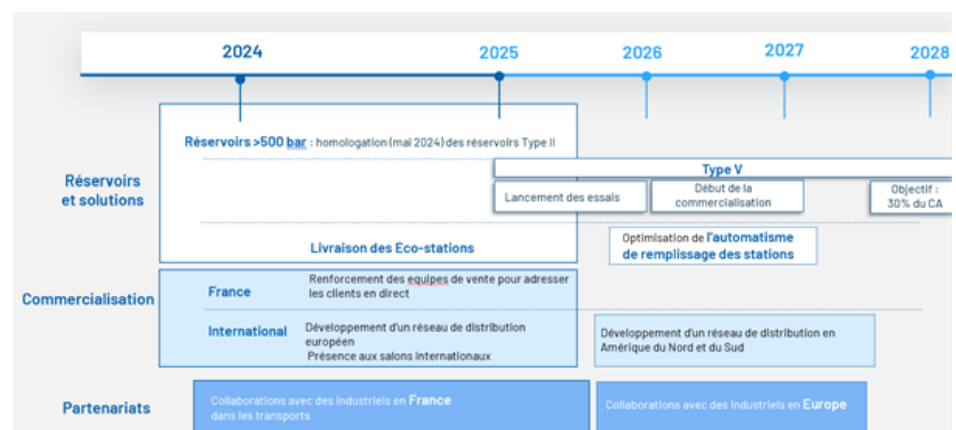
Les corps d'obus : un relai de croissance potentiel important

Depuis le début de la guerre en Ukraine, la nécessité de produire des obus en Europe est apparu de plus en plus déterminante : d'une part pour soutenir l'Ukraine et d'autre part pour récupérer une certaine autonomie stratégique. Ce sentiment de nécessité d'indépendance a été renforcé par l'attitude du

Président Trump qui a fait comprendre aux Européens que les Etats-Unis n'étaient pas nécessairement un partenaire fiable à moyen terme. Dans ce cadre, la technologie de ROTH2 qu'elle est la seule à détenir en Europe avec Faber lui permet de faire des corps d'obus. C'est dans ce cadre que la société a été contactée par des acteurs du secteur de la défense. Même si pour le moment aucun contrat n'a été signé, les nouvelles perspectives d'augmentation des budgets militaires dans toute l'Europe et le plan allemand de €500bn devraient permettre à la société d'obtenir des commandes significatives. Compte tenu de l'utilisation à moins de 50 % actuellement de l'outil de production, cela permettrait de rentabiliser celui-ci de façon très significative. L'intérêt également de ce type de commande est que pour ROTH2 c'est une production très simple, avec un seul coté à fermer et beaucoup moins de traitement de résistance. De ce fait, même si la valeur unitaire n'est pas très élevés, la marge brute devrait être très satisfaisante. A moyen terme, cette activité corps d'obus pourrait représenter entre €5m et €10m par an.

### Road Map de développement

Au niveau de l'hydrogène et des différents gaz sous pression, vous trouverez ci-dessous la road map de développement commercial et industriel de ROTH2. En mai 2024, après deux ans de démarches, ROTH2 a eu l'agrément pour le type II et va monter fortement en puissance sur cette gamme de produits dont le prix de vente est en moyenne 2.5 fois plus élevé que le type I. Globalement, la stratégie de ROTH2 est de monter la valeur unitaire des prix de vente qui permet une forte augmentation du chiffre d'affaires avec l'outil historique de ROTH2. L'essentiel des « investissements » (sous licence) se fera dans le type V pour passer dans notre scénario prudent à 8 machines en 2028.



## Chiffre d'affaires par division

Secteur	03/25A	03/26E	03/27E	03/28E	Chgt 25E/24		Chgt 26E/25E	
					k€	% du total	k€	% du total
<b>Chiffre d'affaires</b>	<b>5 800</b>	<b>6 300</b>	<b>11 900</b>	<b>21 700</b>	<b>500</b> ↑	<b>100</b> %	<b>5 600</b> ↑	<b>100</b> %
<i>O/w organic growth (%)</i>	-36,4	12,5	88,9	82,4	49	10 %	76	1 %
<b>Accumulator shells</b>	2 400	1 900	2 300	2 500	-500	-100 %	400	7 %
<b>Diving cylinders</b>	400	0,00	800	800	-400	-80 %	800	14 %
<b>Hydrogen</b>	900	2 500	6 300	15 500	1 600	320 %	3 800	68 %
<b>Natural gas</b>	200	0,00	300	300	-200	-40 %	300	5 %
<b>Trading</b>	0,00	0,00	0,00	0,00	0	0 %	0	0 %
Other	1 900	1 900	2 200	2 600	0	0 %	300	5 %

## Principales expositions

	Revenus	Coûts	Fonds propres
Devises "émergentes"	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Dollar	20,0 %	0,0 %	0,0 %
Risque climatique à long term	10,0 %	5,0 %	0,0 %

## Géographie du chiffre d'affaires

Europe	80,0 %
- Dont France	60,0 %
Other	20,0 %

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

## Mécanismes de profit

Nos prévisions s'appuient sur les discussions que nous avons pu avoir avec le management de ROTH2, particulièrement s'agissant des nouveaux domaines d'activité de la société (hydrogène, gaz naturel, négoce, armement). Pour ce qui concerne les activités historiques (corps d'accumulateurs et bouteilles de plongée), les hypothèses tablent une relative stabilité tant en prix qu'en volumes s'agissant d'activités par définition plus matures. Il est à noter que le principal client historique du groupe (Parker Hannifin, non suivie, ticker PH) a vu sa contribution au total de l'activité fortement diluée du fait du développement des segments hydrogène et gaz naturel (de c. 35% en 2020 à moins de 5% en 2025), réduisant ainsi le risque pour ROTH2.

Ces prévisions courent de 2025 à 2028 (clôturé en mars 2029), pour des raisons de visibilité plus faible au-delà de cette date, et parce que l'entreprise aura alors atteint une « vitesse de croisière » sur ses nouvelles activités. Compte tenu de l'essor des marchés sur lesquelles la société est et sera présente, comme de sa taille relativement modeste, cela ne signifie pas qu'elle ne sera pas capable d'atteindre des taux de croissance significatifs au-delà de cet horizon, que nous avons néanmoins choisi de limiter par prudence à 15%. Au final, selon ces hypothèses, la société commercialiserait environ 20,000 cylindres à horizon 2028 ;

La montée en puissance des activités de ROTH2 s'appuiera notamment sur des investissements significatifs, surtout dans la période 2025-28 (c. €10m prévus d'ici fin 2028) destinés à rénover, développer et calibrer l'outil industriel aux nouvelles productions et à la poursuite des métiers historiques. Ces investissements incluent environ €3m en investissements incorporels (R&D) soit c. €0.9m annuellement sur cette même période.

Pour ce qui concerne les marges, nous avons choisi de rester prudents, considérant que la société conservera ses niveaux actuels de marge brute par produit, et que les taux de marge pour les nouvelles activités seront proches de celles atteintes sur les métiers historiques. C'est ainsi que les taux de marge brute s'établiront entre 50% (métiers historiques des corps d'accumulateurs) et 60% pour les « nouveaux métiers » (gaz naturel et hydrogène).

L'objectif de la société est de pouvoir fournir à court terme des solutions pour les intégrateurs, dont notamment les racks personnalisés, de créer des projets innovants (e.g. stations de charge mobile pour drones), développer des solutions transportables pour la logistique du gaz (bouteilles de type II, racks en conteneurs...), calculer et optimiser la performance des solutions de stockage... Ces objectifs conduiront à une production à plus forte valeur ajoutée, permettant à la société de dégager des résultats plus importants à partir d'un outil de production « similaire », même si des investissements seront tout de même nécessaires (voir ci-dessous).

Il est à noter que la société ne paiera pas d'impôts avant FY27, puisque les résultats resteront limités et qu'elle bénéficie de déficits reportables.

Les besoins de financement de l'activité courante, c'est-à-dire le besoin en fonds de roulement, est considéré proportionnelle à l'activité, ce qui est certainement une vision prudente puisqu'on peut considérer que le pouvoir de négociation de ROTH2 avec ses clients et fournisseurs devrait progresser à mesure que l'activité se développe.

Au final, nos prévisions conduisent à la commercialisation, à horizon 2028, de c. 25,000 cylindres, toutes catégories confondues, pour lesquelles la société devrait réaliser une marge brute moyenne de 60%, conduisant à un résultat d'exploitation de c. €9m.

### **Facteurs de risque**

S'agissant de nouveaux marchés pour ROTH2, un certain nombre de risques nous paraissent devoir être soulignés, et ce de façon non exhaustive :

- Les marchés sur lesquels la société se propose d'intervenir sont des marchés émergents, dont rien ne démontre de façon indiscutable qu'ils croîtront aussi rapidement ou aussi fortement qu'escompté. La contrainte de temps notamment pourrait décaler les objectifs de la société.

- La société est nouvelle (et non encore significativement active) sur les marchés de l'hydrogène, ne bénéficiant que partiellement de sa réputation sur ses marchés historiques.

- La société n'est à ce jour présente que sur les réservoirs de type I, a priori les plus adaptés au stockage en station (stockage au sol), mais son offre est, de fait, limitée.

- Une baisse importante et durable du prix des énergies fossiles pourrait réduire le rythme de développement de « l'écosystème-hydrogène », Ce qui, il est vrai depuis la guerre en Iran, devient bien moins probable ....

- Les risques liés à l'évolution des politiques publiques relatives au développement de l'usage de l'hydrogène peuvent peser sur la croissance future de ROTH2. Ce qui, il est vrai depuis la guerre en Iran, devient bien moins politiquement tenable ....

-

- La capacité de la société à retenir le personnel qualifié indispensable à la poursuite et au développement de ses activités est difficile à apprécier. Ce qui, il est vrai avec l'arrivée de la robotisation des réservoirs de type 5, devient bien moins prépondérant que sur le type1 forgés ....

- Le groupe pourrait rencontrer des difficultés à gérer la forte croissance attendue des activités, d'un point de vue financier, industriel, technologique ou humain, notamment.

- Des solutions concurrentes plus performantes et/ou plus rentables que les bouteilles de stockage de l'hydrogène pourraient apparaître.

- Les risques concernant la sécurité des solutions de stockage ROTH2 et la réglementation y afférant pourrait peser sur les activités.
- Les risques liés à l'évolution de l'environnement concurrentiel, pour une société dont la taille est encore modeste et le demeurera à court terme, ne sauraient être négligés.
- Les risques liés aux approvisionnements de la société. Ces risques demeurent limités compte tenu de la nature des achats externes de ROTH2 mais ne peuvent être ignorés.
- Les risques liés au financement de l'activité. Dans l'hypothèse où l'un ou plusieurs des risques décrits ici se matérialiserait, la société pourrait être conduite à faire appel à des financements externes dont l'obtention n'est pas garantie.

### EBITDA/R par division

	03/25A	03/26E	03/27E	03/28E	Chgt 25E/24		Chgt 26E/25E	
					k€	% du total	k€	% du total
<b>Total</b>	<b>-1 188</b>	<b>901</b>	<b>2 890</b>	<b>6 548</b>	<b>2 089</b> ↑	<b>100 %</b>	<b>1 989</b> ↑	<b>100 %</b>
Accumulator shells	0,00	0,00	0,00	0,00	0	0 %	0	0 %
Diving cylinders	0,00	0,00	0,00	0,00	0	0 %	0	0 %
Hydrogen	0,00	0,00	0,00	0,00	0	0 %	0	0 %
Natural gas	0,00	0,00	0,00	0,00	0	0 %	0	0 %
Trading	0,00	0,00	0,00	0,00	0	0 %	0	0 %
Defense								
Other/cancellations	-1 188	901	2 890	6 548	2 089	100 %	1 989	100 %

### Marge d'EBITDA/R par division

	03/25A	03/26E	03/27E	03/28E
<b>Total</b>	<b>-20,5 %</b>	<b>14,3 %</b>	<b>24,3 %</b>	<b>30,2 %</b>
Accumulator shells	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %
Diving cylinders	0,00 %		0,00 %	0,00 %
Hydrogen	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %
Natural gas	0,00 %		0,00 %	0,00 %
Trading				

## Valorisation

La valorisation de ROTH2 telle que présentée ci-après s'entend pour 100% du capital.

### Discounted cash flows :

Notre valorisation par les DCF est bien évidemment construite sur la base du business plan décrit dans la partie « Mécanismes de profit ». Elle s'appuie sur une croissance à long terme (au-delà de la période de projection) de 6% avec des marges en légère progression (jusqu'à atteindre c. 33% au niveau de l'EBITDA en 2030), ce qui paraît réaliste compte tenu des économies d'échelle que la société devrait réaliser compte tenu du niveau de croissance des nouvelles activités. Le besoin en fonds de roulement et les investissements croissent au rythme de 10% annuellement au-delà de la période de projection, prenant en compte le fort investissement antérieur.

Notre approche par les DCF nous conduit à une valeur de l'équity de ROTH2 de €22.6m soit €€1.84 par action, avant exercice des BSA en circulation.

### Net asset value :

Pour valoriser l'actif net de ROTH2, nous avons choisi d'utiliser des multiples du chiffre d'affaires par segment (essentiellement métiers traditionnels vs métiers en développement) afin de capturer leurs profils de maturité et de croissance différents.

Nous avons donc sélectionné un échantillon de valeurs qui appartiennent à deux univers : la fabrication de produits industriels (par l'entremise du secteur des « capital goods » dans l'univers de valeurs suivies par AlphaValue) et un certain nombre de valeurs dont le cœur de métier est lié à l'émergence et au développement de l'utilisation de l'hydrogène. De ces deux univers, nous avons extrait les multiples moyens de capitalisation/ventes pour les années 2025/27 que nous avons appliqué aux différents segments d'activité de ROTH2. Les multiples en question s'établissent respectivement à 1.6x pour le secteur industriel et à 3.8x pour les « valeurs hydrogène ».

#### ITM Power

ITM Power fabrique et commercialise des solutions intégrées d'énergie hydrogène. La société fournit notamment des solutions pour l'équilibrage du réseau, le stockage de l'énergie et la production d'hydrogène renouvelable pour le transport, la chaleur renouvelable et les produits chimiques. La société dispose d'une gamme de produits basés sur la technologie des membranes échangeuses de protons (PEM).

#### Nel Hydrogen

Nel ASA est une société norvégienne fournissant des solutions pour la production, le stockage et la distribution d'hydrogène à partir de sources d'énergie renouvelables. Depuis 2015, la société a intégré le concepteur danois de stations de recharge à hydrogène H2 Logic et, depuis 2017, Proton On Site, un spécialiste américain de l'électrolyse.

Notre valorisation par la NAV nous conduit à une valeur de l'équité de ROTH2 de :

€28.6m soit €2.33 par action en non dilué.

#### Comparables :

Il n'existe pas de comparables cotés à ROTH2, ni sur ses activités historiques ni sur les nouveaux secteurs sur lesquels la société entend se développer qui permettent de valoriser les profits que réalisera la société. En effet, le secteur de l'hydrogène est encore naissant et seuls des multiples de chiffres d'affaires pertinents (voir Net Asset Value). Néanmoins, nous avons comparé l'activité industrielle actuelle de ROTH2 à celle d'un échantillon de valeurs moyennes du secteur des « capital goods ». Il est à noter que cette valorisation, basée sur les ratios « immédiats » (P/E, multiples...) est très pénalisante pour ROTH2, s'agissant d'une société aux résultats encore modestes en masse au regard de ses perspectives de développement.

#### Valorisation

Méthodes		Valeurs (€)	Poids
DCF		1,84	40 %
Somme des parties		2,33	40 %
P/E	Comparables	4,23	5 %
VE/Ebitda	Comparables	3,47	5 %
Cours/Actif net comptable	Comparables	2,50	5 %
Rendement	Comparables	0,00	5 %
<b>Objectif de cours</b>		<b>2,18</b>	

#### Valorisation basée sur les comparables

Calculé sur 18 mois de prévisions	P/E (x)	VE/Ebitda (x)	Cours/Actif net comptable (x)	Rendement (%)
Ratios des pairs	29,2	15,9	7,09	0,99
Ratios ROTH2	27,6	18,1	12,2	0,00
Prime	-20,0 %	-20,0 %	-20,0 %	-20,0 %
<b>Cours objectifs (€)</b>	<b>4,23</b>	<b>3,47</b>	<b>2,50</b>	<b>0,00</b>
Siemens Energy	35,3	21,0	11,7	1,11
Prysmian	24,8	15,0	5,54	0,88
Vestas Wind Systems	23,9	9,98	5,16	0,60
Nordex SE	24,4	10,3	5,06	0,00
IMI	21,6	13,0	5,92	1,37
Nexans	14,9	6,64	2,36	2,14
Danieli & Co	13,4	6,82	1,28	0,49
Nel	-10,9	-21,4	0,88	0,00
McPhy Energy	-0,14	-4,38	-0,06	0,00

## DCF par action

Coût moyen pondéré du capital (CMPC) %	10,1	Dettes (trésorerie) nette moyenne	k€	3 918	
Valeur actuelle des cash flow des années 1 à 11	k€	21 467	Provisions	k€	331
Free cash flow de l'année 11	k€	1 239	Pertes/(gains) actuariels non reconnus	k€	0,00
Taux de croissance à l'infini "g"	%	2,00	Immobilisations financières (juste valeur)	k€	0,00
"g" de Durabilité	%	1,50	Intérêts minoritaires (juste valeur)	k€	0,00
Valeur terminale	k€	14 367	Valeur des fonds propres	k€	22 695
Valeur actuelle de la valeur terminale	k€	5 477	Nombre d'actions	Th	12 303
en % de la valeur totale	%	20,3	<b>DCF par action</b>	€	<b>1,84</b>
Valeur totale actuelle	k€	26 944	Impact de la Durabilité sur le DCF	%	-1,46

## Evaluer le coût du capital

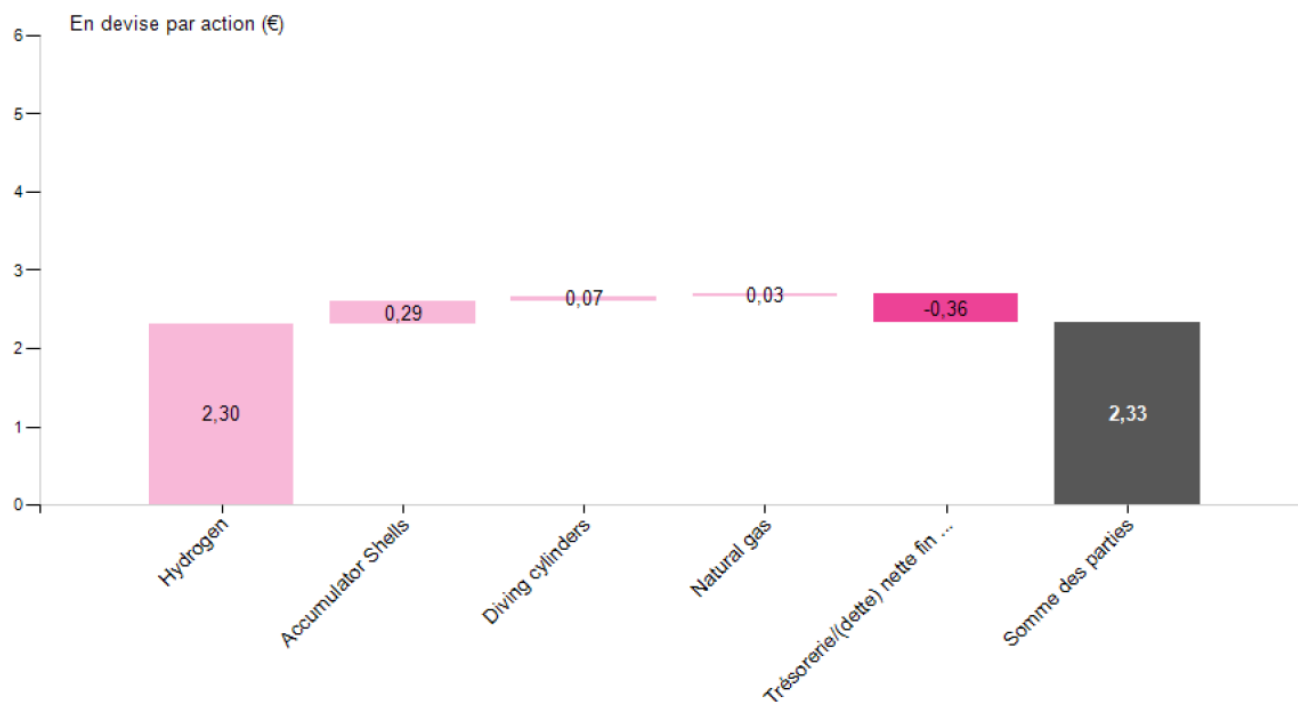
Taux sans risque synthétique	%	3,50	Spread de crédit	bp	400
Prime de risque normative	%	5,00	Coût marginal de la dette	%	7,50
Taux d'impôt normalisé	%	25,0	<b>Bêta de la société (endettée)</b>	x	<b>1,38</b>
Échéance moyenne de la dette	Année	5	Ratio d'endettement à valeur de marché	%	7,27
Bêta sectoriel	x	1,32	Dettes/VE	%	6,77
Bêta de la dette	x	0,80	<b>Taux de rentabilité exigé par les actionnaires</b>	%	<b>10,4</b>
Capitalisation boursière	k€	61 515	Coût de la dette	%	5,63
Dettes nettes (trésorerie) à valeur comptable	k€	4 470	<b>Coût des fonds propres desendettés</b>	%	<b>10,1</b>
Dettes nettes (trésorerie) à valeur de marché (Est.)	k€	3 812	Coût moyen pondéré du capital (CMPC)	%	10,1

## Calcul du DCF

		03/25A	03/26E	03/27E	03/28E	03/29E	Croissance	03/30E	03/36E
Chiffres d'affaires	k€	5 600	6 300	11 900	21 700	33 000	<b>6,00 %</b>	34 980	49 620
EBITDA	k€	-1 188	901	2 890	6 548	10 955	<b>6,50 %</b>	11 667	17 023
Marge d'EBITDA	%	-21,2	14,3	24,3	30,2	33,2		33,4	34,3
Variation du BFR	k€	0,00	197	139	-97,9	-394	<b>10,0 %</b>	-434	-768
Cash flow d'exploitation total	k€	-1 188	1 098	3 029	6 450	10 560		11 233	16 255
Impôts sur les sociétés	k€	0,00	-828	300	-1 937	-3 039	<b>20,0 %</b>	-3 646	-10 888
<b>Bouclier fiscal</b>	<b>k€</b>	<b>-169</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00 %</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>
Investissements matériels	k€	-3 561	-2 100	-2 225	-2 500	-2 000	<b>11,0 %</b>	-2 220	-4 152
Investissements matériels/CA	%	-63,6	-33,3	-18,7	-11,5	-6,06		-6,35	-8,37
Cash flows libres avant coût du financement	k€	-4 918	-1 830	1 104	2 013	5 522		5 367	1 215
Divers ajustements (incl R&D, etc.) pour les besoins...	k€								
<b>Free cash flow ajustés</b>	<b>k€</b>	<b>-4 918</b>	<b>-1 830</b>	<b>1 104</b>	<b>2 013</b>	<b>5 522</b>		<b>5 367</b>	<b>1 215</b>
<b>Free cash flow actualisés</b>	<b>k€</b>	<b>-4 918</b>	<b>-1 830</b>	<b>1 002</b>	<b>1 660</b>	<b>4 135</b>		<b>3 649</b>	<b>463</b>
Capitaux investis	€	3,59	4,29	5,18	6,58	7,77		8,63	16,1

## Somme des parties

	% détenu	Technique d'évaluation	Multiple utilisé	Participation à 100% (k€)	Valorisation participation (k€)	En devise par action (€)	% des actifs bruts
Hydrogen	100 %	EV/Sales	3,5	28 350	28 350	2,30	85,7 %
Accumulator Shells	100 %	EV/Sales	1,6	3 570	3 570	0,29	10,8 %
Diving cylinders	100 %	EV/Sales	1,6	850	850	0,07	2,57 %
Natural gas	100 %	EV/Sales	1,6	320	320	0,03	0,97 %
Trading	100 %	EV/Sales	1	0,00	0,00	0,00	0,00 %
Steelform	0,00 %	EV/Sales	1,6	3 160	0,00	0,00	0,00 %
Defence	0,00 %	EV/Sales	1,6	760	0,00	0,00	0,00 %
Autre							
<b>Actif brut</b>					<b>33 090</b>	<b>2,69</b>	<b>100 %</b>
Trésorerie/(dette) nette fin d'année					-4 470	-0,36	-13,5 %
Engagements donnés							
Engagements reçus							
Somme des parties					28 620	2,33	86,5 %
<b>Nbre d'actions net de l'autocontrôle (fin d'année)</b>					<b>12 303</b>		
<b>Somme des parties par action (€)</b>						<b>2,33</b>	
<b>Décote du cours actuel par rapport à la somme des parties (%)</b>						<b>-115</b>	



## Dette

Les investissements à consentir pour rénover et développer les installations de ROTH2, en particulier en direction des marchés de l'hydrogène, seront financés par le cashflows générés et l'augmentation de capital réalisée en 2025/26 (€6m). Cette dernière a consisté en une levée de fonds de €4.5m et une compensation de créances de €2m. Par ailleurs, un abandon de créances de €2.2m a été consenti par l'actionnaire principal.

Ces fonds doivent servir à l'acquisition d'une première machine (€1.2m, voir « Business and Trends »), au financement du BFR (€1m) ainsi qu'au désendettement de la société (€2.3m).

Nos travaux de valorisation incluent ces opérations et indique la valeur de 100% des fonds propres de l'entreprise après sa réalisation.

Detailed financials at the end of this report

### Financement et liquidité

		03/25A	03/26E	03/27E	03/28E
EBITDA	k€	-1 188	901	2 890	6 548
Cash flow des opérations	k€	-1 688	73,7	3 190	4 611
<b>Fonds propres</b>	<b>k€</b>	<b>-2 941</b>	<b>2 533</b>	<b>4 523</b>	<b>7 934</b>
Dettes brutes	k€	11 734	5 000	15 000	20 000
+ Trésorerie brute	k€	2 494	530	11 634	18 647
<b>= Dette nette / (trésorerie)</b>	<b>k€</b>	<b>9 240</b>	<b>4 470</b>	<b>3 366</b>	<b>1 353</b>
Ratio d'endettement	%		271	86,6	29,7
Fonds propres/Actif total (%)	%	-44,4	34,5	55,0	82,5
<i>Dettes nettes ajustées/EBITDA(R)</i>	x	-8,06	5,33	1,28	0,26
<i>Dettes brutes ajustées/EBITDA(R)</i>	x	-10,2	5,91	5,30	3,10
<i>Dettes brutes ajustées/(Dettes brutes ajustées+Fonds ...)</i>	%	132	67,8	77,2	71,9
<i>Ebit cover</i>	x	-3,16	-29 851	ns	ns
<i>CF des opérations/dettes brutes</i>	%	-14,0	1,38	20,8	22,7
<i>CF des opérations/dettes nettes</i>	%	-18,3	1,65	94,8	341
<i>FCF/Dettes brutes ajustées</i>	%	-44,9	-34,3	7,20	9,90
<i>(Trésor. brute + FCF + Découverts)/Dettes CT</i>	x	-1,46			
<i>FCF/Dettes CT</i>	x	-2,62			

## Effectifs et retraites

A fin 2025, la société emploie 50 personnes. Les effectifs s'accroîtront régulièrement avec la montée en charge des activités historiques et le développement des nouveaux métiers, pour atteindre environ 100 personnes en 2030 selon le management.

Les nouvelles machines pour la fabrication des Bouteilles de type 5 sont quasiment des robots autonomes , elles nécessitent 1 personne par ligne de production dans la phase de lancement pour diminuer à terme à partir de 4 lignes de production à 2 x hommes pour 4 x machines.

A titre de comparaison , pour les forges historiques on peut quasiment nécessiter jusqu'à 4, voire 5 x personnes par ligne de production en y incluant la maintenance et l'entretien.

Située dans la banlieue Lyonnaise, riche en activité industrielle, ROTH2 se déploie sur 3 sites de production géographiquement proches et représentant un total de 8,000m<sup>2</sup> bâti sur une superficie de 10,000m<sup>2</sup> de terrain.

Le parc industriel comprend une trentaine de machines spécialisées dans les domaines du fluotournage à chaud, de l'usinage, du bordage, du marquage, de l'épreuve hydraulique, du grenillage et de la peinture.

Ces équipements, d'une valeur à neuf de l'ordre de €1m, ont une ancienneté moyenne de l'ordre de 20 ans. Ils bénéficient d'une maintenance préventive et curative permanente accompagnée d'un stock de pièces de rechange renouvelé. Les opérations lourdes de maintenance sont privilégiées au mois d'Août afin de ne pas gêner la fabrication les 11 autres mois.

Les machines historiques de fluotournage à chaud, organes majeurs de la société, ont bénéficié d'un retrofit complet permettant d'éviter toute obsolescence pour la décennie à venir.

## A Savoir

Trouvant ses origines au milieu du 20ème siècle (1941) ROTH SA se spécialise à l'origine dans la fabrication et la commercialisation de bouteilles en acier destinés à la production d'extincteurs. En 1972, la société est intégrée au groupe Olaer, fabricant d'accumulateur filiale de l'Américain Parker Hannifin. En 1975, le site de Mions (Rhône, France) est créé, avec pour objectif de se concentrer sur la fabrication de corps d'accumulateurs haute pression. En 2004, les trois sites d'alors (Paris, Lille, Mions dont seul subsiste aujourd'hui ce dernier) sont repris par Secko (USA). Puis, en 2014, le site est racheté par Pamaso Capital, la holding personnelle de M. Patrice Blandin avant d'être reprise en 2020 par ses dirigeants actuels après les difficultés issues de la crise du Covid-19 et des commandes plus faibles du groupe Parker Hannifin. Ce dernier reste néanmoins le principal client de ROTH2 à ce jour, même si part se diluera avec la montée en puissance des nouvelles activités (voir la section « Mécanismes de profit »).

## Actionnaires

Nom	% détenu	Dont droits de votes	Dont flottant
Jérôme Marsac	42,5 %	42,5 %	0,00 %
Autres	30,9 %	30,9 %	0,00 %
Trutat & related	19,2 %	19,2 %	0,00 %
Employees & management	7,38 %	7,38 %	0,00 %
<b>Flottant</b>			<b>0,00 %</b>

## Gouvernance & Management

Le conseil d'administration compte sept membres, par ailleurs presque tous actionnaires de la société, et présidé par M. Fabrice Legrand. Comme c'est souvent le cas s'agissant de valeurs moyennes, il ne peut donc être considéré comme indépendant.

### Score de gouvernance

Société (Secteur)

**4,3** (7,2)

Independent board








**Non**

Paramètres	Société	Secteur	Score	Poids
Nombre de membres du Conseil d'Administration	7	8	9/10	5,0 %
Féminisation du Conseil d'Administration (%)	28	35	5/10	5,0 %
Diversité géographique du Conseil d'Administration (%)	100	63	0/10	5,0 %
Age moyen des membres du CA	61	60	5/10	5,0 %
Type de société : Grande capitalisation, non contrôlée			10/10	25,0 %
Taux de membres indépendants du Conseil d'Administration	42	47	4/10	20,0 %
Une Action, un droit de vote			✗	5,0 %
Fonction de Chairman distincte de l'exécutif			✗	5,0 %
Le Chairman n'est pas un ancien membre du comité de direction			✗	5,0 %
Transparence totale des rémunérations du comité de direction			✗	5,0 %
Transparence des seuils à atteindre avant attribution de bonus			✗	5,0 %
Le comité des rémunérations rapporte au Conseil d'Administration			✗	5,0 %
Statuts intelligibles et simples			✗	5,0 %
<b>Score de gouvernance</b>			<b>4,3/10</b>	<b>100,0 %</b>

### Management

Nom	Fonction
Quentin MARSAC	M  DG

### Conseil d'administration

Nom	Indep.	Fonction
Céline MARSAC	F  ✗	Président
Bertrand MARSAC	M  ✗	Président
Vincent BOUVET	M  ✗	Membre
Laurent DE BLÉGIERS	M  ✓	Membre
Véronique JOLY	F  ✓	Membre
Fabrice LEGRAND	M  ✗	Membre
Raphaël SCHENTGEN	M  ✓	Membre

**Compte d'exploitation consolidé**

		03/25A	03/26E	03/27E	03/28E
<b>Chiffre d'affaires</b>	<b>k€</b>	<b>5 600</b>	<b>6 300</b>	<b>11 900</b>	<b>21 700</b>
<i>Croissance du CA</i>	%	-36,4	12,5	88,9	82,4
<i>CA par employé</i>	k€	86,2	74,1	132	197
<b>Croissance organique</b>	<b>%</b>	<b>-36,4</b>	<b>12,5</b>	<b>88,9</b>	<b>82,4</b>
Achats et coûts externes (incl. IT)	k€	2 888	2 899	3 610	4 352
<b>R&amp;D costs as % of sales</b>	<b>%</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>
Coûts de personnel	k€	-1 800	-2 000	-2 200	-2 500
Loyers de location opérationnelle	k€				
Coût des ventes (indicatif)	k€				
<b>EBITDA</b>	<b>k€</b>	<b>-1 188</b>	<b>901</b>	<b>2 890</b>	<b>6 548</b>
EBITDA(R)	k€	-1 188	901	2 890	6 548
<i>Marge d'EBITDA(R)</i>	%	-21,2	14,3	24,3	30,2
<i>EBITDA(R) par employé</i>	k€	-18,3	10,6	32,1	59,5
Dotations aux amortissements	k€	-944	-1 200	-1 200	-1 200
<i>Dotations aux amortissements/CA</i>	%	16,9	19,0	10,1	5,53
Dépréciations	k€				
Dotations aux provisions	k€	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>Résultat opérationnel courant</b>	<b>k€</b>	<b>-2 132</b>	<b>-299</b>	<b>1 690</b>	<b>5 348</b>
<i>Marge opérationnelle courante</i>	%	-38,1	-4,74	14,2	24,6
Autres revenus/dépenses (cash)	k€				
Dépréciation des survaleurs	k€				
<b>Résultat d'exploitation (EBIT)</b>	<b>k€</b>	<b>-2 132</b>	<b>-299</b>	<b>1 690</b>	<b>5 348</b>
Charges financières	k€	-674	-0,01	-0,01	-0,01
<i>dont effectivement décaissé</i>	k€	-500			
Produits financiers	k€				
Autres produits (charges) financiers	k€				
<b>Résultat financier net</b>	<b>k€</b>	<b>-674</b>	<b>-0,01</b>	<b>-0,01</b>	<b>-0,01</b>
<i>dont services des engagements de retraites</i>	k€		0,00	0,00	0,00
<b>Profits avant impôts et exceptionnels</b>	<b>k€</b>	<b>-2 806</b>	<b>-299</b>	<b>1 690</b>	<b>5 348</b>
Eléments exceptionnels et autres (avant impôts)	k€	0,00	0,00	0,00	0,00
Impôt courant	k€	0,00	-828	300	-1 937
Impôts différés	k€				
<b>Impôts sur les sociétés</b>	<b>k€</b>	<b>0,00</b>	<b>-828</b>	<b>300</b>	<b>-1 937</b>
<i>Taux d'imposition</i>	%	0,00	ns	-17,8	36,2
<i>Marge nette</i>	%	-50,1	-17,9	16,7	15,7
Mises en équivalence	k€				
<i>Dividendes reçus des mises en équivalences</i>	k€				
Intérêts minoritaires	k€				
Résultat des activités destinées à être cédées	k€				
<b>Résultat net pdg</b>	<b>k€</b>	<b>-2 806</b>	<b>-1 126</b>	<b>1 990</b>	<b>3 411</b>
Dépréciation des survaleurs	k€	0,00	0,00	0,00	0,00
Autres ajustements	k€				
<b>Résultat net ajusté, pdg</b>	<b>k€</b>	<b>-2 806</b>	<b>-1 126</b>	<b>1 990</b>	<b>3 411</b>
Economie d'intérêts	k€	200	200	200	200
<b>Résultat corrigé et dilué</b>	<b>k€</b>	<b>-2 606</b>	<b>-926</b>	<b>2 190</b>	<b>3 611</b>
<b>NOPAT</b>	<b>k€</b>	<b>-1 599</b>	<b>-224</b>	<b>1 267</b>	<b>4 011</b>

## Tableau de financement

		03/25A	03/26E	03/27E	03/28E
EBITDA	k€	-1 188	901	2 890	6 548
Variation du BFR	k€	0,00	197	139	-97,9
<i>dont (augm./dimin.) des créances clients</i>	k€	0,00	-77,7	-560	-1 002
<i>dont (augm./dimin.) des stocks</i>	k€	0,00	-199	-1 434	-2 565
<i>dont augm./dimin.) des dettes fournisseurs</i>	k€	0,00	200	1 834	3 139
<i>dont augm./dimin.) autres dettes</i>	k€	0,00	273	300	330
Dividendes reçus des mises en équivalence	k€	0,00	0,00	0,00	0,00
Impôt payé	k€		-828	300	-1 937
Eléments exceptionnels	k€	0,00	0,00	0,00	0,00
Autres cash flows d'exploitation	k€	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>Cash flows d'exploitation total</b>	<b>k€</b>	<b>-1 188</b>	<b>270</b>	<b>3 329</b>	<b>4 513</b>
Investissements matériels	k€	-3 561	-2 100	-2 225	-2 500
<i>Investissements / dotations aux amortissements</i>	%	377	175	185	208
Acquisitions de titres	k€	0,00	0,00	0,00	0,00
Autres flux d'investissement	k€	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>Flux d'investissement net</b>	<b>k€</b>	<b>-3 561</b>	<b>-2 100</b>	<b>-2 225</b>	<b>-2 500</b>
Charges financières nettes	k€	-674	-0,01	-0,01	-0,01
<i>dont compasante cash</i>	k€	-500	-0,01	-0,01	-0,01
<b>Dividendes (maison mère)</b>	<b>k€</b>				
Dividendes payés aux minoritaires	k€	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>Augmentation de capital</b>	<b>k€</b>	<b>0,00</b>	<b>4 400</b>		
<i>dont (achat)/vente d'actions d'autocontrôle</i>	k€				
(Aug.)/réduction de la dette nette	k€		-6 734	10 000	5 000
Autres flux financiers	k€				
<b>Flux financiers totaux</b>	<b>k€</b>	<b>-500</b>	<b>-2 334</b>	<b>10 000</b>	<b>5 000</b>
Variations de périmètre	k€		2 200		
Variation de la trésorerie	k€	-5 249	-1 964	11 104	7 013
<b>Variation de la dette nette</b>	<b>k€</b>	<b>-5 249</b>	<b>4 770</b>	<b>1 104</b>	<b>2 013</b>
<b>Cash flow disponible (avant div)</b>	<b>k€</b>	<b>-5 423</b>	<b>-1 830</b>	<b>1 104</b>	<b>2 013</b>
<b>Cash flow opérationnel</b>	<b>k€</b>	<b>-1 188</b>	<b>270</b>	<b>3 329</b>	<b>4 513</b>
<i>Taux de réinvestissement (invest./Immo. corporelles)</i>	%	83,7	40,7	36,0	33,4

<b>Bilan</b>		<b>03/25A</b>	<b>03/26E</b>	<b>03/27E</b>	<b>03/28E</b>
R&D immobilisée	k€	296	296	296	296
<b>Survaleurs</b>	<b>k€</b>	<b>296</b>	<b>296</b>	<b>296</b>	<b>296</b>
Droits incorporels (y compris concessions)	k€	0,00	0,00	0,00	0,00
Autres immobilisations incorporelles	k€	1 426	1 426	1 426	1 426
<b>Total actif incorporel</b>	<b>k€</b>	<b>2 018</b>	<b>2 018</b>	<b>2 018</b>	<b>2 018</b>
<b>Immobilisations corporelles</b>	<b>k€</b>	<b>4 254</b>	<b>5 154</b>	<b>6 179</b>	<b>7 479</b>
<b>Droits de tirage</b>	<b>k€</b>	<b>1 892</b>	<b>1 892</b>	<b>1 892</b>	<b>1 892</b>
Immobilisations financières (invest. LT dans des sociétés)	k€	125	125	125	125
Instruments dérivés liés aux op couverture (part LT)	k€	0,00	0,00	0,00	0,00
Autres immo. financières (optique de placement)	k€	0,00	0,00	0,00	0,00
<i>dont disponible à la vente</i>	<i>k€</i>	<i>0,00</i>	<i>0,00</i>	<i>0,00</i>	<i>0,00</i>
<b>BFR</b>	<b>k€</b>	<b>-2 808</b>	<b>-3 005</b>	<b>-3 144</b>	<b>-3 046</b>
<i>dont clients (+)</i>	<i>k€</i>	<i>527</i>	<i>605</i>	<i>1 165</i>	<i>2 167</i>
<i>dont stocks (+)</i>	<i>k€</i>	<i>1 349</i>	<i>1 548</i>	<i>2 982</i>	<i>5 547</i>
<i>dont fournisseurs (+)</i>	<i>k€</i>	<i>1 954</i>	<i>2 154</i>	<i>3 988</i>	<i>7 126</i>
<i>dont engagements courants (+)</i>	<i>k€</i>	<i>2 730</i>	<i>3 003</i>	<i>3 303</i>	<i>3 634</i>
Autres actifs courants	k€	1 149	1 149	1 149	1 149
<i>dont actifs d'impôts</i>	<i>k€</i>	<i>644</i>	<i>644</i>	<i>644</i>	<i>644</i>
<b>Actif total (net des engagements CT)</b>	<b>k€</b>	<b>6 630</b>	<b>7 333</b>	<b>8 219</b>	<b>9 617</b>
<b>Capitaux propres part du groupe</b>	<b>k€</b>	<b>-2 941</b>	<b>2 533</b>	<b>4 523</b>	<b>7 934</b>
Quasi-fonds propres et actions de préférence	k€	0,00	0,00	0,00	0,00
Intérêts minoritaires	k€	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>Provisions pour retraite</b>	<b>k€</b>		<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>
Autres provisions pour risques et charges	k€	331	331	331	331
Charges d'IS	k€	0,00	0,00	0,00	0,00
Autres charges	k€	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>Endettement net / (trésorerie)</b>	<b>k€</b>	<b>9 240</b>	<b>4 470</b>	<b>3 366</b>	<b>1 353</b>
<b>Passifs totaux</b>	<b>k€</b>	<b>6 630</b>	<b>7 333</b>	<b>8 219</b>	<b>9 617</b>
<b>Gross Cash</b>	<b>k€</b>	<b>2 494</b>	<b>530</b>	<b>11 634</b>	<b>18 647</b>
<b>Endettement net moyen / (trésorerie)</b>	<b>k€</b>	<b>7 678</b>	<b>6 855</b>	<b>3 918</b>	<b>2 359</b>
<b>Endettement net ajusté</b>	<b>k€</b>	<b>9 571</b>	<b>4 801</b>	<b>3 697</b>	<b>1 684</b>

**Données par action**

		03/25A	03/26E	03/27E	03/28E
<b>BPA ajusté (avant amort. des survaleurs et dilution)</b>	€	<b>-0,47</b>	<b>-0,10</b>	<b>0,18</b>	<b>0,29</b>
<i>Croissance des BPA</i>	%	<i>n/a</i>	<i>n/a</i>	<i>n/a</i>	64,9
BPA publié	€	-0,49	-0,09	0,16	0,28
<b>Dividende net par action</b>	€	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>
Cash flow libre par action	€	-0,98	-0,20	0,09	0,16
Cash flow opérationnel par action	€	-0,21	0,03	0,27	0,37
Actif net comptable par action	€	-0,52	0,21	0,37	0,64

<b>Nombre d'actions ordinaires</b>	Th	<b>5 697</b>	<b>12 303</b>	<b>12 303</b>	<b>12 303</b>
Equivalent nombre d'actions ordinaires (fin d'année)	Th	5 697	12 303	12 303	12 303
Nombre d'actions pour Capi.	Th	5 697	12 303	12 303	12 303
Autocontrôle (fin d'année)	Th				
Nbre d'actions net de l'autocontrôle (fin d'année)	Th	5 697	12 303	12 303	12 303
<b>Nombre d'actions ordinaires moyen</b>	Th	<b>5 554</b>	<b>9 000</b>	<b>12 303</b>	<b>12 303</b>
Conversion d'instruments de dette en actions	Th				
Règlement de stock-options exerçables	Th				
Règlement probable de stock-options non exerçables	Th				
Autres engagements d'émettre des titres	Th				
Dilution (moyenne)	Th	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>Nombre d'actions dilué (moyen)</b>	Th	<b>5 554</b>	<b>9 000</b>	<b>12 303</b>	<b>12 303</b>
Survaleur par action	€	0,00	0,00	0,00	0,00
BNA après amort. des survaleurs (dilué)	€	-0,47	-0,10	0,18	0,29
BNA avant amort. des survaleurs (non dilué)	€	-0,51	-0,13	0,16	0,28
<b>Taux de distribution</b>	%	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>
<b>Ratio de "pay out" (div. + rachat / résultat)</b>	%	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>

**Financement et liquidité**

		03/25A	03/26E	03/27E	03/28E
EBITDA	k€	-1 188	901	2 890	6 548
Cash flow des opérations	k€	-1 688	73,7	3 190	4 611
<b>Fonds propres</b>	<b>k€</b>	<b>-2 941</b>	<b>2 533</b>	<b>4 523</b>	<b>7 934</b>
Dette brute	k€	11 734	5 000	15 000	20 000
dont échéance moins d'un an	k€	2 000	0,00	0,00	
dont échéance entre 1 et 5 ans	k€	3 734	5 000	15 000	20 000
dont échéance à plus de 5 ans	k€	6 000			
+ Trésorerie brute	k€	2 494	530	11 634	18 647
<b>= Dette nette / (trésorerie)</b>	<b>k€</b>	<b>9 240</b>	<b>4 470</b>	<b>3 366</b>	<b>1 353</b>
Autres financements	k€	11 734	5 000	15 000	20 000
Ratio d'endettement	%		271	86,6	29,7
Fonds propres/Actif total (%)	%	-44,4	34,5	55,0	82,5
<i>Dette nette ajustée/EBITDA(R)</i>	x	<i>-8,06</i>	<i>5,33</i>	<i>1,28</i>	<i>0,26</i>
<i>Dette brute ajustée/EBITDA(R)</i>	x	<i>-10,2</i>	<i>5,91</i>	<i>5,30</i>	<i>3,10</i>
<i>Dette brute ajustée/(Dette brute ajustée+Fonds propres)</i>	%	<i>132</i>	<i>67,8</i>	<i>77,2</i>	<i>71,9</i>
<i>Ebit cover</i>	x	<i>-3,16</i>	<i>-29 851</i>	<i>ns</i>	<i>ns</i>
<i>CF des opérations/dette brute</i>	%	<i>-14,0</i>	<i>1,38</i>	<i>20,8</i>	<i>22,7</i>
<i>CF des opérations/dette nette</i>	%	<i>-18,3</i>	<i>1,65</i>	<i>94,8</i>	<i>341</i>
<i>FCF/Dette brute ajustée</i>	%	<i>-44,9</i>	<i>-34,3</i>	<i>7,20</i>	<i>9,90</i>
<i>(Trés. brute + FCF + Découverts)/Dette CT</i>	x	<i>-1,46</i>			
<i>FCF/Dette CT</i>	x	<i>-2,62</i>			

**Analyse du ROE par la méthode de Dupont**

		03/25A	03/26E	03/27E	03/28E
Charge d'IS (Net/Pretax pre-except.)	x	1,00	3,77	1,18	0,64
Marge opérationnelle (EBIT/CA)	%	-38,1	-4,74	14,2	24,6
Rotation des actifs(CA/actifs moyens)	%	86,7	90,2	153	243
Levier (Actifs moyens/Fonds propres moyens)	x	-4,16	-34,2	2,20	1,43
<b>Rendement des fonds propres (ROE)</b>	<b>%</b>	<b>181</b>	<b>552</b>	<b>56,4</b>	<b>54,8</b>
ROA	%	-61,5	-7,16	33,4	82,9

**Réconciliation des capitaux propres**

		03/25A	03/26E	03/27E	03/28E
Fonds propres année N-1	k€	2 186	-620	2 533	4 523
+ Profits nets de l'année	k€	-2 806	-1 126	1 990	3 411
- Dividendes (maison mère)	k€	0,00	0,00	0,00	0,00
+ Augmentation de capital	k€	0,00	4 400	0,00	0,00
<i>dont diminution (augmentation) de l'autocontrôle</i>	<i>k€</i>	<i>0,00</i>	<i>0,00</i>	<i>0,00</i>	<i>0,00</i>
- Gains (pertes) actuariels non reconnus	k€	0,00	0,00	0,00	0,00
+ Autres éléments de résultat ("comprehensive")	k€		-121	0,00	0,00
<b>= Fonds propres fin d'année</b>	<b>k€</b>	<b>-620</b>	<b>2 533</b>	<b>4 523</b>	<b>7 934</b>

**Personnel**

		03/25A	03/26E	03/27E	03/28E
Chiffre d'affaires par employé	k€	86,2	74,1	132	197
Coûts de personnel unitaire	k€	-27,7	-23,5	-24,4	-22,7
<i>Variation des coûts de personnel</i>	<i>%</i>	<i>-37,9</i>	<i>11,1</i>	<i>10,0</i>	<i>13,6</i>
<i>Variation des coût de personnel unitaire</i>	<i>%</i>	<i>-52,3</i>	<i>-15,0</i>	<i>3,89</i>	<i>-7,02</i>
<i>Coûts de pers./(Ebitda+Coûts de pers.)</i>	<i>%</i>	<i>294</i>	<i>68,9</i>	<i>43,2</i>	<i>27,6</i>

<b>Nombre d'employés moyen</b>	<b>utp</b>	<b>65,0</b>	<b>85,0</b>	<b>90,0</b>	<b>110</b>
Europe	utp	75,0	106	190	350
Amérique du Nord	utp	0,00	0,00	0,00	0,00
Amérique du Sud	utp	0,00	0,00	0,00	0,00
Asie	utp	0,00	0,00	0,00	0,00
Autres pays clés	utp	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>Coûts totaux de personnel</b>	<b>k€</b>	<b>-1 800</b>	<b>-2 000</b>	<b>-2 200</b>	<b>-2 500</b>
Salaires	k€	-1 800	-2 000	-2 200	-2 500
Coûts relatifs aux retraites	k€		0,00	0,00	0,00

**Chiffre d'affaires par division**

		03/25A	03/26E	03/27E	03/28E
<b>Chiffre d'affaires</b>	<b>k€</b>	<b>5 800</b>	<b>6 300</b>	<b>11 900</b>	<b>21 700</b>
<i>O/w organic growth (%)</i>	<i>%</i>	<i>-36,4</i>	<i>12,5</i>	<i>88,9</i>	<i>82,4</i>
Accumulator shells	k€	2 400	1 900	2 300	2 500
Diving cylinders	k€	400	0,00	800	800
Hydrogen	k€	900	2 500	6 300	15 500
Natural gas	k€	200	0,00	300	300
Trading	k€	0,00	0,00	0,00	0,00
Other	k€	1 900	1 900	2 200	2 600

**Résultat par division**

		03/25A	03/26E	03/27E	03/28E
<b>EBITDA/R Analysis</b>					
Accumulator shells	k€	0,00	0,00	0,00	0,00
Diving cylinders	k€	0,00	0,00	0,00	0,00
Hydrogen	k€	0,00	0,00	0,00	0,00
Natural gas	k€	0,00	0,00	0,00	0,00
Trading	k€	0,00	0,00	0,00	0,00
Defense	k€				
Other/cancellations	k€	-1 188	901	2 890	6 548
<b>Total</b>	<b>k€</b>	<b>-1 188</b>	<b>901</b>	<b>2 890</b>	<b>6 548</b>
EBITDA/R margin	%	-21,2	14,3	24,3	30,2

**Géographie du chiffre d'affaires**

		03/25A	03/26E	03/27E	03/28E
Europe	%	80,0	80,0		
o/w France	%	60,0	60,0		
Other	%	20,0	20,0		

**ROCE**

		03/25A	03/26E	03/27E	03/28E
<i>Rendement des capitaux investis</i>	%	-44,6	-5,22	24,5	61,0
<i>CFROIC</i>	%	-151	-42,6	21,3	30,6
<b>Survaleur</b>					
	k€	296	296	296	296
<i>Dépréciation cumulée des survaleurs</i>	k€	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>Immobilisations incorporelles</b>	k€	1 426	1 426	1 426	1 426
<i>Dépréciation cumulée des immo. incorporelles</i>	k€	0,00	0,00	0,00	0,00
Couvertures à LT	k€	0,00	0,00	0,00	0,00
R&D mmobilisée	k€	296	296	296	296
Droits d'utilisation / Valeur actuelle des engagements de leasing	k€	0,00	0,00	0,00	0,00
Autres actifs immobilisés	k€	4 254	5 154	6 179	7 479
<i>Amortissements cumulés</i>	k€	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>BFR</b>	k€	-2 808	-3 005	-3 144	-3 046
Autres actifs	k€	125	125	125	125
Pertes/(gains) actuariels non reconnus	k€	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>Capitaux employés après amortissement (Capitaux investis)</b>	<b>k€</b>	<b>3 589</b>	<b>4 292</b>	<b>5 178</b>	<b>6 576</b>
Capitaux employés avant amortissement	k€	3 589	4 292	5 178	6 576