

Cours : 26,50€ 12 Décembre 2024

Objectif : 40,20€

ACHETER (1)

Marché Euronext
ISIN / Mnémonique FRO01400MDW2 / ALSTI
Reuters / Bloomberg ALSTI.PA / ALSTI FP
Indice Euronext GROWTH

Analyse payée partiellement par l'émetteur

Éligibilité PEA-PME Oui

Capitalisation (M€) **134,6**
Flottant (%) **41,7%**
Nbre de Titres (Mio) **5,080**
Date de clôture **31-Déc**

Actionnariat
Famille Burgos **58,3%**
Vatel Capital **12,1%**
Public **29,6%**

	23	24e	25e
PER	17,6	17,4	11,5
PCF	9,8	12,5	8,5
VE/CA	1,0	2,2	1,7
VE/ROP	10,9	12,1	8,1
PAN	2,6	6,6	4,6
Rendement	-	0,7%	2,0%
Free Cash Flow Yield	-2,8%	1,5%	4,5%
ROACE	22,1%	55,4%	63,0%

CA	35,5	60,1	77,3
CA précédent	35,5	60,1	77,3
var. n/n-1	13,8%	69,4%	28,7%
EBE	4,7	13,7	19,6
ROC	3,2	11,0	16,0
% CA	8,9%	18,4%	20,8%
ROP	3,2	11,0	16,0
% CA	8,9%	18,4%	20,8%
RN PdG publié	2,0	7,8	11,8
% CA	5,6%	13,0%	15,3%

BNPA	0,39	1,52	2,31
BNPA précédent	0,39	1,52	2,31
var. n/n-1	-	286,3%	51,9%
BNPA Cor	0,39	1,52	2,31
ANPA	2,7	4,0	5,8
Dividende net	0,19	0,54	0,82

DFN -1,4 0,0 -2,8

Jérémy Sallée, Analyste Financier

+33 (0)2 40 44 94 30
jeremy.sallee@bnpparibas.com

Tesla's BESS Friend

STIF est spécialisé dans la conception, la fabrication et la commercialisation de matériels industriels innovants destinés à des marchés de niche.

Un leader sur des marchés industriels de niche

Fondé en 1984 par la famille Burgos, famille dirigeante et principal actionnaire, STIF s'est construite 1/ autour de la constitution de leaderships sur des marchés industriels de niche, résilients et à forte valeur ajoutée; 2/ sur un modèle intégré et une présence significative à l'international (>80% CA hors France). Initialement spécialisé dans les équipements de manutention en vrac (godets et raccords hydrauliques, 53% CA 2023), STIF s'est progressivement diversifié, à partir de 2010, sur le marché plus dynamique des protections passives contre les explosions de poussières (28% CA 2023). Ces marchés matures offrent une belle rentabilité (EBITDA c.13%e) pour une croissance attendue de c.5% par an.

Positionnement stratégique réussi sur le marché prometteur du BESS

En 2022 le groupe a détecté le potentiel d'un nouveau marché proche de celui des explosions de poussières : les protections passives contre les explosions des BESS (systèmes de stockage d'énergie par batterie). Face aux perspectives exceptionnelles offertes par ce marché (TCAM 23-30 de +25 à 51%), STIF a su capitaliser sur son expertise dans la poussière pour devancer l'ensemble de ses concurrents en bâtissant, en moins de deux ans, toute une offre dédiée à ce marché naissant. STIF est aujourd'hui une référence mondiale en adressant les leaders du secteur du BESS tels que Tesla (N°1 mondial), Sungrow (N°2 mondial) ou encore Nidec (N°1 en Europe).

Un potentiel de croissance et de rentabilité sous-estimé

Depuis son IPO fin 2023, qui a financé le développement sur ce nouveau marché, les performances de l'activité Explosion Energy/BESS ont contribué à des parcours opérationnels (CA S1 24 +69%, dont 11M€ de CA BESS x22, EBITDA S1 24 22,7% +14,7pts; guidance de CA 25 de c.61M€ avancée à 2024, EBITDA 24 et LT >20% vs >12% en 24 >15% à partir de 2027 visé lors de l'IPO) et boursiers (+263% depuis l'IPO) exceptionnels.

Nous estimons que le marché pourrait être encore surpris par les perspectives de STIF dans le domaine des BESS compte tenu: 1/ de son positionnement privilégié auprès de Tesla qui ambitionne de rapidement tripler sa capacité annuelle de déploiement de BESS, 2/ des succès commerciaux BESS (BYD, CATL, Hitachi, Siemens Energy etc.) et 3/ d'un consensus qui sous-estime l'accélération et l'impact de ce nouveau marché dans l'amélioration du mix-produit (marge EBITDA BESS >30%e). Notre scénario table sur l'atteinte de l'objectif de CA 2027 (80M€, inchangé depuis l'IPO) dès 2026 soit un TCAM 23-28 de +25% porté à 87% par le segment BESS. Nous attendons une hausse de 9pts de l'EBITDA 24, à c.23%, grâce à la forte relation liée au développement des ventes BESS (46% CA 24 vs 13% en 2023; EBITDA BESS 24 estimé à 34%). Le segment BESS devrait contribuer à la quasi-intégralité (c.94%) de la croissance attendue de l'EBITDA (TCAM +41%) sur la période 2023-2028.

Fondamentaux solides et valorisation attractive

Fort des 9M€ levés lors de l'IPO, d'investissements capacitaires limités et d'une rentabilité élevée, STIF affiche un ROCE >30%, un bilan particulièrement solide (trésorerie nette), et une génération de trésorerie suffisante pour couvrir le développement des activités BESS tout en ayant les moyens d'étudier d'éventuelles opportunités de croissance externe.

À 10,8x VE/EBIT 24 et 7,3x 25, nous estimons que la valorisation actuelle n'intègre pas la qualité des fondamentaux et les perspectives exceptionnelles de croissance bénéficiaire du BESS. Nous initions STIF à l'achat avec un objectif de 40,2€ (75% DCF, 25% SOTP).

Table des matières

SWOT	3
1. Un début de parcours explosif !	4
2. Des bases solides sur des marchés industriels de niche.....	6
2.1. Leader historique de la manutention en vrac	6
2.2. Une entrée opportuniste sur le marché plus dynamique des explosions de poussières	7
2.3. Des fondamentaux industriels solides	11
2.4. Des métiers historiques matures mais très rentables	13
3. ...au service d'une nouvelle activité BESS à très fort potentiel.....	15
3.1. BESS, un marché déjà existant offrant des perspectives de croissance exceptionnelles	15
3.2. Vigilex Energy, leader mondial des panneaux anti-explosion à destination des BESS	17
3.3. Quid du potentiel ?.....	22
4. Des capacités industrielles prêtes à suivre l'emballlement des activités BESS.....	29
4.1. Des CAPEX maîtrisés pour tripler le CA.....	29
4.2. Pour une croissance maîtrisée des effectifs.....	29
5. Un profil de croissance, de rentabilité et de FCF exceptionnel	31
5.1. Croissance et marges portées par le BESS et Tesla.....	31
5.2. Forte génération de cash, situation financière solide et ROCE <i>best-in class</i>	32
5.3. PZP vs consensus.....	33
6. Valorisation (Obj. 40,2€)	36
6.1. DCF (Obj. 37,8€).....	36
6.2. SOTP (Obj. 47,4€).....	37
6.3. Multiples induits par notre valorisation	39
7. Gouvernance.....	40

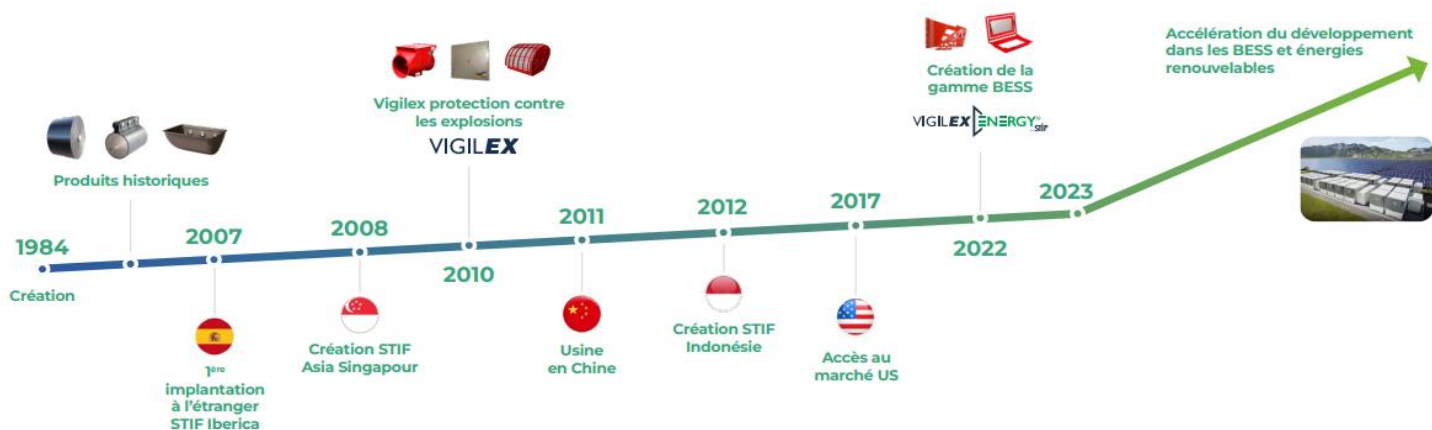
SWOT

Forces	Faiblesses
<ul style="list-style-type: none"> ▪ Management et actionnariat familial (Famille Burgos 58% du capital) ▪ Forte présence à l'international (>80% CA hors de France) et présence industrielle aux US, en Europe et en Chine ▪ Maîtrise complète de la chaîne de valeur ▪ Modèle d'activité diversifié et leadership sur l'ensemble des niches adressées ▪ Barrières à l'entrée importantes dans le domaine des protections anti-explosions ▪ <i>First mover advantage</i> dans le domaine des BESS (fournisseur privilégié du Top 2 mondial des fabricant BESS: <i>Battery Energy Storage System</i>) ▪ Business historique rentable (EBITDA c.13%e) et activité BESS fortement relative (EBITDA >30%e). ▪ ROCE >30% 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Dépendance clients (BU Energy de Tesla c.33% CA 24) ▪ Absence de revenus récurrents ▪ Exposition limitée aux acteurs majeurs du BESS chinois (CRRC, Hyperstrong, Envision etc.) ▪ Conseil d'administration de taille réduite
Opportunités	Risques
<ul style="list-style-type: none"> ▪ Gain de nouveaux contrats et ramp-up des contrats BESS (Tesla et Sungrow) ▪ Ouverture de la nouvelle usine aux US et projet de filiale commerciale en Corée du Sud ▪ Croissance externe. ▪ Diversification vers les solutions de protection active (BESS et Poussière) ▪ Concurrence limitée ▪ Renforcement de la réglementation pour les systèmes de stockage d'énergie ▪ Baisse du prix de l'acier ▪ Marché du stockage d'hydrogène 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Évolution technologique ▪ Intensification de l'environnement concurrentiel BESS ▪ Dépendance à des personnes clés (duo José et Manuel Burgos) ▪ Ralentissement du développement du marché BESS ▪ Trump: incertitudes sur l'Inflation Reduction Act (IRA) et l'évolution des tarifs douaniers avec la Chine sur le marché du BESS ▪ Baisse de prix et de rentabilité sur le segment BESS

1. Un début de parcours explosif !

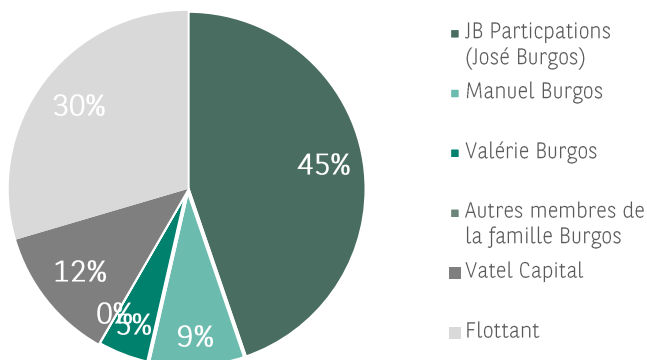
Fondé en 1984 par Manuel Burgos, père de José Burgos aujourd'hui CEO et principal actionnaire, STIF (Société Tôlerie Industrielle Française) est un acteur industriel français, spécialisé dans la conception, la fabrication et la commercialisation de matériels industriels innovants destinés à des marchés de niche. Capitalisant sur le savoir-faire de son activité historique de la manutention en vrac, STIF s'est progressivement diversifié vers les métiers plus dynamiques des protections passives contre les explosions de poussières pour ensuite adresser depuis seulement deux ans le marché particulièrement prometteur des protections passives contre les explosions de BESS (Battery Energy Storage System / Système de stockage d'énergie par batterie). L'IPO (10,3M€ brut dont 1,3M€ de cession), réalisée en décembre 2023, a permis de lever 9M€ (31% extension de l'outil de production, 24% acquisition d'un banc de tests d'explosion, 24% opération sur capital : achat de 10% du capital de Boss Products et de 34% de STIF Asia, 21% financement dette et BFR) pour renforcer les capacités industrielles et R&D du groupe afin d'accompagner l'accélération de la nouvelle activité Explosion Énergie (BESS).

Historique de STIF



Source: Société

Un actionariat familial (Famille Burgos 58% du capital)

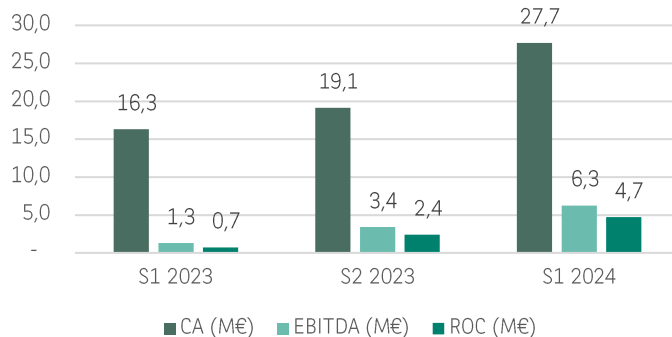
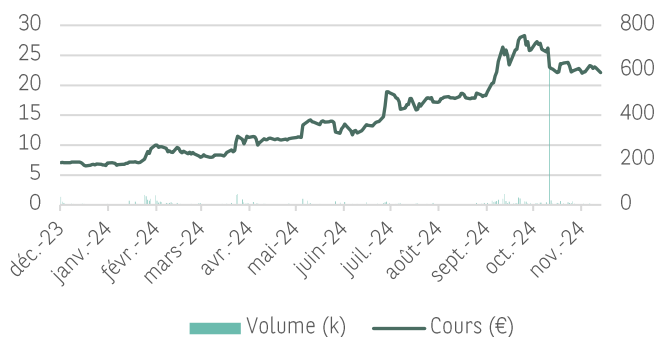


Source: Portzamparc

Depuis l'introduction en bourse le parcours boursier (+263% depuis l'IPO) comme opérationnel est exceptionnel. Cette performance reflète le succès du démarrage de la nouvelle activité Explosion Énergie qui explique à elle seule le quasi doublement du CA S1, et

représente moins de deux ans après sa création près de 40% CA groupe, et la multiplication par 6x du ROC S1.

Un parcours boursier et opérationnel explosif

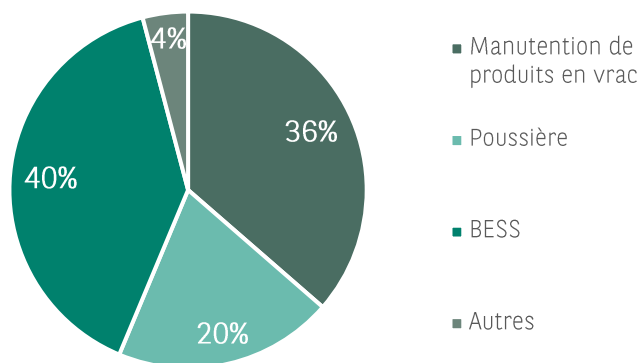
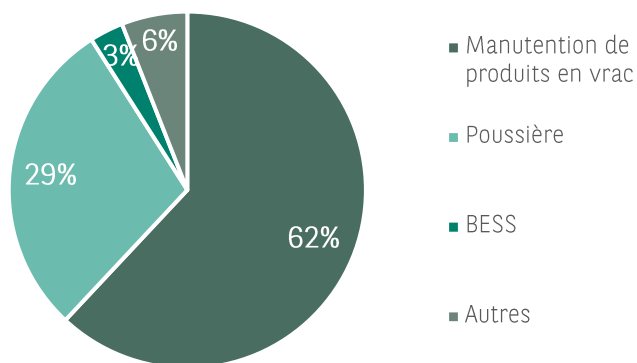


Source: Portzamparc, Factset, Société

Porté par le développement rapide de l'activité Explosion Energie (BESS)

Mix-produit S1 23

Mix-produit S1 24



Source: Portzamparc, Factset, Société.

Au-delà de publications de haut vol et d'un newsflow particulièrement favorable, et fort du succès de son activité BESS, STIF a relevé significativement ses guidances de CA et de rentabilité seulement 10 mois après l'IPO.

Net relèvement des guidances IPO

Date	2024		2025		2027	
	CA (M€)	EBITDA	CA (M€)	EBITDA	CA (M€)	EBITDA
IPO			61	>12%	80	>15%
09/10/24 (Résultats S1)	60	>20%		>20%	80	>20%
Newsflow						
01/02/2024	Annonce du premier volume d'affaire significatif sur le segment BESS : Tesla (10M€)					
23/05/2024	Révision à la hausse du volume d'affaires attendu avec Tesla (13M€) + première commande de Sungrow pour 5M€					
12/09/2024	Elargissement de la base clients BESS à CATL, BYD, Hitachi et Siemens Energy					
09/10/2024	Publication de résultats S1 records					
29/10/2024	Première commande significative de Tesla Chine (10M€)					

Source: Portzamparc, Société

2. Des bases solides sur des marchés industriels de niche...

Le développement rapide sur le marché du BESS se base sur des fondamentaux solides issus des 40 ans de développement et qui reposent sur 1/ une stratégie axée autour d'un leadership sur des métiers de niche, 2/ une présence commerciale et industrielle significative à l'international et 3/ une intégration complète de la chaîne de valeurs.













2.1. Leader historique de la manutention en vrac

Premier métier historique du groupe, la fabrication d'équipements pour la manutention de produits en vrac constituait encore récemment une part significative de l'activité de STIF (71% CA 2021 ; 65% CA 2022 ; 53% CA 2023).

Ce métier repose sur trois activités distinctes :

- L'activité Godets (15% CA 2023) est constituée d'une offre de godets d'élévateurs et de sangles élévatrices à destination de l'industrie agroalimentaire (transports céréales, riz, etc.). Les élévateurs à godets sont des installations assurant la manutention verticale de produits en vrac.
- L'activité Raccords (14% CA 2023) se compose d'une offre de raccords à compression et courbes pour les systèmes de transport pneumatique (transport des matériaux en vrac en utilisant de l'air comprimé dans un ensemble de tubes). Ces produits adressent principalement l'industrie alimentaire et plastique.
- Activité autres produits de la manutention (24% CA 2023), regroupe une large gamme de produits pour la manutention en vrac (tuyauterie modulaire, portes de visite, séparateurs magnétiques etc.).

Illustration d'une partie de l'offre produits destinée à la manutention en vrac

Godets		Raccords		Autres	
 <p>JET Acier Afficher le produit »</p>	 <p>EURO JET Acier Afficher le produit »</p>	 <p>Raccords à compression EURAC L Afficher le produit »</p>	 <p>Raccords à compression EURAC M Afficher le produit »</p>	 <p>Novaporte RP Afficher le produit »</p>	 <p>Novaporte RS Afficher le produit »</p>
 <p>JET Plastique Afficher le produit »</p>	 <p>EURO JET Plastique Afficher le produit »</p>	 <p>Raccords à Compression : EURAC HX Afficher le produit »</p>	 <p>Courbes Afficher le produit »</p>	 <p>Trappes à guillotine Afficher le produit »</p>	 <p>Boîtes à volet étanches Afficher le produit »</p>

Source: Portzamparc, Société

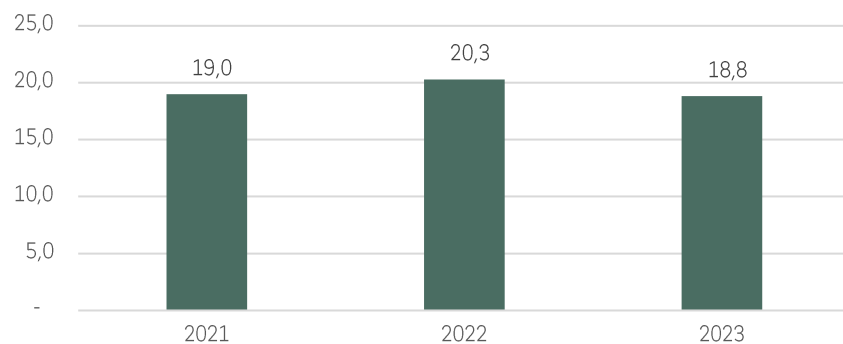
STIF fait partie des principaux acteurs mondiaux de ce marché de niche. Il se distingue par sa présence et son expertise historique ainsi que par la profondeur de sa gamme de produits qui lui permet de répondre aux exigences spécifiques de nombreuses matières premières agricoles (température, résistance, vitesse, écoulement etc.).

L'étroitesse du marché limite la concurrence qui se résume à quelques acteurs de tailles modestes. Sur le segment des godets, STIF est absent du marché US et estime être N°2 en Europe où il fait principalement face à Braime Group (UK, 55M€ CA 23, N°1 en Europe).

Parmi les autres concurrents nous relevons Maxi-Lift (USA), Tapco (USA, leader du marché US) et le français Guéry. Sur le segment du transport pneumatique (Raccords) les principaux concurrents identifiés sont Morris Coupling Company (US) et HS Umformtechnik (ALL). Nous relevons qu'aucun de ces acteurs ne proposent une offre globale (godets et raccords) et similaire à celle de STIF.

Le marché de la manutention en vrac de produits alimentaires est résilient et porté par l'urbanisation de la population mondiale ainsi que par l'automatisation croissante des outils de production. Selon différentes études, ce marché est attendu en hausse de 2,5% à 3% par an¹². Le transport pneumatique permet quant à lui de répondre aux exigences de l'industrie concernant l'automatisation et la sécurisation du transport des produits en vrac. Ce marché est annoncé en croissance de +5%³ par an. STIF enregistre une activité relativement stable de ces métiers.

Évolution de l'activité des équipements pour la manutention en vrac (M€)



Source: Portzamparc, Société

2.2. Une entrée opportuniste sur le marché plus dynamique des explosions de poussières

A partir de 2010, STIF est parvenu, de façon assez opportuniste, à pénétrer le marché des protections passives contre les explosions de poussières en récupérant le brevet d'un client qui allait déposer le bilan en échange de l'effacement de sa dette. Il aura fallu presque 10 ans avant que le groupe parvienne à s'imposer sur ce marché et devienne une des références mondiales du secteur. Jusqu'à récemment, cette diversification constituait le plus important relais de croissance du groupe.

2.2.1 Les poussières explosives : le talon d'Achille méconnu de l'industrie

Une explosion de poussières est un phénomène complexe qui se produit lorsque certaines conditions spécifiques sont réunies. Une atmosphère est dite explosive (ATEX) dès lors que des substances combustibles telles que les poussières de bois, de sucre, de farine ou encore de caoutchouc se mélangent avec l'air de telle sorte qu'une source d'énergie puisse provoquer son explosion. Pour qu'une explosion de poussières ait lieu, cinq éléments essentiels doivent être présents simultanément, formant ce qu'on appelle le « pentagone de l'explosion de poussières » :

- Combustible sous forme de poussière : Il doit y avoir présence de particules fines combustibles ou oxydables en suspension dans l'air. Ces particules peuvent provenir de diverses sources comme le charbon, le bois, la farine, les métaux, ou d'autres matériaux organiques ou inorganiques.
- Dispersion des particules : Les particules doivent être dispersées dans l'air en concentration suffisante pour former un nuage de poussière.

¹ Bulk Material Handling System Market Size, Share, Growth, Demand 2023-2030 (zionmarketresearch.com)

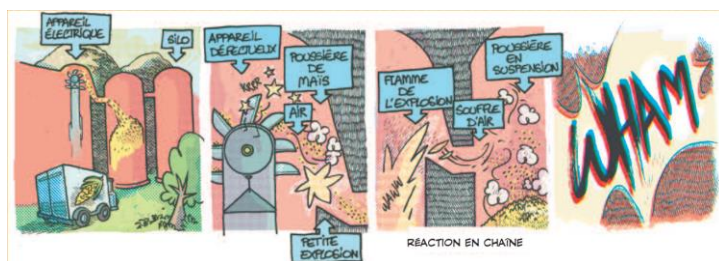
² <https://www.futuremarketinsights.com/reports/bulk-material-handling-system-market>

³ Pneumatic Conveying Systems Market Size | Growth Report 2032 (polarismarketresearch.com)

- Comburant : Un agent oxydant, généralement l'oxygène de l'air, doit être présent en quantité suffisante.
- Source d'ignition : Une source d'énergie capable d'enflammer le mélange poussière-air est nécessaire. Cela peut être une étincelle, une flamme, une surface chaude, ou même une décharge électrostatique.
- Confinement : Le nuage de poussière doit être dans un espace confiné ou partiellement confiné pour permettre une accumulation de pression.

Une explosion de poussières se déroule généralement en deux phases : 1/ l'explosion primaire : c'est la première explosion qui se produit lorsque les conditions du pentagone sont réunies dans un espace confiné et 2/ l'explosion secondaire : l'onde de choc de l'explosion primaire peut soulever d'autres poussières accumulées, créant de nouveaux nuages qui s'enflamment à leur tour, provoquant des explosions secondaires souvent plus destructrices que la première.

Illustration du mécanisme d'explosion de poussière



Source: Ineris

Explosion du silo à grain de Blaye

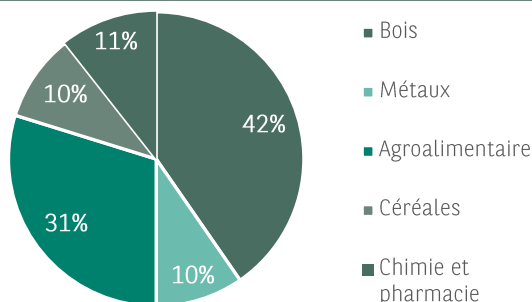


Ces explosions peuvent être dévastatrices que ce soit au niveau humain ou matériel. L'explosion du silo à grain de Blaye (Gironde) en 1997, l'une des explosions de poussière la plus meurtrières recensées en France, avait causé la mort de 11 personnes.

La base de données ARIA du BARPI (Bureau d'Analyse des Risques et Pollutions Industriels) a recensé 190 explosions de poussières à travers le monde sur la période 1903 à 2010 ayant entraîné 417 blessés et 175 décès soit c. 2 décès et 5 blessés par explosion. En moyenne les dégâts causés par ces explosions sont estimés à c.1M\$ par accident⁴.

⁴ INERIS, Rapport Q21 – Explosions de poussières, Statistiques portant sur les Etats-Unis, 2006

Répartition des explosions par industrie



Source: Portzamparc, INRS

Pour prévenir les explosions de poussières, l'Union européenne a adopté deux directives ATEX :

1. La directive ATEX 1999/92/CE définit les prescriptions minimales pour la sécurité des travailleurs exposés aux risques ATEX.
2. La directive ATEX 2014/34/UE règlemente les appareils et systèmes de protection utilisés en zones ATEX, exigeant leur certification.

Aux Etats-Unis, la National Fire Protection Association a établi des normes spécifiques, dont notamment :

1. NFPA 69-2019: exigences pour les systèmes de prévention et contrôle des explosions.
2. NFPA 68-2018: critères pour la conception, l'installation et la maintenance des événements d'explosion.

2.2.2 Vigilex: un acteur incontournable de la protection passive contre les explosions de poussières

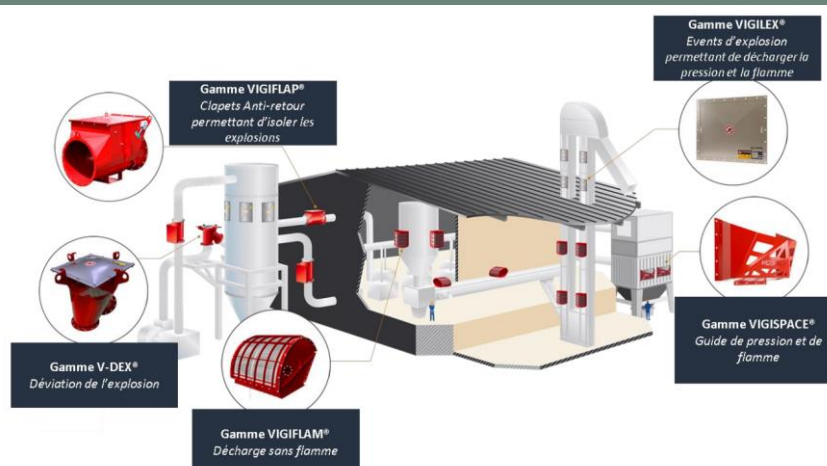
Le marché mondial des protections contre les explosions, estimé à 12,5Md\$ en 2024, est attendu en croissance de +6,7% par an⁵. L'offre de STIF s'articule principalement autour de trois produits de protection passive contre les explosions de poussières (ne prévient pas l'explosion) : 1/ les événements d'explosion (c.30-40% CA de la BU ; panneaux en acier inoxydable intégrant une membrane conçue pour s'ouvrir lors d'une explosion), destinés à s'ouvrir à une pression prédéterminée au cours d'une explosion pour relâcher vers l'extérieur la pression et les flammes, 2/ les clapets anti retour, chargés d'empêcher le retour de flamme dans la direction opposée, et 3/ des dispositifs de décharge sans flamme, utilisés pour évacuer en toute sécurité les gaz ou les vapeurs combustibles.

Le marché des événements anti-explosion est une niche qui représentait un marché mondial de 142M\$⁶ en 2023 pour un TCAM 24-31 de +4,5% (drivers: industrialisation et réglementation en matière de sécurité de plus en plus stricte). La dernière étude de Market Research Intellect place la marque Vigilex de STIF au rang du 4^e acteur mondial derrière OsecoElfab (US), BS&B Safety Systems (US) et Fike (US) et devant POPDISC (Corée), DonadonSDD (Italie), Rembe GmbH (All), RSBP (CZ) et IEP Technologies (US).

⁵ [Explosion Protection Market Size, Share, Trends & Forecast \(verifiedmarketresearch.com\)](#)

⁶ [Explosion Vent Panels Market Size, Share & Global Report \[2031\] \(marketresearchintellect.com\)](#)

Panorama de l'offre anti-explosion de poussière de STIF (Vigilex)



Source: Société

Notons que la principale barrière à l'entrée sur ce marché réside dans la certification des produits, indispensable à leur commercialisation. Le processus de certification peut s'avérer particulièrement long et complexe (>6 mois pour avoir un premier rendez-vous avec un organisme notifié: Ineris en France; le processus de certification nécessite plusieurs itérations auprès de ces organismes en absence de laboratoire de tests internes). À titre d'exemple il aura fallu près de 3 ans et une centaine de tests pour certifier le produit VIGIFLAM. STIF dispose actuellement de 12 certifications en France et à l'international.

Illustration des certifications STIF

NORMES ÉVÉNEMENTS D'EXPLOSION

- ▶ Ex II GD
- ▶ EN 14491
- ▶ EN 14994
- ▶ EN 14797
- ▶ EN 1127.1
- ▶ Attestation d'examen UE de type : INERIS 15ATEX0001X
- ▶ Notification d'assurance qualité production : INERIS 08ATEXQ406

NORMES DES DISPOSITIFS DE DÉCHARGE SANS FLAMME

- ▶ Ex II GD
- ▶ Ex II 2 D
- ▶ EN 16009
- ▶ Attestation d'examen UE de type : INERIS 14 ATEX 0049 X
- ▶ Notification d'assurance qualité production : INERIS 08ATEXQ406
- ▶ Certifié pour : Poussière organique / Poussière fibreuse / Poussière métallique / Gaz

Source: Portzamparc, Société

Cette activité (Explosion Industrie) constituait jusqu'à 2023 le plus important relais de croissance de STIF. Ce métier a enregistré une croissance annuelle de c.+40% pendant 5 ans pour représenter près d'un tiers de l'activité 2023. La dynamique a notamment été soutenue par d'importants gains de part de marché aux US après avoir révolutionné le concept du clapet anti-retour, offre qui représente près de 50% du CA de la division.

Évolution de l'activité Explosion Industrie



Source: Portzamparc, Société

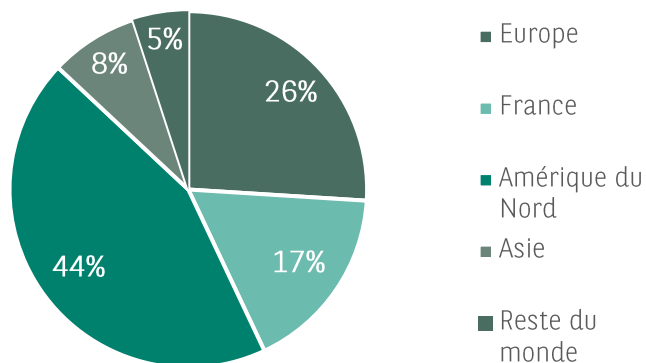
2.3. Des fondamentaux industriels solides

Le leadership et le succès de STIF sur ses métiers « historiques » et sur le marché naissant des BESS s'explique en grande partie par sa forte présence à l'international ainsi que par un business model particulièrement bien intégré.

2.3.1 Une présence significative à l'international

Malgré sa taille, STIF se distingue par une activité internationale développée avec plus de 80% de son CA réalisé hors de France et dans plus de 80 pays (en direct et via un réseau de 30 distributeurs à travers le monde).

Une forte présence internationale (Répartition du CA S1 2024)



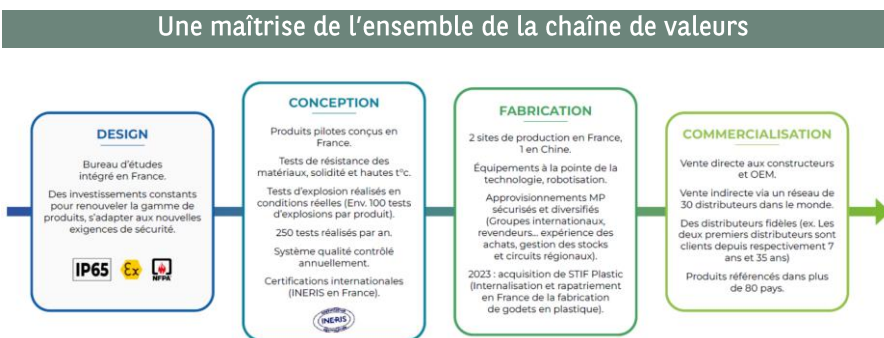
Source: Portzamparc, Société

L'expansion internationale de STIF s'est accélérée sous la houlette de José Burgos lorsqu'il a rejoint l'entreprise en tant que commercial en 1998. Après avoir renforcé le positionnement européen, José s'est tourné vers l'Asie en ouvrant une filiale à Singapour en 2008, une filiale en Chine (+ un site de production à Suzhou) en 2011 et l'ouverture en 2013 d'une nouvelle filiale en Indonésie. L'arrivée sur le marché américain date de 2017 à la suite de la signature d'un partenariat de distribution avec la société Boss Products qui est devenu le premier distributeur du groupe.

À la suite de l'IPO, STIF ambitionne d'accélérer significativement son extension internationale afin de capter le plein potentiel du marché naissant du BESS et de renforcer sa politique de proximité auprès de ses clients. STIF est actuellement en train d'ouvrir son premier site de production sur le marché américain, double la taille de son site chinois et ouvre de nouveaux bureaux commerciaux aux US et en Corée du Sud.

2.3.2 Un modèle intégré sur l'ensemble de la chaîne de valeurs

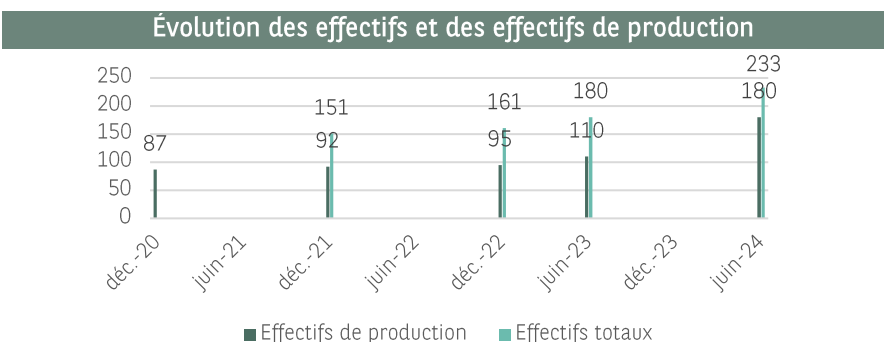
Une des principales forces du modèle de STIF réside dans sa maîtrise de la chaîne de valeurs, du développement et de la conception à la production et la commercialisation de ses produits. Ceci lui permet notamment 1/ d'être compétitif et particulièrement rentable sur son périmètre historique (MOC groupe 9% en 2021, 8% en 2022 et 9% en 2023), 2/ de maîtriser la qualité des produits, 3/ d'être innovant et 4/ de se montrer particulièrement réactif et agile afin de proposer des solutions adaptées aux problématiques spécifiques des clients (cf. contrat Tesla pour les BESS).



Source: Société

Côté R&D, STIF dispose d'un bureau d'étude de 8 personnes (c.4% de l'effectif: 5 dessinateurs et 3 concepteurs produits) en France. Les investissements R&D s'élèvent annuellement à c.0,8M€ (2% CA) et se concentrent dans l'innovation produits (nouvelle gamme, optimisation, innovation) et l'homologation réglementaire des nouveaux produits. La R&D devrait bénéficier dès 2025 de l'installation d'un banc de test d'explosion en interne qui facilitera les tests, la certification et le développement d'innovation.

La présence d'outils de production sur les trois continents (Europe, Asie, Amérique) ainsi que l'intégration de la majorité des étapes de production limitent le recours à la sous-traitance qui ne représentait en 2023 que 0,7M€ (2% CA) et c.4% des charges opérationnelles. L'automatisation avancée des usines renforce également la compétitivité du groupe avec des effectifs de production limités (c.180 personnes au 30/06/2024 soit c.77% des effectifs) tout en offrant un potentiel important d'augmentation des capacités de production. Ces deux atouts ont expliqué une partie non négligeable de la progression exceptionnelle des résultats S1 (EBITDA x6, 22,7% +14,7pts) avec des effectifs en progression de seulement +29% (+53 sur 1 an) pour une croissance de +69% du CA.



Source: Portzamparc, Société

2.4. Des métiers historiques matures mais très rentables

En dehors de l'activité Explosion Energie/BESS, nos prévisions nous semblent relativement conservatrices et légèrement inférieures à la guidance présentée lors de l'IPO.

À l'IPO, le management visait un CA de c.61M€ pour 2025 et de c.80M€ à horizon 2027 avec, dans le détail, un CA Explosion qui représenterait à horizon 2027 c.70% du CA (c.56M€ dont c.40M€ pour Explosion Energie (BESS) soit la moitié du CA total).

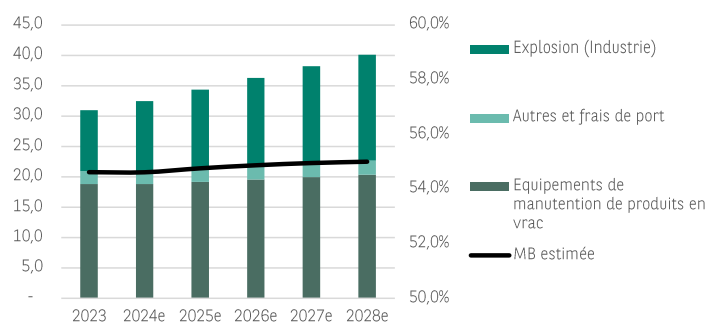
Sur cette base, la guidance implique un CA 2027 des activités hors Explosion de 24M€ soit un TCAM 23-27 de +3,5%. Compte tenu du retrait constaté de -4% entre 22 et 23 et d'un S1 24 stable sur ce périmètre, nous adoptons un scénario plus prudent avec un TCAM 23-27 de +1,5%. Nous estimons la marge brute (MB) sur cette activité entre 50-55%. Nous tablons également sur une stabilité du CA Autres et frais de port.

Concernant l'activité Explosion Industrie, les indications du management impliquent un CA 2027 de 16M€ soit un TCAM 23-27 de +12,4%. Nous nous alignons sur cette prévision en raison de l'historique de croissance de ce métier et d'un S1 2024 en hausse de +16%. La marge brute est plus importante sur ce segment. Nous l'estimons entre 58 et 65%.

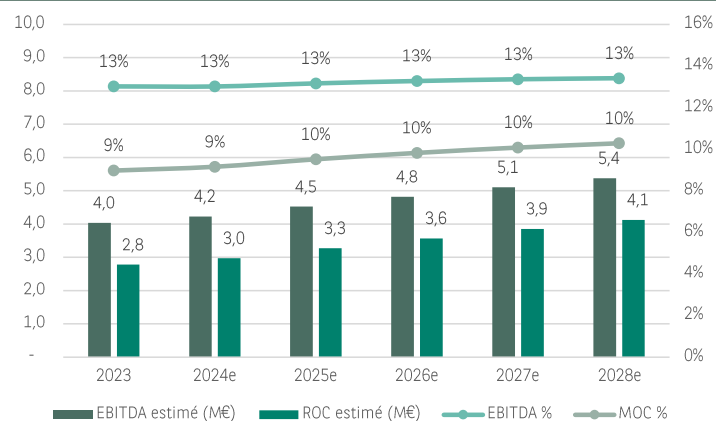
Au global nous tablons à horizon 2027 sur un TCAM des activités hors BESS de +5,4% accompagnée d'une relative stabilité de la marge brute à c.55%, soutenue marginalement par l'amélioration du mix-produit. Nous estimons que ces métiers génèrent une marge d'EBITDA de c.13% pour une MOC de c.9%.

Scénario PZP métiers historiques (Hors BESS)

CA (M€) et MB (%)



EBITDA et ROC estimés



	2023	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e
Equipements de manutention de produits en vrac (CA M€)	18,8	18,8	19,2	19,6	20,0	20,4
var.%	-7%	0%	2%	2%	2%	2%
% CA	53%	31%	25%	22%	21%	19%
MB estimée (M€)	10,3	10,3	10,5	10,7	10,8	11,0
% MB	55%	55%	55%	55%	54%	54%
Autres et frais de port (CA M€)	2,1	2,1	2,2	2,2	2,2	2,3
var.%	46%	0,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
% CA	6%	4%	3%	3%	2%	2%
Explosion Industrie (CA M€)	10,0	11,5	13,0	14,5	16,0	17,5
var.%	7%	15%	13%	11%	10%	9%
% CA	28%	19%	17%	17%	17%	16%
MB estimée (M€)	6,5	7,4	8,3	9,2	10,2	11,1
% CA	65%	64%	64%	64%	64%	63%
CA total (M€)	31,0	32,5	34,4	36,3	38,2	40,1
var.%	17%	5%	6%	6%	5%	5%
MB Total (M€)	16,9	17,7	18,8	19,9	21,0	22,1
% CA	54%	55%	55%	55%	55%	55%
EBITDA estimé (M€)	4,0	4,2	4,5	4,8	5,1	5,4
% CA	13%	13%	13%	13%	13%	13%
ROC estimé (M€)	2,8	3,0	3,3	3,6	3,9	4,1
% CA	9%	9%	10%	10%	10%	10%

Source: Portzamparc

3. ...au service d'une nouvelle activité BESS à très fort potentiel

En l'espace de moins de deux ans, STIF a su capitaliser sur son expertise acquise dans le domaine des explosions de poussières, sur la force de son outil industriel et commercial et se montrer opportuniste pour devenir le leader d'un nouveau marché prometteur : les équipements de protection passive contre les explosions de BESS. Fort de plusieurs contrats majeurs gagnés auprès de Tesla, leader mondial des BESS, et d'une dynamique de marché exceptionnelle, l'activité BESS devrait rapidement devenir le principal métier et le principal réservoir de croissance du CA (87% de la croissance 23-28 TCAM +25%) et des résultats de STIF (94% de la progression de l'EBITDA 23-28 TCAM +41%).

3.1. BESS, un marché déjà existant offrant des perspectives de croissance exceptionnelles

Un BESS (Battery Energy Storage System) ou système de stockage d'énergie par batterie est une technologie conçue pour stocker l'énergie électrique à l'aide de batteries rechargeables installées généralement dans des conteneurs.

Bien que le concept de BESS existe depuis une dizaine d'années, sa démocratisation s'est accélérée ces cinq dernières années à la suite des progrès réalisés dans la technologie des batteries, en particulier celles des batteries lithium-ion, et le développement des énergies renouvelables. Les BESS jouent actuellement un rôle crucial dans la transition énergétique en maximisant l'utilisation des sources d'énergies renouvelables intermittentes et en réduisant la dépendance aux sources d'énergie fossile. Les BESS permettent notamment de stocker l'énergie excédentaire produites par les sources d'énergie renouvelables, comme le solaire et l'éolien, pendant les périodes de faible demande et de la restituer lorsque la demande augmente. Les BESS améliorent également la stabilité du réseau électrique en fournissant un tampon entre l'offre et la demande d'énergie (alimentation de secours, réduction de la production lors des pics de consommation).

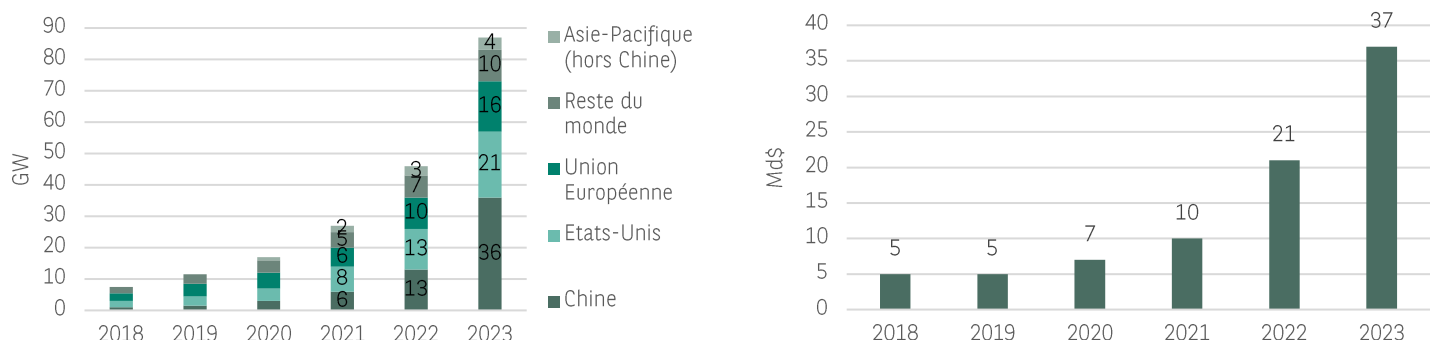
Illustrations de parc BESS



Source: Portzamparc, Intersect Power, Tesla

Quasi inexistante avant 2018, les capacités mondiales installées de BESS ont connu une expansion rapide (x11 entre 2018 et 2023 ; x2 entre 2022 et 2023) pour atteindre fin 2023 un total de 87 GW dont une croissance majoritairement portée par la Chine (TCAM 20-23 +129%) et les US (TCAM 20-23 +74%) qui représentent à eux deux près de 70% du marché mondial. Notons que la plus faible croissance en Europe (TCAM 20-23 +47%) s'explique probablement par un mix-énergétique moins favorable avec une plus forte présence du nucléaire.

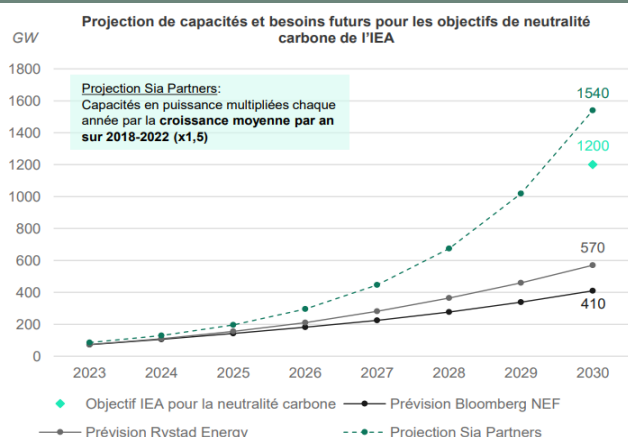
Évolution mondiale des capacités BESS installées (GW) et des investissements BESS (Md\$)



Source: Portzamparc, Sia Partners

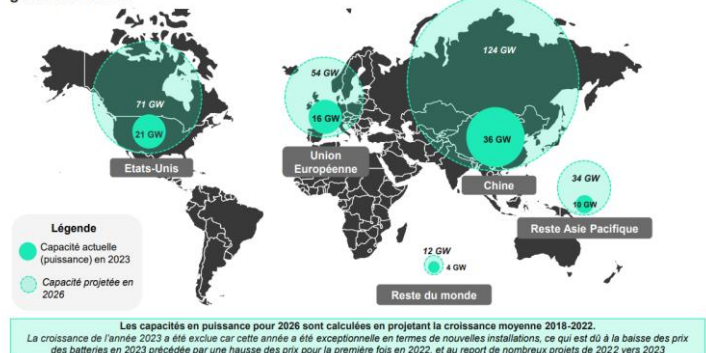
Selon plusieurs études, les perspectives de croissance offertes par ce marché sont considérables avec des capacités installées attendues en hausse (TCAM 23-30) de +25% par an pour le moins optimiste (BloombergNEF) à +51% par an pour le plus optimiste (SIA Partners). Les principaux drivers de la croissance seront 1/ la baisse du prix des batteries lithium-ion, 2/ les aides et l'amélioration du cadre réglementaire dans de nombreux pays favorisant l'adoption des BESS et 3/ l'augmentation de la pénétration des ENR. En termes de zones géographique les US et la Chine demeureront les principaux réservoirs de croissance (US c.25% de la croissance attendue d'ici 2026 et la Chine c.50% selon Sia Partners).

Perspectives de croissance mondiale des capacités de stockage BESS



Source: Sia Partners

D'ici 2026, la capacité installée des batteries stationnaires sera multipliée par 3, principalement grâce à la Chine



Selon la dernière étude de WoodMackenzie⁷, Tesla est devenu en 2023 le leader mondial des intégrateurs de BESS avec une part de marché de 15% devant les Chinois Sungrow et CRRC. Ce marché est en constante évolution et devient de plus en plus fragmenté (top 5 = 47% PDM vs 62% en 2022) en raison d'une forte progression du nombre de nouveaux acteurs chinois (6 dans le top 10) qui profitent du marché local le plus dynamique au niveau mondial et équipé exclusivement par des acteurs locaux.

⁷ Tesla takes Sungrow's crown as lead global producer of battery energy storage systems in 2023 | Wood Mackenzie

Principaux acteurs mondiaux du BESS

Positionnement des différents acteurs sur la chaîne de valeurs

Classement 2023 des principaux intégrateurs BESS par région



N.B : Les entreprises représentées ont été choisies comme exemples d'acteurs majeurs du secteur, mais ces listes ne sont en aucun cas exhaustives

Source: Sia Partners, Wood Mackenzie

3.2. Vigilex Energy, leader mondial des panneaux anti-explosion à destination des BESS

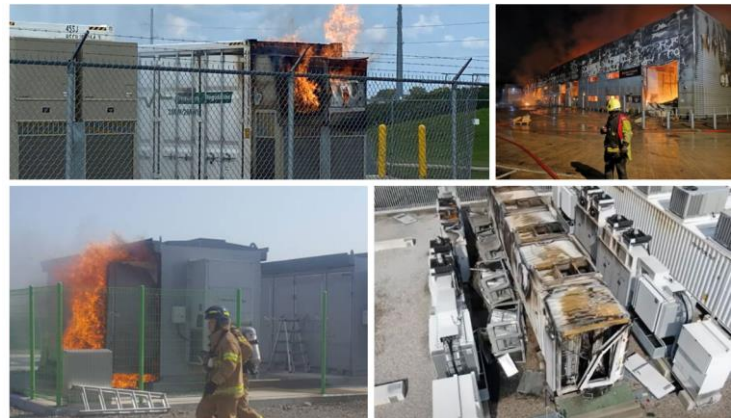
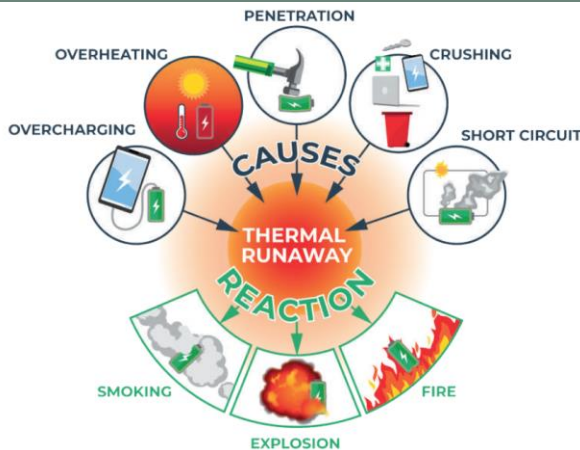
3.2.1 Un marché de la protection des BESS naissant

L'emballage thermique des batteries constitue aujourd'hui le principal risque d'exploitation des BESS. L'emballage thermique se produit lorsqu'une cellule de batterie lithium-ion endommagée commence à libérer de l'énergie sous forme de chaleur, déclenchant une réaction en chaîne souvent incontrôlable. Ce phénomène peut causer des incendies difficiles à maîtriser, des explosions, la libération de gaz toxiques et inflammables (notamment de l'hydrogène) ainsi que des dégâts humains et matériels considérables (risque de propagation rapide aux cellules et aux équipements adjacents).

L'emballage thermique, un risque majeur d'incendie et d'explosion pour les exploitants de BESS

Mécanisme de l'emballage thermique

Illustration des dégâts causés par les incendies/explosions



Source: Vigilex Energy

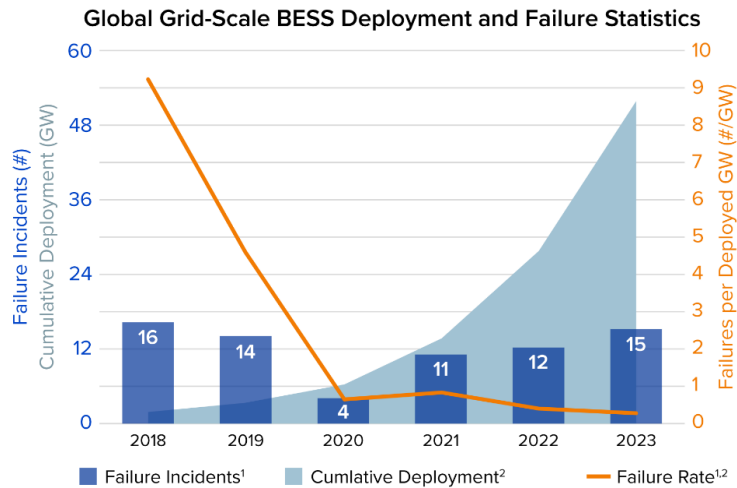
Contrairement au marché du BESS (c.12 ans d'existence), le marché des équipements de protection BESS est beaucoup plus récent (c.3 ans). Son développement s'est accéléré à la suite des dégâts significatifs causés par les premiers incidents sur les parcs de BESS et par la mise en place d'une réglementation américaine stricte qui impose l'installation de systèmes de protection.

En effet, les coûts associés aux incendies/explosions dans les BESS peuvent atteindre plusieurs millions de dollars, incluant non seulement les dommages matériels immédiats (c.2M\$ par incident⁸, cout d'un BESS c.0,5-1M€) mais aussi des pertes prolongées dues à

⁸ North American Clean Energy - Fire Risk May Threaten Energy Storage Boom (nacleaneenergy.com)

l'interruption des opérations (c.1,5ans⁹), à la hausse des primes d'assurance et aux impacts réputationnels et environnementaux (coût de la dépollution). Selon la base de données de l'EPRI, plus d'une soixantaine d'incidents ayant menés à un incendie ou une explosion ont été recensés à travers le monde entre 2018 et 2023.

Évolution du nombre d'incidents BESS à travers le monde



Sources: (1) EPRI Failure Incident Database, (2) Wood Mackenzie. Data as of 12/31/23.

Source: [Storagewiki.epri.com](https://www.storagewiki.epri.com)

Du côté réglementaire les évolutions sont également très récentes. La première norme a été introduite en 2019 aux États-Unis avec la norme NFPA 855 « Standard for the Installation of Stationary Energy Storage » qui a permis d'établir les premières exigences de sécurité spécifiques à la conception, l'installation et l'exploitation des BESS.

L'actualisation de la norme en 2023 (NFPA 855 v2023) a introduit des changements majeurs en apportant notamment une attention accrue à la prévention et la gestion des incendies et des emballlements thermiques (équipements de protection, obligation de tests etc.).

Elles précisent notamment que les BESS doivent :

- Être installés dans des zones séparées ;
- Être correctement ventilés ;
- Être équipés de systèmes de contrôle, surveillance et protection contre les incendies et explosion ;
- Inclure des systèmes de contrôle de l'explosion et de détection de gaz.

Cette norme demande entre autres que les BESS installés aux États-Unis disposent de systèmes de prévention répondant aux exigences de la norme NFPA 69 (systèmes de prévention anti-explosion) ou de la norme NFPA 68 (systèmes de protection anti-explosion). Pour être en conformité avec la réglementation, les fabricants de BESS peuvent utiliser soit un système de prévention actif soit un passif ou les deux.

⁹ North American Clean Energy - Fire Risk May Threaten Energy Storage Boom ([nacleanenergy.com](https://www.nacleanenergy.com))

EXTRACT standard NFPA 855 v2023

9.6.5.6.3 ESS installed within a room, building, ESS cabinet, ESS walk-in unit, or otherwise nonoccupiable enclosure shall be provided with one of the following:

- (1) Explosion prevention systems designed, installed, operated, maintained, and tested in accordance with **NFPA 69**
- (2) Deflagration venting installed and maintained in accordance with **NFPA 68**

Source: Portzamparc, Vigilex Energy



Le respect de cette norme est aujourd'hui devenu indispensable pour les fabricants de BESS souhaitant vendre leurs solutions sur le marché nord-américain. En effet, la plupart des juridictions américaines exigent la conformité des BESS à la norme UL 9540 pour leur installation.

La certification UL9540 est une approche globale qui garantit que les systèmes de stockage d'énergie sont développés en prenant comme base la sécurité, la sûreté et la fiabilité des batteries. Les systèmes certifiés UL 9540 sont généralement soumis au test UL 9540A qui examine le comportement du système en cas d'emballement thermique.

En dehors des US et en l'absence de réglementations spécifiques strictes, ces normes se sont installées comme des références mondiales pour l'industrie. Sans être indispensable, le respect de ces normes est devenu un gage de qualité et de sécurité indéniable pour les fabricants de BESS et est souvent imposé par les assureurs des projets de stockage d'énergie.

La plupart des fabricants de BESS propose aujourd'hui plusieurs solutions de prévention ou anti-explosion de série ou en options. Les systèmes pouvant être équipés jusqu'à 6 solutions de protection actives (prévention de l'explosion) et/ou passives (contrôle de l'explosion). Nous relevons que les tendances de marché constatées chez les OEMs plaident pour l'utilisation croissante d'un mix de protections actives et passives compte tenu de la prise de conscience de l'absence de maîtrise de l'explosion venant des solutions actives et du risque de défaillance de ces solutions actives. Une étude, menée par le cabinet de conseil Clean Energy Associates¹⁰, a récemment révélé qu'environ 26% des BESS inspectés présentaient des défaillances des systèmes de détection et de suppression des incendies et que 18% présentaient des défaillances du système de gestion thermique.

Nous anticipons également que les évolutions réglementaires devraient progressivement imposer l'installation de protection passives alors que le test UL9540A semble être dépassé¹¹ (test d'incendie sur une unité BESS isolé ne mesurant pas efficacement les risques de propagation liés à l'incendie/explosion) à l'image du dernier test à grande échelle réalisé par Sungrow (cf. partie 3.3.2). En France, la révision de la réglementation ICPE 29-25 (Installation Classée pour la Protection de l'Environnement) devrait introduire l'obligation de l'installation de panneaux anti-explosion pour les BESS en 2025.

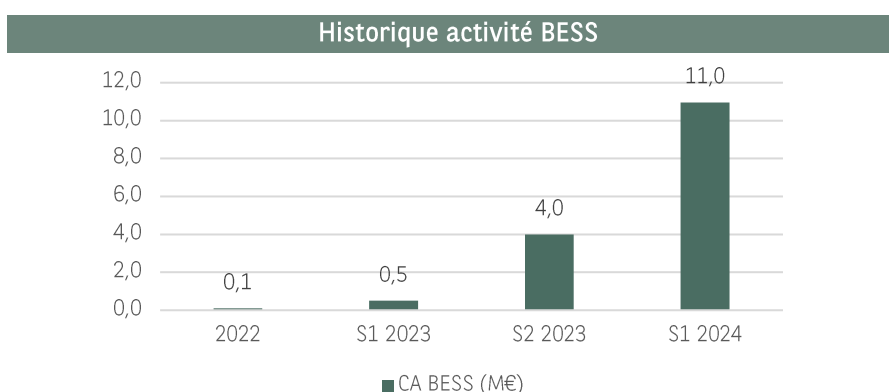
¹⁰ <https://www.cea3.com/cea-blog/bess-quality-risks-report>

¹¹ <https://s3.us-east-1.amazonaws.com/jensenhughes/uploads/Advancing-Li-ion-BESS-Safety.pdf>

3.2.2 STIF, la référence du secteur...

C'est en réalisant que l'un de ses clients, Saft, utilisait ses panneaux anti-explosion de poussière pour des applications BESS que STIF a identifié le potentiel du marché des protections passives anti-explosion à destination des BESS.

STIF a ainsi créé dès 2022 toute une offre produits et une nouvelle division dédiée (Vigilex Energy) pour adresser ce marché. L'activité décolle au S2 2023 avec des premiers clients comme Saft Energy et Nidec pour véritablement accélérer au S1 2024 où STIF est parvenu à devenir l'unique fournisseur du leader du marché Tesla (contrat pour un volume d'affaire de 13M€ sur 2024) et fournisseur de Sungrow le N°2 mondial (volume d'affaire 2024 de 5M€). Dès le S1 2024 cette nouvelle activité représentait près de 40% du CA groupe.



Source: Portzamparc, Société.

Ces contrats ont installé STIF comme la référence mondiale du secteur, multipliant depuis les succès commerciaux. Parmi ses nouveaux clients, STIF mentionne notamment CATL, plus gros fabricant de batteries au monde, BYD, Hitachi et Siemens Energy. De nos échanges nous comprenons également que le groupe travaille avec LG, Samsung, Wärtsilä et l'espagnol Cen Solutions.

Vigilex Energy, la référence du secteur

Une large gamme de produits dédiés et certifiés NFPA 68 et /ou 69 Des références de premiers choix

1 **ARC-VENT®**
Event d'explosion

2 **VIGISPACE®**
Guide de pression et de flamme

3 **DUAL-VENT™**
Système de ventilation

VIGILEX ENERGY
STIF

*Dual-Vent est en cours de développement

TESLA **SUNGROW** **Nidec**

SAFT **CATL** **BYD**

HITACHI **SIEMENS ENERGY**

Source: Portzamparc, Société

L'offre produits de STIF¹² à destination des BESS est aujourd'hui concentrée sur les événements d'explosion qui représentent c.95% des ventes. Environ 6 à 14 panneaux (c.200-400€ l'unité) sont nécessaires pour protéger un conteneur BESS.

Un tout nouveau produit (Dual-Vent) est en cours de commercialisation. Ce nouveau dispositif combine un événement (protection passive) et un détecteur de gaz (protection active) conçu pour s'ouvrir 1/ lorsqu'un gaz inflammable est détecté, permettant ainsi de le libérer et de prévenir les risques d'incendie ou d'explosion, et 2/ lorsqu'une explosion se produit, afin de soulager la pression et les flammes. Offrant une protection passive (panneaux) et active (ventilation du BESS en cas de détection de gaz toxique) ce produit devrait être commercialisé à c.1500-2000€ l'unité.

3.2.3 ...disposant d'une nette longueur d'avance sur la concurrence

▪ Concurrence limitée

À ce stade, nous n'avons identifié que quatre acteurs disposant d'une offre de protection passive à destination du marché du BESS respectant la norme NFPA 855 : IEP Technologies¹³, Fike Corporation¹⁴, Oseco Elfab¹⁵ et RSBP¹⁶.

STIF est le seul acteur disposant d'une gamme de produit, d'une BU et d'une équipe commerciale dédiée.

Parmi ces quatre concurrents, IEP Technologies semble être le plus sérieux en étant le seul concurrent notable présent sur les salons professionnels dédiés aux BESS. IEP dispose d'une offre de protection active (détection, contrôle, surveillance et suppression) et passive mais s'est concentré sur les offres actives à plus forte valeur ajoutée. Même constat pour Fike Corporation qui est principalement présent sur les solutions actives (Fike Blue) tandis que les offres d'Oseco Elfab et RSBP nous semblent limitées.

▪ La réglementation est une barrière à l'entrée élevée.

Les standards de sécurité et de qualité établis par les normes américaines NF 855 et UL 9540 obligent les différents acteurs à obtenir des certifications. Ce processus peut prendre énormément de temps en raison du nombre de tests à réaliser dans des laboratoires de tests extérieurs avant de pouvoir prétendre à la certification.

▪ Peu de risque de guerre des prix

En raison de la taille du marché et du coût limité des panneaux anti-explosion (c.2 à 5k€ par unité) par rapport au prix d'un BESS (c.1M€) et eu égard du risque réputationnel et financier du fabricant BESS, la concurrence par les prix nous paraît peu évidente sur un aspect critique de leur produit et pour un gain pécunier somme tout modeste à l'échelle du projet.

▪ Une avance technologique certaine

STIF peut être considérée comme l'entreprise la plus innovante. Par exemple la société propose les panneaux d'explosion les plus étanches du marché, point critique pour les BESS, en étant l'unique acteur à proposer des panneaux certifiés IP 67 (gamme EXPLESS, assure une parfaite étanchéité pour 20 ans). Par ailleurs, au travers du contrat Tesla, STIF a démontré toute sa capacité à proposer rapidement des solutions sur-mesure adressant les contraintes spécifiques d'un client BESS. Nous soulignons également que l'intégralité des offres de panneaux concurrentes sont en réalité des panneaux anti-explosion gaz/poussière qui n'ont pas été adaptés aux besoins spécifiques du marché du BESS (étanchéité, membrane, pression d'ouverture, résistance à la charge externe).

¹² <https://vigilexenergy.com/fr/download/14300?tmstv=1731951731>

¹³ <https://www.ieptechnologies.com/assets/images/file/Used/BESS-eX-Product-Info-Sheet-446EN-23.4.pdf>

¹⁴ <https://www.fike.com/fr/fire-protection/industries-applications/battery-energy-storage-systems/>

¹⁵ <https://fr.osecoelfab.com/produit/crp-explosion-vent>

¹⁶ <https://www.rsbp.cz/media/4/d/BESS-newsletter-en.pdf?v=1719928521>

Par ailleurs, notons que les solutions de protections passives ne sont pas en concurrence avec les solutions actives mais viennent plutôt en complément (jusqu'à 6 systèmes de protections par BESS : disjoncteurs intelligents, systèmes de suppression d'incendie à aérosol condensé, protection par déluge d'eau, détecteurs de gaz et de fumée etc.). Sur ce point, STIF est également l'unique acteur offrant une solution clé en main, répondant à la fois à la norme NFPA 69 et NFPA 68, avec la nouvelle solution Dual-Vent qui offre une protection compétitive aussi bien active que passive.

3.3. Quid du potentiel ?

Le potentiel de ce nouveau marché a d'ores et déjà dépassé les attentes du groupe présentées lors de l'IPO que ce soit en termes de CA ou de marge. Pour rappel, bien qu'identifié comme étant le principal relai de croissance (c.50% du CA 2027 de 80M€) et de rentabilité du groupe (EBITDA groupe >15% à horizon 2027), la multiplicité des succès commerciaux et le fort niveau d'activité réalisé au S1 2024, ont permis d'avancer l'atteinte de l'objectif 2025 de c.61M€ à 2024 (c.60M€) et de viser dès 2024 une marge d'EBITDA groupe >20%.

L'activité BESS sera le principal réservoir de croissance (87% de la croissance attendue sur 23-28 ; 63% CA 2028 vs 13% en 2023) et de rentabilité (94% de la progression de l'EBITDA sur la période 23-28) de STIF sur les prochains exercices. Nous tablons sur une croissance TCAM 23-28 du CA BESS de +72%, portée pour moitié par Tesla qui ambitionne de rapidement tripler ses capacités de déploiement, et sur une marge d'EBITDA de c.34% sur la période.

3.3.1 La success story Tesla

L'annonce en février 2024 d'un volume d'affaires 2024 de 10M€, puis relevé à 13M€ en mai, avec Tesla (Leader mondial, N°1 en Amérique du Nord et N°2 en Europe) pour la fourniture de panneaux anti-explosion, constitue le principal fait d'armes de STIF sur ce nouveau marché. La présence sur les nombreux salons internationaux, la qualité de l'offre et la réactivité des équipes pour répondre aux besoins spécifiques de Tesla expliquent en grande partie ce succès commercial.

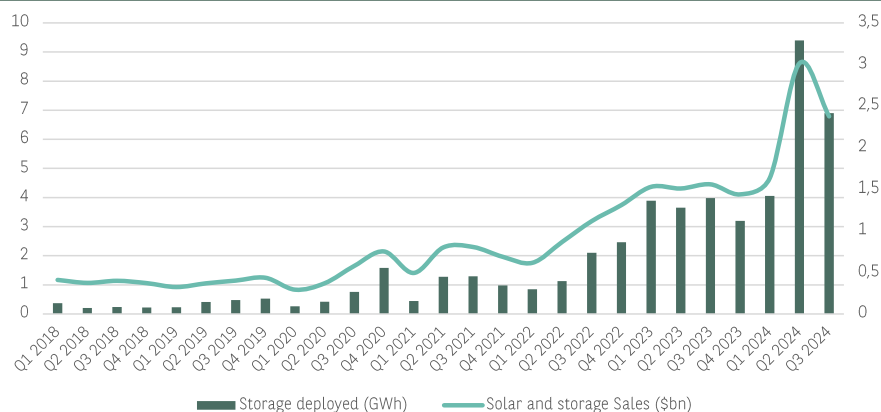
La pérennité de ce partenariat est prometteuse avec l'annonce fin octobre de l'extension de la collaboration avec une commande de 10M€ (volume d'affaire de 2025) provenant de Tesla Chine. En étant, selon nous, l'unique fournisseur de panneaux anti-explosion de Tesla, nous estimons que STIF est parfaitement positionné pour profiter à plein du succès et de la forte croissance attendue de Tesla sur ce segment.

Tesla a débuté son activité de stockage d'énergie en 2015 avec le lancement de Tesla Energy et du Powerwall (batterie résidentielle de 3,3kw). C'est en 2019 que l'américain s'est véritablement attaqué au marché du BESS avec l'introduction du Megapack. Chaque unité peut aujourd'hui stocker plus de 3,9MWh (consommation moyenne de 3600 foyers pendant une heure) et est vendu à c.1M\$¹⁷ l'unité (délai de livraison de 1 an actuellement aux US).

Les déploiements de BESS Tesla connaissent une croissance exponentielle ces deux dernières années avec sur 9 mois un TCAM 22-24 de la BU Energy de +123% en capacité vendue et de +64% en CA. Sur les 9 premiers mois 2024 l'activité Energy représentait 10% du CA de Tesla.

¹⁷ <https://www.tesla.com/megapack/design>

Évolution historique du CA de la BU Energy Tesla et des capacités BESS vendues



Source: Portzamparc, Tesla

STIF fournit aujourd'hui l'usine californienne de Tesla basée à Lathrop. Cette dernière vient de finaliser son ramp-up au T3 pour atteindre un rythme de production de 200 Megapack par semaine soit un rythme annuel de 40 GWh (c.10 000 conteneurs par an). Les perspectives sont particulièrement prometteuses. En 2024 Tesla s'attend à un doublement des capacités vendues (c.29GWh soit un T4 >180%). En 2025, Tesla bénéficiera du démarrage en début d'année de sa nouvelle usine à Shanghai (capacité de 20GWh en 2025 pour viser 40GWh en *run rate*). Enfin à plus moyen terme le groupe estime être en mesure d'atteindre rapidement les 100GWh vendues par an. Parmi les plus gros projets déjà signés notons le contrat avec Intersect Power qui vise un déploiement de 15,3GWh de Megapack d'ici 2030.

Extrait des conférences Tesla T2 et T3 24

T2 2024: (Elon Musk) *For the Energy business, this is growing faster than anything else. We are really demand-constrained rather production-constrained, so we're ramping up production in our US factory as well as building our mega factory in China. That should roughly double our output, maybe more than double, maybe triple potentially [...].*

I think people don't understand just how much demand there will be for Energy Storage. There really is - the people I think are understanding this demand by probably orders magnitude. So, the actual total energy output of, say, the US grid is if the power plants can operate at steady state, is at least 2 to 3 times the amount of energy it currently produces because there are huge gaps.

T3 2024: (Elon Musk) *The Energy Storage business is growing like wildfire with strong demand for both Megapack and Powerwall [...]*

It won't be long before we're shipping 100-gigawatt hours a year stationary storage at Tesla [...].

(Vaibhav Taneja, CFO) *While we did see a decline in Q3, we expect to grow our deployment sequentially in Q4 to end the year like more than double of last year[...].*

Our pipeline and backlog continue to grow quarter-over-quarter as we fill our 2025 production slots, and we are doing our level best to keep up with the demand.

Source: Factset, Tesla

Compte tenu des informations données par le management (c.2000-2500€ CA par Megapack pour 14 panneaux), des volumes d'affaires indiqués sur les commandes et des indications de capacités de production de Tesla US et Chine, nous sommes convaincus que STIF est l'unique fournisseur de Tesla.

Scénario Tesla					
	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e
Tesla US (GWh)	32	40	55	69	84
Tesla Chine (GWh)	-	12	24	40	50
Total	32	52	79	109	134
var.%		61%	52%	38%	23%
Production de Megapack	8 289	13 333	20 256	27 885	34 349
CA Tesla	19,6	29,5	34,0	35,0	40,7
var.%		51%	15%	3%	17%

Source : Portzamparc

Étant donné le fort niveau d'activité de Tesla sur le S2 (capacité déployée de stockage +121%), le CA BESS réalisé sur le S1 (nous supposons que les 11M€ de CA S1 ont été réalisés en grande partie avec Tesla) et en étant, selon nous, le seul fournisseur de Tesla, nous estimons que le groupe devrait être en mesure de largement dépasser les volumes d'affaires annoncés et atteindre près de 20M€ de CA sur l'exercice 2024. Nos attentes 2025 (30M€) pourraient être considérées comme prudentes avec une croissance venant simplement des 10M€ de volume d'affaires supplémentaires de Tesla Chine. Nous anticipons l'atteinte d'une production Tesla >100 GWh à partir de 2027 extériorisant le discours offensif de Tesla. Notre scénario intègre également une baisse de prix de -5% par an et l'arrivée d'un deuxième fournisseur pour un tiers des volumes à partir du S2 2026.

3.3.2 Sungrow, un N°2 mondial qui ouvre le potentiel de l'empire du milieu

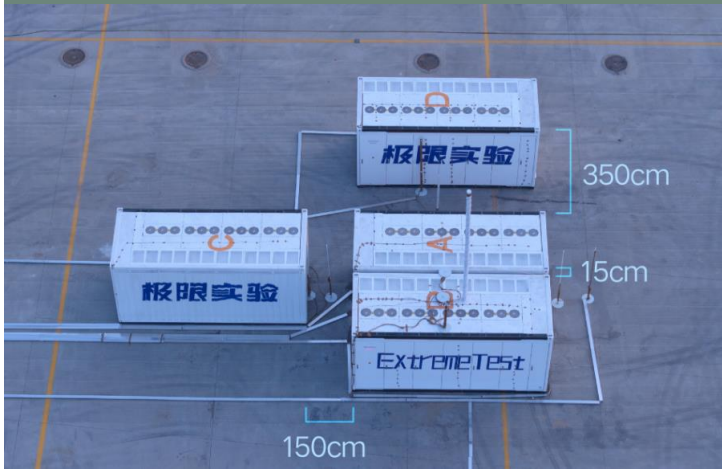
Au-delà de Tesla, STIF a également communiqué sur une première commande de Sungrow lui assurant un volume d'affaires 2024 de 5M€ et son premier succès commercial sur le marché chinois. Fondée en 1997 et capitalisant c.22Md€, Sungrow est une entreprise chinoise leader mondiale des technologies d'énergies renouvelables, spécialisée dans la fabrication d'onduleurs photovoltaïques et de systèmes de stockage d'énergie. L'activité de stockage d'énergie représente près de 25% de son CA (c.2Md€) et le groupe se positionne dans ce domaine comme le N°2 mondial en 2023 et le N°2 du marché américain (N°1 mondial en 2022 avec 16% de PDM, N°3 aux US avec 13% de PDM et leader en Asie pour la huitième année consécutive avec 25% de PDM). Sungrow bénéficie du succès de son offre PowerTitan 2.0, qui intègre une batterie de 5MWh à 10MWh, un onduleur de 2,5MW et un système de refroidissement liquide dans un conteneur standard, et a déployé près de 10,5 GWh de capacité en 2023.

Dans les dernières actualités, Sungrow envisagerait prochainement une cotation en Allemagne¹⁸ afin de lever jusqu'à 685M\$ pour plusieurs projets d'usines de fabrication de BESS dont un projet de 20GWh en Chine et un projet de 15GWh à l'international. Sungrow¹⁹ a également réalisé en novembre dernier le plus important et le plus long test d'incendie BESS au monde sur sa solution Powertitan 2.0. Ce test, effectué devant plus de 100 clients, va au-delà des demandes réglementaires et le coût associé (>4M\$) démontre toute l'importance de l'enjeu sécuritaire des BESS pour les fabricants aussi bien occidentaux que chinois. Notons également que ce test a été réalisé en désactivant les protections actives des BESS et a mis en valeur l'efficacité des solutions passives comme les panneaux anti-explosion.

¹⁸ <https://www.pv-magazine.com/2024/10/17/sungrow-plans-listing-on-frankfurt-stock-exchange/>

¹⁹ <https://en.sungrowpower.com/newsDetail/5842/setting-a-new-safety-benchmark-for-the-industry-sungrow-achieves-success-in-the-world-s-largest-bess-fire-test>

Illustration du test d'incendie Sungrow mettant en valeur la pertinence des panneaux anti-explosion



Source: Sungrow



Extrait du compte-rendu du test Sungrow

After continuous burning within 25 hours and 43 minutes, the container structure of the thermal runaway unit remained intact, and the system could still be safely hoisted for removal. Importantly, the fire did not spread beyond the unit, demonstrating the PowerTitan 2.0's advanced explosion venting, flame retardancy, and impact resistance capabilities... The fire was effectively contained within the container, and the damage was limited. **This demonstrated the BESS's ability to autonomously respond to extreme fire situations, highlighting the robust passive fire protection design that minimizes risk...** Safety is the cornerstone of the energy storage industry. Sungrow's two consecutive, high-investment, extremely large-scale burn tests on the PowerTitan series reflect the company's unwavering commitment to safeguarding personnel, assets, and operations at power plants, as well as its dedication to reinforcing the safety standards for the entire industry. The success of this rigorous and high-standard combustion test sets a new benchmark for safety in the energy storage sector, providing valuable real-world evidence for future safety protocols.

Source: Sungrow

Par son leadership, son positionnement en Chine et sa prise en compte des enjeux sécuritaires, Sungrow constitue un client à très fort potentiel pour STIF. Sur la base des capacités déployées et du volume d'affaires annoncé en 2024, nous estimons qu'il est également fort probable que STIF soit l'unique fournisseur de Sungrow en ce qui concerne les panneaux anti-explosion. Nous avons également eu la confirmation que ce sont des panneaux STIF qui ont été mis à l'épreuve lors du dernier test. Néanmoins, nous soulignons qu'il est également probable que Sungrow n'équipe pas l'intégralité de ses BESS avec des panneaux anti-explosion (notamment pour ses clients chinois).

Sur la base d'un démarrage légèrement plus lent qu'anticipé, nous estimons que les 5M€ de CA seront atteints en 2025. Au-delà, nous intégrons des prévisions en ligne avec les anticipations de croissance les plus pessimistes du marché du BESS (TCAM +25%).

	Scénario Sungrow				
	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e
CA Sungrow	2,5	5,0	6,3	7,8	9,8
var. %		100%	25%	25%	25%

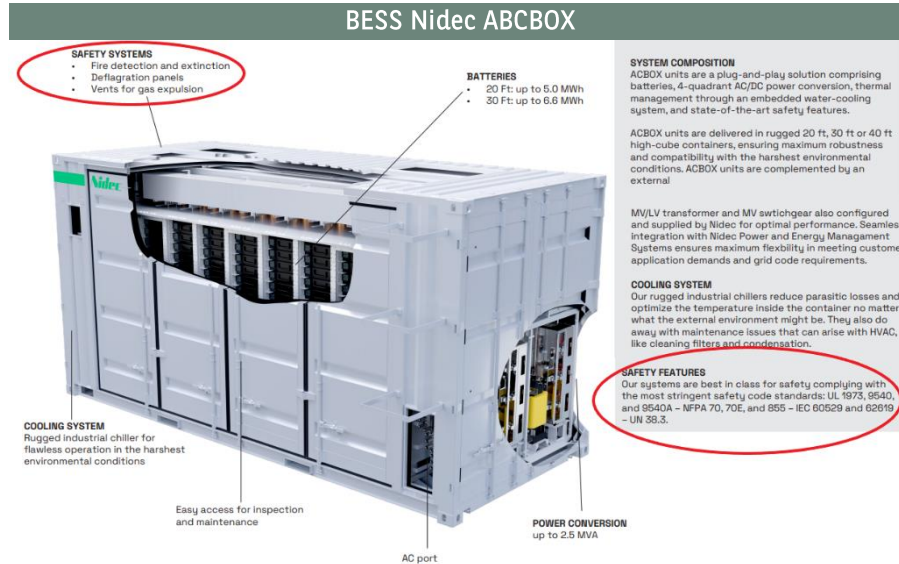
Source : Portzamparc

3.3.3 Nidec et autres acteurs / Dual-Vent

Nous estimons que Nidec via son entité Nidec Conversion est l'un des premiers clients de l'activité BESS et le troisième plus gros client du groupe.

Nidec Conversion fait partie de la division Énergie et Infrastructure du conglomérat japonais Nidec Corporation (21Md€ de capitalisation), compte plus de 8GWh de capacité BESS installée (147 projets) et se présente comme le leader du marché européen (dispose d'une

usine BESS à Roche-La-Molière, près de Saint Etienne) et scandinave. Nidec a d'importantes ambitions sur ce marché et prévoit, via une JV avec le norvégien FREYR Battery, de produire 8GWh par an de BESS à partir de 2027 et 12GWh par an d'ici 2030. Nidec fait partie des clients les plus prometteurs de STIF. Nous estimons sa contribution à c.1,5-2,5M€ par an.



Source: Portzamparc, Nidec.

En septembre dernier, STIF a enregistré plusieurs commandes auprès de nouveaux acteurs industriels dont CATL, BYD, Hitachi et Siemens Energy. L'absence d'informations précises concernant le volume d'affaires nous laisse penser que ce sont des commandes de qualifications pour des volumes <5M€.

Même s'il est difficile à ce stade d'estimer le potentiel précis de ces acteurs, notons que BYD et CATL sont des acteurs majeurs du domaines des batteries. Concernant le segment des BESS BYD est N° 3 en Europe (c.30% de PDM) et était le N° 4 mondial en 2022 (9% PDM).

Siemens Energy est pour sa part le premier client ayant commandé la nouvelle solution Dual-Vent. Cette nouvelle solution pourrait être un important levier de croissance compte tenu de sa compétitivité (constitue un investissement limité pour une double protection répondant aux normes NFPA 68 et 69) et de son coût unitaire (4x celui d'un panneau classique pour un CA potentiel par BESS de 5 000 à 6 000€).

STIF confirme également être en discussion avec de nombreuses autres références du secteur présents dans l'illustration ci-dessous dont Wärtsilä, Cen solutions, Samsung et LG. Notons qu'au sein de ces prospects le groupe ne cible pas les principaux acteurs chinois comme CRRC, Hyperstrong (>20GWh de capacité de stockage déployée) et Envision.

Principaux acteur et potentiel clients de STIF



Source: Société.

Nous estimons que STIF devrait être en mesure de réaliser c.5,5M€ CA 2024 sur le périmètre de clients hors Tesla et Sungrow dont près de la moitié devrait provenir de Nidec. Nous attendons +52% de croissance en 2025 (démarrage de BYD, CATL etc.) et tablons au-delà sur un rythme de croissance de +25% par an (en ligne avec le marché).

Scénario Nidec et autres

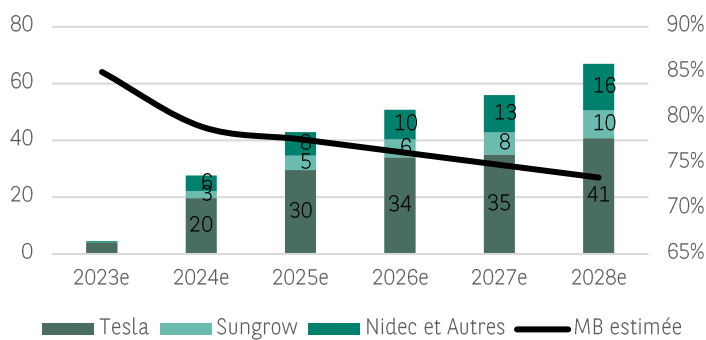
	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e
CA Nidec et Autres	5,5	8,4	10,5	13,1	16,4
var. %		52%	25%	25%	25%

Source: Portzamparc

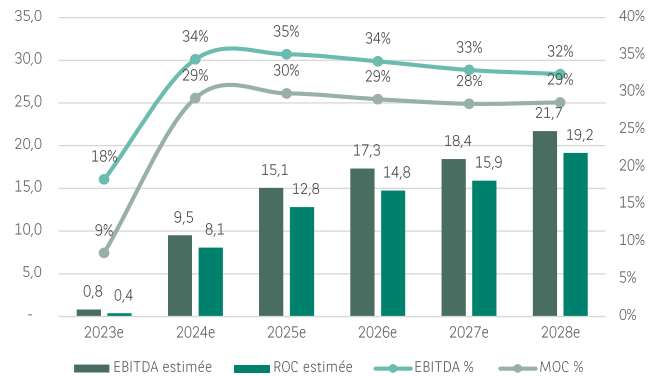
3.3.4 Résumé de notre scénario BESS

Scénario BESS

CA (M€) et MB (%)



EBITDA et ROC estimés (M€)



	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e
CA Tesla	4,0	19,6	29,5	34,0	35,0	40,7
% CA BESS		71%	69%	67%	63%	61%
CA Sungrow		2,5	5,0	6,3	7,8	9,8
% CA BESS		9%	12%	12%	14%	15%
CA Nidec et Autres	0,5	5,5	8,4	10,5	13,1	16,4
% CA BESS		20%	20%	21%	23%	24%
CA Total BESS	4,5	27,6	42,9	50,7	55,9	66,9
Var. %		513%	55%	18%	10%	20%
MB estimée	3,8	21,8	33,3	38,6	41,8	49,1
% CA	85%	79%	78%	76%	75%	73%
EBITDA estimé	0,8	9,5	15,1	17,3	18,4	21,7
% CA	18%	34%	35%	34%	33%	32%
ROC estimé	0,4	8,1	12,8	14,7	15,8	19,1
% CA	9%	29%	30%	29%	28%	29%

Source: Portzamparc

Notre scénario BESS (TCAM 23-28 +72%) est principalement porté et dépendant du ramp-up des activités réalisées auprès de Tesla qui expliquent légèrement plus de la moitié de la croissance future de la division. Nous préférons rester prudents concernant le potentiel des autres acteurs où le groupe est en cours de qualification. Ce scénario nous situe à 15M€ de CA au-dessus de la guidance de l'IPO 2027 (c.50% de l'objectif soit c.40M€) et nous estimons que cette guidance et les attentes du marché n'ont pas pleinement intégré la vitesse de développement de Tesla sur ce marché (ambition de rapidement tripler sa capacité annuelle de déploiement de capacité BESS) et le fait que STIF soit leur seul fournisseur. La baisse progressive de la marge brute reflète les baisses de prix que nous anticipons auprès de Tesla. Sur la base des résultats 2023 et S1 2024 nous estimons que ce métier génère une marge d'EBITDA et de MOC >30% et qu'il contribuera à la quasi-intégralité de la progression des résultats que nous anticipons sur la période (c.94%).

4. Des capacités industrielles prêtes à suivre l'emballlement des activités BESS

4.1. Des CAPEX maîtrisés pour tripler le CA

Fort des 9M€ levés lors de l'IPO, STIF a rapidement investi pour faire face à la croissance de la demande du segment BESS en densifiant son outil de production. Pour un investissement limité (c.7,5M€ d'investissement capacitaire) le groupe sera rapidement en mesure d'atteindre les 80M€ de CA.

Parmi les principaux investissements nous relevons 1/ le réaménagement de l'usine française, 2/ le doublement de la surface du site chinois de Suzhou et 3/ l'ouverture d'une unité de production au Texas.

Afin d'ouvrir son unité de production aux US, STIF a créé la filiale STIF USA, détenue à hauteur de 70% et à hauteur de 30% par Boss Industrial Group. Boss Industrial est un distributeur spécialisé dans la distribution de solutions de protection contre les incendies (via sa filiale Boss Products) et est devenu, depuis le début de leur collaboration en 2017, le principal distributeur de STIF aux US et son deuxième client après Tesla. Notons que STIF détient également 10% du capital de la filiale Boss Products. Le site de production, d'une surface de 2 700 m², est situé dans les locaux de Boss Products à San Antonio, sera focalisé uniquement sur le marché du BESS et de la poussière et fournira principalement l'usine de Tesla (Lathrop) qui est actuellement livrée depuis Saint-Georges-sur-Loire. L'investissement total est estimé à c.3M€ sur 2024 (1M€ déjà réalisé au S1) et concerne uniquement des équipements de production (le site est loué). Sur la base des informations présentes dans le document d'enregistrement (capacité de production de c.150 000 panneaux d'explosion par an, c. 10 000 Dual-Vent etc.) nous estimons que ce site devrait être en mesure de réaliser c.30-40M€ CA. Après plusieurs retards administratifs, ce site va démarrer début 2025.

Concernant la Chine, le déménagement et le doublement de la surface de production (de 2000 à 5000 m²) du site de Suzhou, à proximité de Shanghai, a eu lieu courant S1 après un investissement limité (c.1M€). Ce site, détenu par STIF Asia une filiale contrôlée à 85% par STIF, sert les acteurs BESS asiatiques (Sungrow notamment) et le nouveau site de Tesla à Shanghai lui assurant un volume d'affaires total de minimum c.15M€ sur le segment BESS.

Le site français de Saint-Georges-sur-Loire a déjà subi plusieurs réaménagements et devrait concentrer l'essentiel des investissements 2025 qui comprend notamment un agrandissement des capacités de stockage de 1 000 m² et l'achat de plusieurs équipements pour un montant total estimé à c.2M€. À ces investissements devraient également se rajouter l'achat d'un banc de test d'explosion pour c.1M€. Cet équipement est indispensable pour gagner en autonomie (indépendant des installations de test tiers) et en compétitivité afin d'accélérer les processus de certification des nouveaux produits et l'innovation.

Au-delà des investissements capacitaires prévus, nous estimons les investissements récurrents à c.1,6M€ par an (maintenance et R&D, c.3% CA).

	Prévisions CAPEX				
	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e
CAPEX	-6,1	-5,6	-2,5	-2,7	-3,2
var.%	86,6%	-7,8%	-56,2%	11,3%	17%
% CA	-10,2%	-7,3%	-2,8%	-2,9%	-3,0%

Source : Portzamparc

4.2. Pour une croissance maîtrisée des effectifs

Que ce soit dans les métiers historiques (lignes entièrement robotisées pour les godets et les raccords hydrauliques, production de 1,5M de godets par an) ou dans le segment des BESS, l'activité de STIF se distingue par une automatisation significative de l'outil industriel. Ce

constat est particulièrement vrai pour la conception des panneaux anti-explosion qui représentent désormais une part significative du chiffre d'affaires (c.46% CA).

L'automatisation va accroître très rapidement les capacités de production pour suivre la forte croissance des clients BESS. À titre d'exemple, STIF est parvenu en 2023 sur son site français à passer d'une production mensuelle de 4 000 panneaux anti-explosion BESS à près de 6 000 par semaine en 2024 (shift en 3x8) malgré des investissements limités.

Après une importante phase de recrutement, principalement dans les équipes de production (c.180 salariés soit +64% en an), les effectifs de production devraient progresser plus lentement désormais avec c.15 recrutements attendus sur le site de Shanghai et 15-20 recrutements sur le site de San Antonio. Notons également que la croissance des effectifs pourrait être limitée par l'automatisation de la pause des joints des événements qui nécessite actuellement des besoins significatifs en intérimaires.

Prévisions des charges de personnel						
	2023	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e
Charges de personnel	-10,0	-14,4	-18,0	-20,1	-21,7	-24,2
var.%	20,3%	43,2%	25,1%	11,9%	7,8%	11,6%
% CA	-28,3%	-23,9%	-23,3%	-23,1%	-23,0%	-22,6%
Effectifs moyen	189	250	300	325	343	374
var.%	19%	32%	20%	8%	5%	9%

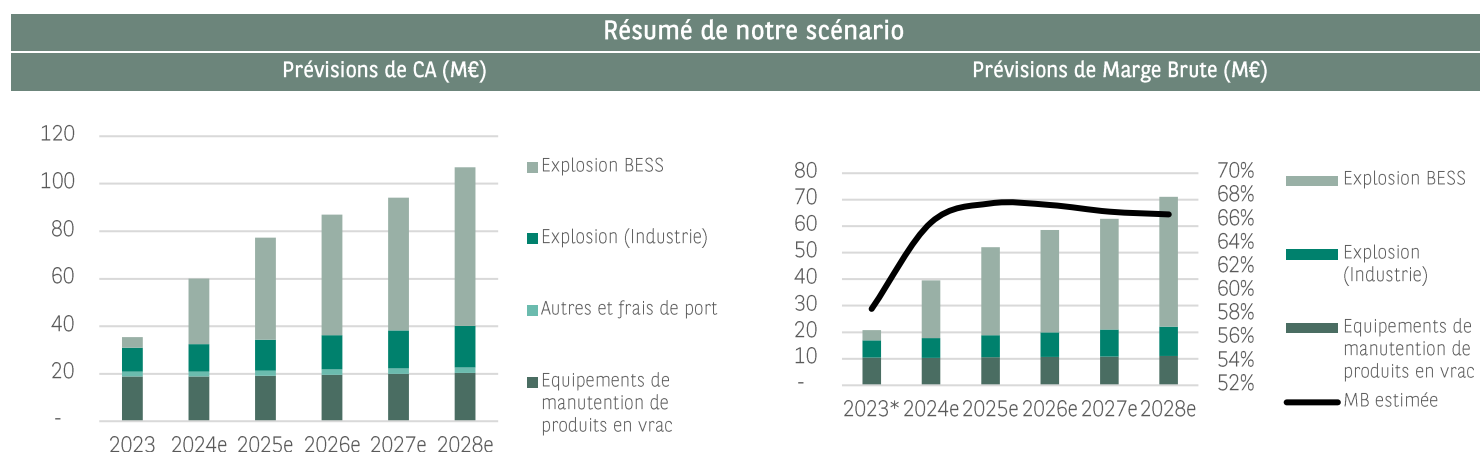
Source : Portzamparc

Sur cette base nous estimons que les charges de personnel devraient rapidement tendre vers les 23% du CA (vs 28% en 2023) avec une progression, sur la base d'un TCAM 23-28, de +15% des effectifs (+19% pour les charges de personnel) contre une hausse de +25% du CA.

5. Un profil de croissance, de rentabilité et de FCF exceptionnel

L'essentiel de la croissance du CA et de la rentabilité dépendra de l'accélération des ventes BESS, largement soutenue par Tesla. L'évolution rapide du mix-produit vers le BESS devrait également se traduire par une forte progression de la génération de FCF qui alimentera une trésorerie nette d'ores et déjà confortable. Fort de ce bilan et de la rentabilité des activités BESS, STIF a largement les moyens d'autofinancer sa croissance tout en étudiant de potentielles cibles M&A. Nous estimons également que le groupe pourrait continuer de surprendre au regard d'un consensus S2 24 et 25 trop prudent, que ce soit sur le CA et la marge, et d'une guidance de CA 2027 probablement trop conservatrice.

5.1. Croissance et marges portées par le BESS et Tesla



Source: Portzamparc, * estimations Portzamparc

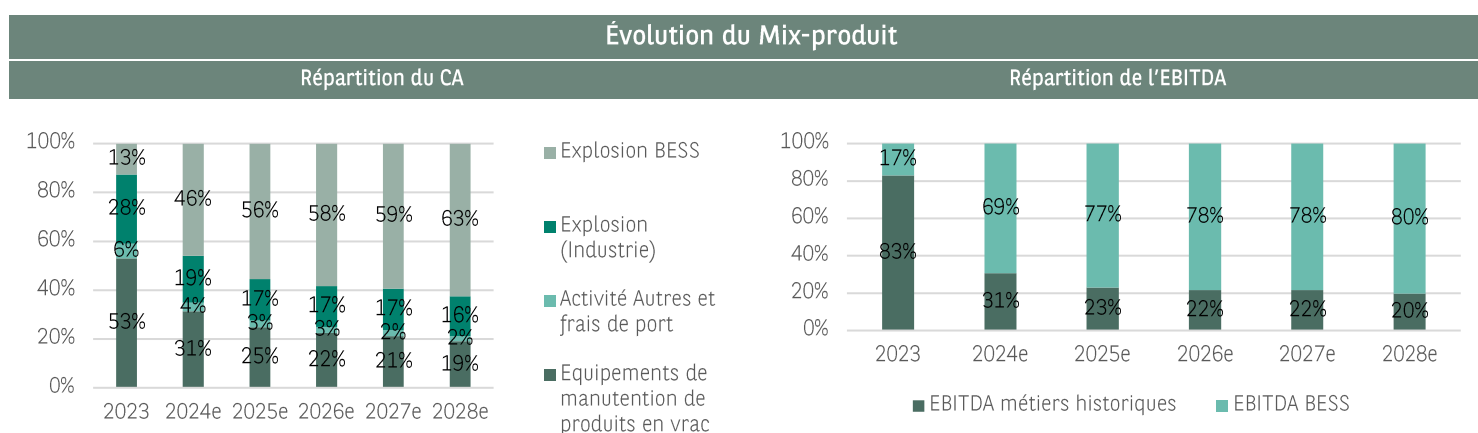
Prévisions 2024-2028						
	2023	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e
CA	35,5	60,1	77,3	87,0	94,1	107,0
var. %	13,8%	69,4%	28,7%	12,6%	8,1%	13,7%
MB	20,7	39,5	52,1	58,6	62,8	71,1
% CA	58,5%	65,8%	67,4%	67,3%	66,7%	66,5%
Charges de personnel	-10,0	-14,4	-18,0	-20,1	-21,7	-24,2
% CA	-28,3%	-23,9%	-23,3%	-23,1%	-23,0%	-22,6%
Charges externes	-5,9	-11,2	-14,1	-15,8	-16,9	-19,1
% CA	-16,6%	-18,6%	-18,3%	-18,1%	-18,0%	-17,8%
Autres	0,1	-0,2	-0,5	-0,6	-0,6	-0,8
EBITDA	4,9	13,7	19,6	22,1	23,5	27,1
% CA	13,7%	22,9%	25,3%	25,4%	25,0%	25,3%
D&A	-1,7	-2,7	-3,5	-3,9	-3,8	-3,9
% CA	-4,8%	-4,5%	-4,5%	-4,5%	-4,0%	-3,6%
ROC	3,2	11,0	16,0	18,2	19,7	23,2
% CA	8,9%	18,4%	20,8%	21,0%	20,9%	21,7%
Résultat financier	-0,3	-0,3	-0,2	-0,1	0,1	0,2
IS	-0,4	-2,5	-3,4	-3,9	-4,3	-5,1
IS %	-15,5%	-23,7%	-21,5%	-21,5%	-21,6%	-21,7%
Intérêts minoritaires	-0,4	-0,4	-0,6	-0,7	-0,8	-0,9
RNpdg	2,0	7,8	11,8	13,6	14,7	17,5
var. %	16,6%	292,3%	51,9%	14,5%	8,7%	18,6%

Source: Portzamparc

Notre scénario de croissance et de rentabilité est largement dépendant du développement des ventes du segment BESS et dépasse sensiblement les attentes du management 2027 qui n'ont pas été ajustées, par prudence, lors des résultats S1.

Nous tablons sur un TCAM 2023-2028 de +25% dépendant à 87% de la croissance du segment BESS et à 59% de Tesla pour atteindre un CA 2027 de 94M€ soit 14M€ de plus que la guidance 2027 (80M€). Le segment représenterait à horizon 2028 près de 2/3 de l'activité et près de 80% de l'EBITDA groupe. La guidance de CA 2027 pourrait selon nous être approchée dès 2025 sous l'effet de l'accélération des ventes auprès de Tesla (ramp-up de Tesla Chine), de Sungrow et des multiples autres clients BESS.

À l'image du S1 (MB 65% +9,2pts et EBITDA 22,7% +14,7pts), la rentabilité devrait continuer de bénéficier de l'amélioration du mix-produit (+7pts de MB dès 2024) lié au développement des ventes BESS qui sont nettement mieux margées que le reste de l'activité (MB c.80%, MOC estimée de c.30% vs métiers hors BESS MOC c.9%) et par une belle maîtrise des coûts de production.



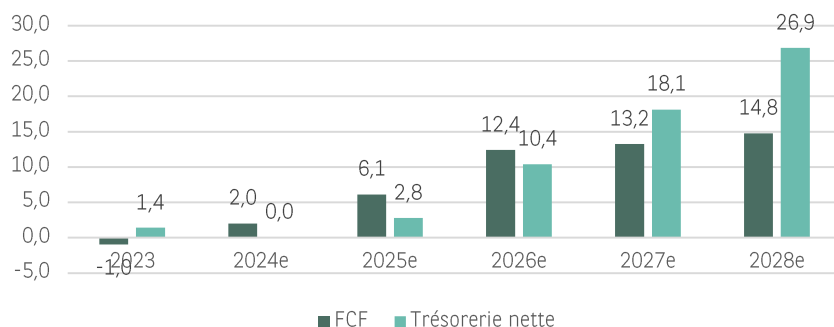
Source: Portzamparc, * estimations Portzamparc

Nos attentes de rentabilité sont globalement conformes à celles du groupe qui visent une marge d'EBITDA >20% dès 2024 avec un levier important sur la MB et les charges de personnels. Nous restons prudents sur le levier concernant les charges externes et tablons sur une stabilité autour de 18% du CA du fait de l'augmentation attendue des charges locatives (usines aux US et en Chine) et du recours potentiel à l'intérim.

5.2. Forte génération de cash, situation financière solide et ROCE *best-in class*

Au-delà d'une forte croissance du CA et d'une rentabilité élevée, STIF se distingue également par une forte génération de FCF, un bilan solide et un ROCE particulièrement élevé, fruit du développement sur le segment BESS.

Prévisions de génération de cash, trésorerie nette et ROCE



	2023	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e
CAF	3,6	10,9	16,0	18,2	19,3	22,2
BFR	12,9	17,2	20,4	23,8	28,0	30,8
% CA	36%	29%	26%	27%	30%	29%
var.BFR	-1,3	-2,8	-4,3	-3,3	-3,4	-4,3
CFO	2,3	8,1	11,7	14,9	16,0	18,0
CAPEX	-3,3	-6,1	-5,6	-2,5	-2,7	-3,2
Autres	0,1	-2,0	-	-	-	-
CFI	-3,2	-8,1	-5,6	-2,5	-2,7	-3,2
Dividendes	-1,1	-1,4	-3,3	-4,8	-5,5	-6,1
AK	8,1	-	-	-	-	-
Autres	-0,1	-	-	-	-	-
CFF	6,9	-1,4	-3,3	-4,8	-5,5	-6,1
Variation de trésorerie	6,0	-1,4	2,8	7,6	7,7	8,7
FCF	-1,0	2,0	6,1	12,4	13,2	14,8
% CA	-3%	3%	8%	14%	14%	14%
Trésorerie nette	-1,4	-0,0	-2,8	-10,4	-18,1	-26,9
ROCE	13%	30%	36%	39%	40%	43%

Source: Portzamparc

Malgré les investissements capacitaires attendus dans le segment BESS et la croissance du BFR, STIF devrait selon nous générer un FCF largement positif et accroître sa position de trésorerie nette tout en servant un dividende sur la base d'un *payout* de 35%.

STIF communique sur un BFR normatif de 45 jours et bénéficie d'un recours à l'affacturage déconsolidant (9M€ à fin juin 24 vs 6M€ à fin 23) ce qui a notamment expliqué en grande partie l'amélioration de 4M€ du BFR S1 en dépit de la forte croissance du CA. Nous tablons sur une dégradation progressive du BFR, par rapport à 2024, en raison de la montée en puissance des gros contrats BESS (type Tesla, délais de paiement 60 jours vs 30 jours pour les plus petits clients) et de l'accroissement attendu des stocks. Nos attentes de BFR sont ajustées pour tenir compte de l'affacturage déconsolidant.

Sur cette base, STIF devrait conserver une situation financière particulièrement saine tout en assurant le développement de l'activité BESS. D'ici 2028 STIF avoisinera les 30M€ de trésorerie nette. Notons également que le groupe a obtenu en juillet dernier un financement de 6M€ de la BPI (*credit revolving* de 3M€ activable à tout moment pendant 3 ans + 3M€ amortissable sur 8 ans après 2 ans de différé) pour soutenir le développement des activités BESS. Cette position pourrait également financer une éventuelle croissance externe pour se développer sur les solutions de protection active à destination des BESS.

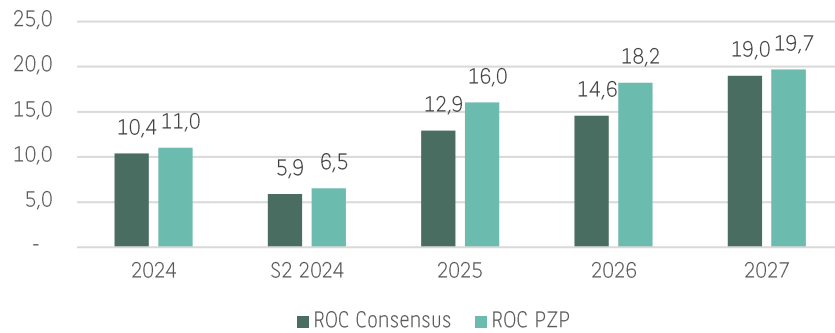
Enfin nous soulignons que toutes les qualités du groupe (forte rentabilité, Capex et BFR maîtrisés) se traduisent par un ROCE spectaculaire pour une société industrielle (>30%).

5.3. PZP vs consensus

En nous comparant au consensus, nous considérons qu'il sous-estime 1/ la croissance du CA S2 et l'EBITDA S2 (-1pt vs S1) en ne tenant pas compte de la poursuite de l'amélioration du

mix-produit (CA BESS 40% CA S1 vs PZP 51% au S2) et 2/ le potentiel de croissance du segment BESS au-delà de 2024. À titre d'illustration, l'hypothèse d'une croissance de 10M€ CA attendu entre 2024 et 2025 est couverte par le contrat Tesla Chine de 10M€ et implique une stabilité sur tous les autres métiers et clients BESS. Notre plus faible progression de la trésorerie nette semble s'expliquer par une approche plus généreuse du ratio de *payout* (35% vs consensus 30%) et par des CAPEX plus élevés en 2025.

Écart PZP vs consensus



	2024	S2 2024	2025	2026	2027
CA	3%	5%	12%	12%	2%
EBITDA	6%	11%	23%	24%	3%
ROC	6%	11%	24%	25%	4%
RNpdg	14%	27%	36%	38%	22%
FCF	-33%	38%	-4%	39%	-5%
CAPEX	2%	4%	35%	-32%	-26%
Trésorerie nette	-98%	-98%	-63%	-31%	-27%

Source: Portzamparc, Factset au 10/12/24 (3 analystes), consensus 2027 (2 analystes)

Consensus Factset					
	2024	S2 2024	2025	2026	2027
CA	58,5	30,9	69,3	78,0	92,4
var.%	65%	61%	18%	13%	19%
EBITDA	13,0	6,7	15,9	17,9	22,9
%EBITDA	22%	22%	23%	23%	25%
ROC	10,4	5,9	12,9	14,6	19,0
% MOC	17,7%	19,1%	18,7%	18,7%	20,6%
RNpdg	6,8	3,7	8,7	9,8	12,1
% CA	12%	12%	13%	13%	13%
FCF	3,0	-2,6	6,3	9,0	14,0
CAPEX	6,0	3,1	4,2	3,6	3,7
Trésorerie nette	-2,4	-6,8	-7,6	-15,1	-24,7

Source: Portzamparc, Factset au 10/12/24 (3 analystes), consensus 2027 (2 analystes)

6. Valorisation (Obj. 40,2€)

Notre valorisation repose à 75% sur un DCF (Obj. 37,8€) et à 25% sur une SOTP (47,4€) valorisant d'une part les métiers historiques (VE 22M€) et d'autres parts le segment BESS (217M€).

6.1. DCF (Obj. 37,8€)

Notre valorisation par DCF ressort à 37,8€ et repose sur les hypothèses suivantes :

- Reprise de notre scénario 2024-2028 (TCAM 23-28 +25%), une croissance >10% entre 2029 et 2031 pour tendre ensuite vers une croissance long terme de 2% ;
- Marge d'EBITDA qui grimpe à 25% en 2025 puis se stabilise sur ce niveau jusqu'en 2031 pour tendre vers une marge d'EBITDA normatif de 22%. Ce niveau intègre l'impact des baisses de prix sur la marge brute du segment BESS (65% en normatif vs c.79%e en 2024) ;
- Taux d'IS de c.22%, intégrant une imposition plus favorable des activités américaines ;
- CAPEX normatifs de c.3% du CA après la phase d'augmentation des capacités de production qui s'étale sur 2024 et 2025 ;
- Dégradation progressive du BFR ajusté de l'affacturage déconsolidant sous l'effet de la montée en puissance des gros contrats impactant les délais de paiements et les stocks ;
- Taux d'actualisation de 10,7%

DCF	S2 24e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	TV
CA	32	77	87	94	107	121	136	149	159	166	170
% var.	69%	29%	13%	8%	14%	13%	12%	10%	7%	5%	2%
EBITDA	7	20	22	24	27	31	34	37	38	38	37
% CA	23%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	24%	23%	22%
ROC	7	16	18	20	23	27	30	32	33	33	32
% CA	20%	21%	21%	21%	22%	22%	22%	22%	21%	20%	19%
- IS	-1	-3	-4	-4	-5	-6	-7	-7	-7	-7	-7
Taux d'IS	-24%	-21%	-22%	-22%	-22%	-22%	-22%	-22%	-22%	-22%	-22%
NOPAT	5	13	14	15	18	21	24	25	26	26	25
D&A	1	4	4	4	4	4	4	4	5	5	5
en % CA	3%	5%	4%	4%	4%	3%	3%	3%	3%	3%	3%
- CAPEX	-3	-6	-2	-3	-3	-4	-4	-4	-5	-5	-5
en % CA	-10%	-7%	-3%	-3%	-3%	-3%	-3%	-3%	-3%	-3%	-3%
- var. BFR	-2	-4	-3	-3	-4	-3	-3	-3	-2	-2	-1
Free Cash Flow	1	6	12	13	15	18	21	23	24	24	24
Free Cash Flow actualisés	1	6	10	10	10	11	11	11	11	10	
Somme FCF actualisés	89										
Valeur terminal actualisée	110										
Valeur d'entreprise	199										
+ Immo Fi	2										
+ DFN	4										
+ Intérêts minoritaires	-1										
+ Provisions	-1										
+ Affacturage déconsolidant	-9										
Equity Value	194										
Nombre d'actions (M)	5,1										
Valeur/Action	37,8										

Source: Portzamparc

Table de sensibilité													
		Taux de croissance à l'infini					Marge d'EBITDA normative						
		1,5%	1,8%	2,0%	2,3%	2,5%	21,3%	21,6%	21,8%	22,1%	22,3%		
CPMC	10,2%	39,1	39,8	40,5	41,3	42,0	CPMC	10,2%	39,9	40,2	40,5	40,8	41,2
	10,4%	37,9	38,5	39,1	39,8	40,5		10,4%	38,5	38,8	39,1	39,4	39,7
	10,7%	36,7	37,2	37,8	38,5	39,1		10,7%	37,2	37,5	37,8	38,1	38,4
	10,9%	35,5	36,0	36,6	37,2	37,8		10,9%	36,0	36,3	36,6	36,9	37,2
	11,2%	34,4	34,9	35,4	36,0	36,6		11,2%	34,9	35,2	35,4	35,7	36,0

Source: Portzamparc

À titre indicatif, un scénario dégradé reposant sur l'atteinte de la guidance de CA et de marge 2027 (80M€ CA et EBITDA 20%), avec un CA BESS (CA 2027 42M€ vs 56M€ dans notre scénario central) uniquement basé sur les ventes de Tesla et Sungrow, et une marge d'EBITDA normative de 21% fait ressortir un objectif de cours de 26,5€.

6.2. SOTP (Obj. 47,4€)

Compte tenu des écarts de croissance et de rentabilité entre les métiers historiques et les activités BESS, une valorisation par SOTP nous semble pertinente. Nous retenons une pondération de 25% de cette méthodologie en raison des limites de cette approche (estimations de marge par BU, pertinence des peers retenus).

Premièrement, nous valorisons le périmètre des métiers historiques sur la base du multiple médian VE/EBITDA et VE/EBIT 24 25 et 26 d'un échantillon d'une dizaine de valeurs industrielles françaises réalisant une rentabilité proche de nos estimations pour le périmètre historique de STIF.

Échantillon valeurs industrielles							
Société	Capitalisation M€	EBITDA %			EBIT %		
		2024	2025	2026	2024	2025	2026
Actia Group	54,1	9,8%	7,6%	8,8%	0,1%	2,6%	3,5%
AKWEL SA	224,0	8,8%	8,6%	9,1%	4,0%	3,6%	4,3%
Delfingen Industry SA	34,2	9,9%	10,7%	11,9%	5,1%	5,7%	6,9%
Forvia SE	1822,8	11,2%	11,8%	12,2%	5,0%	5,4%	5,9%
Haulotte Group SA	80,7	8,4%	8,0%	8,0%	5,7%	5,2%	5,3%
Manitou BF SA	654,3	9,7%	9,1%	9,4%	7,2%	6,4%	6,7%
Mersen SA	520,1	15,9%	16,5%	17,2%	10,2%	10,2%	10,8%
MGI Digital Graphic Technology	92,3	20,8%	23,1%	24,5%	12,3%	14,4%	16,5%
OPmobility	1398,0	8,6%	8,8%	9,1%	3,8%	4,0%	4,4%
Precia SA	155,7	14,2%	14,7%	15,0%	9,8%	10,3%	10,6%
SergeFerrari Group SA	65,4	9,4%	10,9%	12,0%	3,2%	4,9%	6,1%
LISI SA	1011,5	12,4%	13,2%	14,0%	6,4%	7,0%	7,8%
Figeac Aero SA	226,8	15,9%	16,1%	16,2%	3,8%	4,9%	6,3%
Moyenne	487,7	11,9%	12,2%	12,9%	5,9%	6,5%	7,3%
Médiane	224,0	9,9%	10,9%	12,0%	5,1%	5,4%	6,3%
STIF (périmètre historique)		13,0%	13,2%	13,3%	9,2%	9,5%	9,8%

Source: Portzamparc, Factset au 10/12/24

Valorisation échantillon valeurs industrielles							
Société	Capitalisation M€	VE/EBITDA			VE/EBIT		
		2024	2025	2026	2024	2025	2026
Actia Group	54,1	4,1x	5,1x	4,1x	299,9x	14,9x	10,2x
AKWEL SA	224,0	2,1x	2,2x	2,0x	4,7x	5,3x	4,3x
Delfingen Industry SA	34,2	4,2x	3,7x	2,9x	8,2x	6,9x	4,9x
Forvia SE	1822,8	3,4x	2,9x	2,6x	7,7x	6,4x	5,2x
Haulotte Group SA	80,7	5,3x	5,2x	4,9x	8,0x	7,9x	7,4x
Manitou BF SA	654,3	3,9x	4,2x	3,8x	5,3x	5,9x	5,3x
Mersen SA	520,1	5,2x	4,9x	4,3x	8,0x	8,0x	6,9x
MGI Digital Graphic Technology	92,3	6,2x	4,6x	3,7x	10,5x	7,5x	5,6x
OPmobility	1398,0	3,3x	3,0x	2,6x	7,5x	6,5x	5,3x
Precia SA	155,7	5,5x	4,7x	4,0x	8,0x	6,7x	5,7x
SergeFerrari Group SA	65,4	5,9x	4,6x	3,7x	17,5x	10,2x	7,2x
LISI SA	1011,5	7,1x	6,2x	5,4x	13,8x	11,7x	9,6x
Figeac Aero SA	226,8	7,7x	6,6x	5,4x	32,0x	21,5x	14,0x
Moyenne	487,7	4,9x	4,5x	3,8x	33,1x	9,2x	7,1x
Médiane	224,0	5,2x	4,6x	3,8x	8,0x	7,5x	5,7x
Valorisation STIF périmètre historique		21,8	21,0	18,3	23,9	24,4	20,3

Source: Portzamparc, Factset au 10/12/2024

Cet exercice nous permet d'estimer la valeur d'entreprise du segment historique de STIF à 21,6M€ (moyenne des VE 24 25 et 26).

Multiples induits de la valorisation des activités historiques								
2024	VE/CA		2024	VE/EBITDA		2024	VE/EBIT	
	2025	2026		2025	2026		2025	2026
0,7x	0,6x	0,6x	5,1x	4,8x	4,5x	7,3x	6,6x	6,1x

Source: Portzamparc

En retirant la valeur des métiers historiques de la valorisation actuelle de la valeur d'entreprise de STIF, nous déterminons que le marché valorise les activités BESS à hauteur de 93M€. À c.6x la VE/EBITDA 25 et 26 et c.7x VE/EBIT, nous estimons que le marché sous-valorise largement le potentiel de rentabilité des activités BESS qui réalise, pour rappel, des marges d'EBITDA de c.35% et d'EBIT de c.30%.

Valorisation et multiples induits des activités BESS								
2024	VE/CA		2024	VE/EBITDA		2024	VE/EBIT	
	2025	2026		2025	2026		2025	2026
3,4x	2,2x	1,8x	9,8x	6,2x	5,4x	11,6x	7,3x	6,4x

Source: Portzamparc

Afin de mieux apprécier la valorisation des activités BESS, nous avons retenu un échantillon de 14 valeurs européennes extériorisant un profil de marge similaire aux activités BESS de STIF (EBITDA 27%, EBIT 23%). L'application de la médiane des multiples VE/EBITDA et VE/EBIT 24 25 et 26 de notre échantillon aux agrégats estimés du segment BESS fait ressortir une valorisation moyenne de 217M€.

Échantillon valeurs européennes							
Société	Capitalisation M€	EBITDA %			EBIT %		
		2024	2025	2026	2024	2025	2026
Atlas Copco AB	76621,7	26,2%	26,6%	26,9%	21,9%	22,2%	22,6%
Cembre S.p.A.	688,7	28,7%	28,8%	28,9%	23,0%	23,2%	23,4%
CTT Systems AB	306,5	44,8%	41,6%	37,2%	34,8%	34,8%	33,4%
Diploma PLC	7408,5	23,9%	24,0%	23,9%	20,9%	21,2%	21,2%
Epiroc AB Class	22102,2	24,7%	25,3%	25,7%	19,9%	20,8%	21,5%
Exosens	944,6	29,6%	29,9%	30,1%	23,2%	23,6%	23,9%
Halma plc	12724,4	23,2%	23,5%	23,8%	20,7%	21,0%	21,4%
Harvia Oyj	809,3	26,3%	26,8%	27,4%	22,8%	23,1%	23,9%
INFICON Holding AG	2686,0	22,9%	23,4%	24,0%	20,2%	20,8%	21,3%
Legrand SA	25417,6	23,0%	23,4%	23,6%	19,9%	20,2%	20,5%
Lifco AB Class	13348,1	25,2%	25,4%	25,8%	18,7%	19,2%	19,6%
Rational AG	9954,4	28,7%	28,8%	28,9%	25,8%	25,8%	26,0%
Rotork plc	3392,7	25,5%	26,1%	26,4%	23,3%	24,0%	24,4%
Theon International	792,4	25,3%	25,3%	24,9%	24,5%	24,4%	23,8%
Moyenne	12 657	27,0%	27,1%	27,0%	22,8%	23,2%	23,3%
Médiane	5 401	25,4%	25,8%	26,1%	22,4%	22,7%	23,0%

Source: Portzamparc, Factset au 10/12/2024

Valorisation échantillon valeurs européennes							
Société	Capitalisation M€	VE/EBITDA			VE/EBIT		
		2024	2025	2026	2024	2025	2026
Atlas Copco AB	76621,7	19,3x	17,9x	16,4x	23,1x	21,4x	19,5x
Cembre S.p.A.	688,7	10,3x	9,6x	9,0x	12,9x	11,9x	11,1x
CTT Systems AB	306,5	25,9x	17,6x	14,7x	33,3x	21,1x	16,4x
Diploma PLC	7408,5	20,0x	18,1x	16,8x	22,8x	20,4x	19,0x
Epiroc AB Class	22102,2	16,9x	15,1x	13,7x	21,1x	18,4x	16,4x
Exosens	944,6	9,5x	8,2x	7,3x	12,1x	10,3x	9,2x
Halma plc	12724,4	21,5x	19,6x	17,8x	24,2x	21,9x	19,8x
Harvia Oyj	809,3	19,1x	15,8x	13,7x	22,0x	18,3x	15,8x
INFICON Holding AG	2686,0	17,9x	15,9x	14,1x	20,2x	17,9x	15,8x
Legrand SA	25417,6	14,2x	12,9x	11,9x	16,5x	15,0x	13,7x
Lifco AB Class	13348,1	24,8x	22,4x	20,3x	33,4x	29,7x	26,7x
Rational AG	9954,4	27,8x	25,6x	23,4x	31,0x	28,5x	26,0x
Rotork plc	3392,7	14,0x	12,7x	11,7x	15,4x	13,9x	12,7x
Theon International	792,4	8,0x	6,7x	5,8x	8,3x	7,0x	6,1x
Moyenne	12 657	17,8x	15,6x	14,0x	21,2x	18,3x	16,3x
Médiane	5 401	18,5x	15,8x	13,9x	21,6x	18,3x	16,1x
Valorisation STIF BESS		175,6	238,6	240,7	173,9	234,1	236,4

Source: Portzamparc, Factset au 10/12/2024

SOTP						
	VE/EBITDA			VE/EBIT		
Valorisation	2024	2025	2026	2024	2025	2026
Périmètre historique	21,8	21,0	18,3	23,9	24,4	20,3
Activités BESS	175,6	238,6	240,7	173,9	234,1	236,4
Valeur d'entreprise	197,6	259,1	257,9			
Passage de la VE à la valeur des fonds propres	-1,4	1,3	8,9			
Valeur des fonds propres	196,2	260,4	266,8			
Nombre d'actions (en M)	5,1	5,1	5,1			
Objectif de cours	38,6	51,2	52,5			
Moyenne des objectifs de cours	47,4					

Source: Portzamparc

6.3. Multiples induits par notre valorisation

Multiples induits par notre valorisation : TP 40,2€									
	VE/CA			VE/EBITDA			VE/EBIT		
	2024	2025	2026	2024	2025	2026	2024	2025	2026
	3,4x	2,6x	2,2x	15,0x	10,4x	8,8x	18,7x	12,7x	10,7x

Source: Portzamparc

Notre valorisation à 40,2€ par action reflète une prime de +70% et des multiples de 10,4x VE/EBITDA 2025 et 12,7x VE/EBIT 2025, des niveaux qui nous semblent cohérents eu égard des performances du groupe (TCAM 23-28 +25%; EBITDA c.25%, MOC c.21%).

7. Gouvernance

José BURGOS – Président Directeur Général (54 ans)



Parcours académique

- ESG Ecole de commerce, spécialité en finance

Parcours professionnel

- PDG de STIF, succédant à son père Manuel Burgos en 2019, et principal actionnaire.
- Rejoint l'entreprise en 1998 en tant que commercial.
- A orienté la stratégie du groupe pour s'adresser au marché des BESS.
- Est à l'origine de l'internationalisation du groupe.

Manuel BURGOS – Directeur Général Délégué (78 ans)



Parcours académique

- École de commerce

Parcours professionnel

- Directeur Général de SIRAGA, PME de 200 salariés, spécialisée dans les usines clés en main pour l'agro-alimentaire.
- En 1984, il co-fonde STIF et en devient le Directeur Général.
- Au départ, il se concentre sur l'activité des godets élévateurs et des raccords à compression.
- En 2010, il décide de s'orienter vers le marché de la protection contre les explosions par accumulation de poussière.

Océane BURGOS – Responsable Marketing Groupe (24 ans)



Parcours académique

- Bac S
- BTS Commerce International
- MBway Angers MBA Management International Business

Parcours professionnel

- Plusieurs stages dans le marketing et la logistique, notamment chez STIF.
- 2 années d'alternance chez STIF en tant qu'assistante commerciale et marketing.
- Promue Responsable Marketing Groupe en septembre 2024.

Christophe CANAL – Directeur Administratif et Financier (52 ans)



Parcours académique

- Sciences Po

Parcours professionnel

- 25 ans d'expériences en directions financières dans des grands groupes et des PME, couvrant contrôle et audit, croissance externe, financement, relations investisseurs.
- A rejoint STIF en novembre 2023 pour accompagner l'IPO.

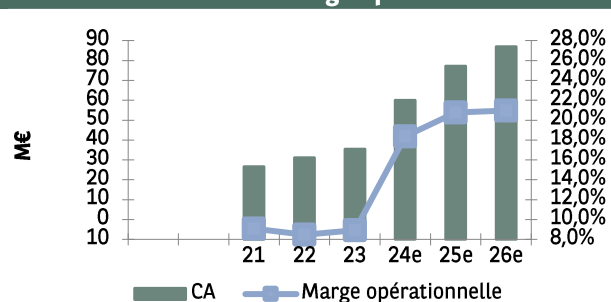
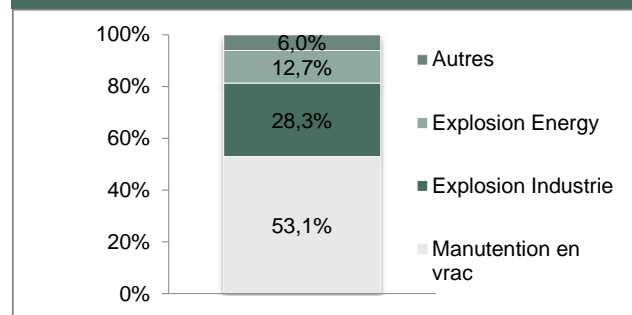
STIF

Exploitation	-	-	21	22	23	24e	25e	26e
CA	-	-	26,6	31,2	35,5	60,1	77,3	87,0
var. n/n-1	-	-	-/+	17,0%	13,8%	69,4%	28,7%	12,6%
var. organique	-	-	-	17,0%	13,8%	69,4%	28,7%	12,6%
EBE	-	-	3,4	3,5	4,7	13,7	19,6	22,1
ROC	-	-	2,4	2,6	3,2	11,0	16,0	18,2
var. n/n-1	-	-	-/+	5,5%	23,7%	+ / + +	45,3%	13,7%
ROP	-	-	2,4	2,6	3,2	11,0	16,0	18,2
RCAI	-	-	2,3	2,6	2,8	10,7	15,9	18,2
IS	-	-	-0,4	-0,3	-0,4	-2,5	-3,4	-3,9
RN Pdg publié	-	-	1,5	1,7	2,0	7,8	11,8	13,6
RN Pdg corrigé	-	-	1,5	1,7	2,0	7,8	11,8	13,6
var. n/n-1	-	-	-/+	11,3%	16,6%	+ / + +	51,9%	14,5%
Tmva CA 2021 / 2025e	30,5%	-	-	-	-	-	-	-
Marge brute (%)	-	-	54,7%	53,7%	58,5%	65,8%	67,4%	67,3%
Marge opérationnelle (%)	-	-	9,1%	8,5%	8,9%	18,4%	20,8%	21,0%
Marge nette (%)	-	-	5,8%	5,5%	5,6%	13,0%	15,3%	15,6%
Taux IS (%)	-	-	17,7%	11,9%	15,4%	23,7%	21,5%	21,5%
Frais de personnel / CA (%)	-	-	-28,6%	-26,8%	-28,3%	-23,9%	-23,3%	-23,1%
CA/effectif (K€)	-	-	179	196	188	-	-	-
var. n/n-1	-	-	-/+	9,6%	-4,3%	-	-	-
Effectif moyen	-	-	149	159	189	-	-	-
var. n/n-1	-	-	-/+	6,7%	18,9%	-	-	-

Bilan	-	-	21	22	23	24e	25e	26e
Fonds propres Pdg	-	-	3,6	4,5	13,7	20,5	29,6	39,0
Dettes financières nettes	-	-	2,9	4,2	-1,4	0,0	-2,8	-10,4
Autres	-	-	1,2	1,8	1,4	-3,6	-3,6	-3,6
Capitaux investis	-	-	7,8	10,5	13,6	16,8	23,2	25,0
Immobilisations nettes	-	-	5,4	7,6	10,2	15,7	17,7	16,3
dont écarts d'acquisition	-	-	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1
dont financières	-	-	0,4	0,2	0,7	2,7	2,7	2,7
BFR	-	-	2,7	3,2	4,1	3,9	8,2	11,4
Actif économique	-	-	7,8	10,5	13,6	16,8	23,2	25,0
Gearing (%)	-	-	61,3%	70,2%	-9,3%	-0,2%	-9,0%	-25,6%
BFR/CA (%)	-	-	10,2%	10,2%	11,6%	6,5%	10,6%	13,2%
Dettes financières nettes/EBE (x)	ns	ns	0,8	1,2	ns	ns	ns	ns
ROE (%)	-	-	42,2%	37,7%	14,6%	38,1%	40,0%	34,7%
ROACE (%) après IS normé	-	-	-	24,6%	22,1%	55,4%	63,0%	59,4%

Financement	-	-	21	22	23	24e	25e	26e
Cash Flow	-	-	2,9	3,3	3,6	10,9	16,0	18,2
Variation BFR	-	-	-0,5	-0,6	-1,3	-2,8	-4,3	-3,3
Investissements industriels	-	-	-1,3	-3,3	-3,3	-6,1	-5,6	-2,5
% du CA	-	-	4,8%	10,6%	9,2%	10,2%	7,3%	2,8%
Cash Flow Libre	-	-	1,2	-0,7	-1,0	2,0	6,1	12,4
Cessions d'actifs	-	-	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Investissements financiers	-	-	0,0	0,1	-0,3	-2,0	0,0	0,0
Dividendes	-	-	-0,6	-0,7	-0,8	-1,0	-2,7	-4,1
Augmentation de capital	-	-	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Autres	-	-	0,5	0,2	-7,7	0,4	0,6	0,7
Variation dettes financières nettes	-	-	-	1,3	-5,6	1,4	-2,8	-7,6
Dettes financières nettes	-	-	2,9	4,2	-1,4	0,0	-2,8	-10,4

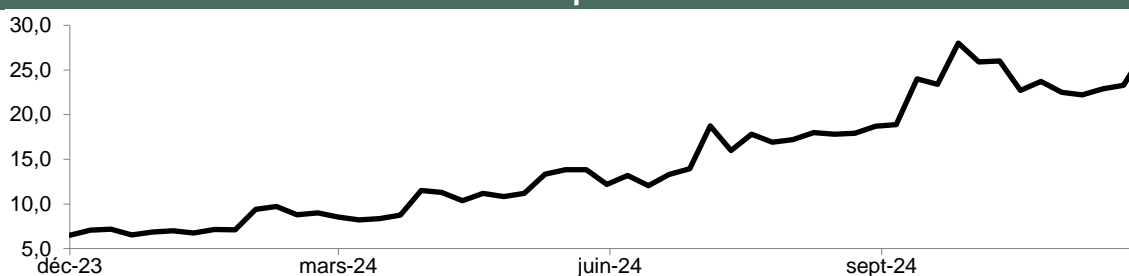
Evolution CA et marge opérationnelle



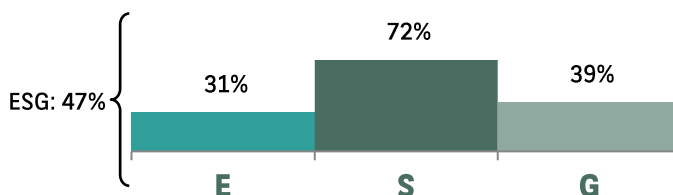
STIF

Données par action	-	-	21	22	23	24e	25e	26e
BNPA	-	-	-	-	0,39	1,52	2,31	2,64
var. n/n-1	-	-	-	-	-/+	+ /++	51,9%	14,5%
CFPA	-	-	-	-	0,7	2,1	3,1	3,5
ANPA	-	-	-	-	2,7	4,0	5,8	7,6
Dividende net (versé en n+1)	-	-	-	-	0,19	0,54	0,82	0,93
Payout (%)	-	-	-	-	48,3%	35,3%	35,3%	35,4%
Tmva BNPA 2021 / 2025e	-	-	-	-	-	-	-	-
Tmva CFPA 2021 / 2025e	-	-	-	-	-	-	-	-
Valorisation	-	-	21	22	23	24e	25e	26e
PER (x)	-	-	-	-	17,6	17,4	11,5	10,0
PCF (x)	-	-	-	-	9,8	12,5	8,5	7,5
PAN (x)	-	-	-	-	2,6	6,6	4,6	3,5
VE/CA (x)	-	-	-	-	1,0	2,2	1,7	1,4
VE/EBE (x)	-	-	-	-	7,3	9,7	6,7	5,6
VE/ROP (x)	-	-	-	-	10,9	12,1	8,1	6,8
Free Cash Flow Yield (%)	-	-	-	-	-2,8%	1,5%	4,5%	9,1%
Rendement (%)	-	-	-	-	-	0,7%	2,0%	3,1%
Capitalisation (M€)	-	-	-	-	35,2	134,7	134,7	134,7
Valeur d'Entreprise (VE)	-	-	-	-	34,6	133,5	130,8	123,2
Cours de référence (€)	-	-	-	-	6,9	26,5	26,5	26,5
Nb de titres (Mio)	-	-	-	-	5,085	5,085	5,085	5,085
Nb de titres corrigé (Mio)	-	-	-	-	5,085	5,135	5,135	5,135
% de la dilution	-	-	-	-	0,0%	1,0%	1,0%	1,0%
Date d'introduction	20/12/2023							
Cours d'introduction ajusté	6,5 €							
Données intermédiaires	-	-	21	22	23	24		
CA T1	-	-	-	-	7,2	12,8		
CA T2	-	-	-	-	9,1	14,9		
CA S1	-	-	-	-	16,3	27,7		
ROP S1	-	-	-	-	0,7	4,5		
RN pdg corrigé S1	-	-	-	-	0,5	3,1		
Marge opérationnelle S1	-	-	-	-	4,5%	16,4%		
Marge nette S1	-	-	-	-	2,8%	11,3%		
CA T3	-	-	-	-	-	-		
CA T4	-	-	-	-	-	-		
CA S2	-	-	-	-	19,1	-		
ROP S2	-	-	-	-	2,4	-		
RN pdg corrigé S2	-	-	-	-	1,5	-		
Marge opérationnelle S2	-	-	-	-	12,7%	-		
Marge nette S2	-	-	-	-	8,0%	-		
<i>Taux de croissance (n/n-1)</i>								
CA T1	-	-	-	-	-/+	77,0%		
CA T2	-	-	-	-	-/+	63,4%		
CA T3	-	-	-	-	-	-		
CA T4	-	-	-	-	-	-		
CA S1	-	-	-	-	-/+	69,4%		
CA S2	-	-	-	-	-/+	-		
ROP S1	-	-	-	-	-/+	+ /++		
ROP S2	-	-	-	-	-/+	-		

Historique de cours



Taxonomie	CA	Opex	Capex
Eligible	n.a.	n.a.	n.a.
Aligné	n.a.	n.a.	n.a.



STIF

Critères ESG Portzamparc				
ENVIRONNEMENT	2021	2022	2023	Commentaires
Empreinte carbone				
Emissions de GES en teqCO2 (Scope 1 et 2) / CA (M€)	ND	ND	ND	Bilan carbone en cours de constitution
Objectifs CO2 validés SBTi	ND	ND	Non	
Prime environnementale liée à la nature de l'activité	ND	ND	Non	
Politique environnementale				
Publication d'un rapport environnemental	ND	ND	Non	
Amendes/Litiges liés à l'environnement sur les trois dernières années	ND	ND	Non	
Certification 14001	ND	ND	Non	
SOCIAL	2021	2022	2023	Commentaires
Promotion de la diversité				
Part des femmes dans la société	ND	ND	22%	
Index égalité salariale femmes / hommes	ND	ND	ND	
Plan d'actions en faveur de l'égalité professionnelle	ND	ND	Oui	
Part des personnes en situation de handicap	ND	ND	5,0%	
Formation				
Part de salariés ayant suivi une formation lors de l'exercice	ND	ND	60%	
Recrutement & Attractivité				
Taux d'attrition (employés)	ND	ND	12%	
Certification Great Place To Work / Happy At Work	ND	ND	Non	
Conditions de travail				
Présence d'un DRH au comité de direction	ND	ND	Oui	
Encouragement de l'actionnariat salarié	ND	ND	Oui	Plan d'AGA en cours concernant 100% de l'effectif
Nombre de titres détenus par les salariés (k)	ND	ND	55 000	
Taux d'absentéisme	ND	ND	5,7%	
Taux de fréquence des accidents du travail (AT)	ND	ND	25,1	
GOVERNANCE & ACTIONNARIAT	2021	2022	2023	Commentaires
Respect du code Afep-Medef ou Middledent				
Respect du code Afep-Medef ou Middledent	ND	ND	Non	
Composition des instances de gouvernance				
Séparation des fonctions de Président et de Directeur général	ND	ND	Non	
Nombre de membres composant le conseil d'administration	ND	ND	3	
<i>dont indépendants</i>	ND	ND	0	La société s'est engagé à nommer, dans les 18 mois suivant l'IPO, au moins un administrateur indépendant
<i>dont femmes</i>	ND	ND	1	
Administrateur représentant les salariés au CA	ND	ND	Non	
Assiduité des membres du CA	ND	ND	100%	
Comité d'audit	ND	ND	Non	
Comité des risques	ND	ND	Non	
Comité des risques : une partie dédiée à la cybersécurité	ND	ND	Non	
Comité RSE	ND	ND	Non	
Respect des actionnaires minoritaires				
Droits de votes doubles/multiples	ND	ND	Oui	
Poids de l'actionnaire principal (droits de vote)	ND	ND	74%	
Rémunération des dirigeants				
Transparence sur la rémunération variable du CEO	ND	ND	Oui	
Déclaration de la rémunération du CEO	ND	ND	Oui	
Rémunération du CEO liée aux critères de performances RSE	ND	ND	Non	
Ratio d'équité (salaire médian)	ND	ND	10,3	
PARTIES PRENANTES EXTERNES	2021	2022	2023	Commentaires
Mise en place d'une charte éthique avec ses fournisseurs	ND	ND	Non	Travail en cours vers l'adoption de la norme ISO 20400
Mise en place d'indicateurs de satisfaction clients	ND	ND	Oui	Certifié ISO 9001 sur plus de la moitié des sites de production
Part des frais d'audits financiers dans les frais d'audits	ND	ND	80%	Une partie va aux audits qualités et IT

Avertissements généraux

Les informations contenues dans le présent document proviennent de sources publiques réputées fiables. Les opinions et les données prévisionnelles sont celles de leurs auteurs. Les appréciations formulées reflètent leur opinion à la date de publication et sont donc susceptibles d'être révisées ultérieurement. Les prévisions chiffrées sont effectuées à normes comptables constantes ; le passage aux normes IFRS pourra entraîner des modifications importantes des estimations.

Ni la société émettrice, ni Portzamparc, ni une quelconque autre personne ne pourra être tenue responsable de quelque manière que ce soit au titre d'un quelconque dommage direct ou indirect, résultant de l'utilisation de ce document. Ce document ne peut être distribué au Royaume-Uni qu'aux seules personnes qui sont des personnes autorisées ou des personnes exemptées au sens du U.K. Financial Services Act 1986 (ou d'un quelconque règlement pris en application de ce dernier) ou aux autres personnes du type décrit à l'Article 11(3) du Financial Services Act (Investment Advertisements) (Exemptions) Order 1996 (tel que modifié). La transmission, l'envoi ou la distribution du présent document (ou de toute copie qui en serait faite) sont interdits aux Etats-Unis ou à un quelconque ressortissant des Etats-Unis d'Amérique (au sens de la règle « S » du U.S. Securities Act de 1993). Tout manquement au respect de ces restrictions est susceptible de constituer une violation du droit américain des valeurs mobilières. La diffusion de ce document dans d'autres juridictions peut être soumise à des restrictions légales et les personnes qui se trouvent en possession de ce document doivent s'informer et respecter de telles restrictions. Le présent document ne constitue ni une offre ni une invitation à acheter ou souscrire des valeurs mobilières ou autres titres ; il ne peut servir en aucune manière de support ou être utilisé dans le cadre d'un quelconque contrat ou engagement. Il ne vous est remis qu'à titre d'information et ne peut être reproduit ou redistribué à un tiers. En recevant le présent document, vous vous engagez à observer les restrictions mentionnées ci-dessus.

En tant qu'établissement de crédit et d'investissement, Portzamparc relève de l'Autorité des Marchés Financiers et est agréée par le Comité des Etablissements de Crédit et des Entreprises d'Investissements.

Modalités administratives et organisationnelles visant à prévenir et éviter les conflits d'intérêts relatifs à la production d'analyse financière :

La société Portzamparc s'est dotée d'un règlement intérieur intégrant des dispositions intitulées "Murailles de Chine" qui décrivent l'organisation mise en place en vue de prévenir la circulation indue d'informations confidentielles ou privilégiées. Cette organisation est sous la responsabilité du Déontologue, qui fixe les règles et contrôle leur application. Elle prévoit notamment la séparation des activités susceptibles d'être en conflit d'intérêt entre elles : gestion pour compte propre, gestion pour compte de tiers, animation de valeur, négociation, vente institutionnelle, montage d'opérations financières et analyse financière.

Les analystes financiers, comme l'ensemble des collaborateurs de la société de bourse, sont soumis au dispositif de gestion des informations privilégiées et des restrictions applicables au sein d'un prestataire de service d'investissement conformément aux articles 315-15 à 315-19 du règlement général de l'AMF, ils ont pour obligation de domicilier leurs comptes titres au sein de la société de bourse. Le Déontologue tient à jour 3 listes de valeurs :

- une liste des valeurs interdites aux collaborateurs sur laquelle sont inscrites toutes les valeurs suivies par le service d'analyse financière et toutes les valeurs sous contrat avec la société de bourse. Dans le cas particulier des analystes, il leur est interdit individuellement d'intervenir en direct sur un instrument financier autre que : les parts d'OPC, le titre BNP PARIBAS et les titres acquis dans le cadre statutaire d'une fonction d'administrateur ou de mandataire.

- une liste des valeurs sous surveillance qui recense essentiellement les valeurs sur lesquelles un ou plusieurs collaborateurs de la société de bourse détient une information privilégiée.

- une liste publique des valeurs en interdiction qui recense les valeurs sur lesquelles une opération financière est en cours et pour lesquelles il ne peut plus y avoir d'opération pour compte propre ni de publication d'analyse financière.

Le déontologue contrôle les opérations réalisées sur les valeurs inscrites sur ces listes, qu'il s'agisse d'opérations de la clientèle, d'opérations de collaborateurs ou d'opérations pour compte propre.

Enfin, l'organe qui décide de la réalisation d'opérations financières : le Comité des Engagements, fait l'objet d'un dispositif spécifique visant à assurer la totale confidentialité des débats et décisions.

Le Groupe Portzamparc se positionne sur l'éligibilité des actions au PEA-PME sur la base des informations émises par les émetteurs et du Décret n° 2014-283 du 4 mars 2014 pris pour l'application de l'article 70 de la loi n° 2013-1278 du 29 décembre 2013 de finances pour 2014 fixant l'éligibilité des entreprises au PEA-PME soit : moins de 5 000 salariés, d'une part, chiffre d'affaires annuel inférieur à 1 500 millions d'euros ou total de bilan inférieur à 2 000 millions d'euros, d'autre part. La responsabilité du Groupe Portzamparc ne saurait être engagée dans l'hypothèse où les données utilisées pour l'analyse s'avèreraient inexactes

L'ensemble des avertissements concernant la recherche Portzamparc (Historique des recommandations, engagement de transparence, politique de gestion des conflits d'intérêt, système de recommandation, répartition par recommandation, prévisions...) est accessible sur <https://www.midcaps.portzamparc.fr/wp-content/fileadmin/pubt/avertissements.pdf>(clientèle institutionnelle)..

Détail des potentiels conflits d'intérêts BNP PARIBAS

Sociétés dans lesquelles BNP PARIBAS détient des participations : <https://wealthmanagement.bnpparibas/fr/conflict-of-interest.html>

Les cours utilisés sont les cours de clôture de la veille sauf indication contraire.

Mentions obligatoires

Recommandations boursières

Nos recommandations boursières traduisent la performance absolue attendue sur le titre à un horizon 6-12 mois. Elles sont basées sur les objectifs de cours définis par l'analyste et intègrent des facteurs exogènes liés à l'environnement de marché, susceptibles de fortes variations. Le bureau d'analyse Portzamparc établit ses évaluations selon une approche d'analyse fondamentale multicritères (principalement et de manière non exhaustive actualisation des flux, multiples des comparables, multiples de transaction, somme des parties, actif net réévalué).

ACHETER (1) : Performance attendue supérieure à +15%

RENFORCER (2) : Performance attendue comprise entre +5% et +15%

CONSERVER (3) : Performance attendue comprise entre -5% et +5%

ALLEGER (4) : Performance attendue comprise entre -5% et -15%

VENDRE (5) : Performance attendue inférieure à -15% ou absence de visibilité sur les fondamentaux de la société.

L'ensemble des avertissements concernant la recherche Portzamparc (Historique des recommandations, engagement de transparence, politique de gestion des conflits d'intérêt, système de recommandation, répartition par recommandation...) est accessible sur <https://www.midcaps.portzamparc.fr/wp-content/fileadmin/pubt/avertissements.pdf> (clientèle institutionnelle).

Les cours utilisés sont les cours de clôture de la veille sauf indication contraire.

Historique des recommandations sur l'émetteur au cours des 12 derniers mois

Le tableau ci-dessous reflète l'historique des recommandations et d'objectifs de cours faits par le département d'analyse financière de Portzamparc sur une période de 12 mois.

La mise à jour des recommandations intervient, soit à l'occasion d'un commentaire lié à une publication officielle ou légale, soit à l'occasion d'un événement exceptionnel (croissance externe, accords significatifs).

Date	Analyste	Objectif de prix	Cours de clôture	Recommandation
11 Dec 24 - 11:59:49	Jérémy Sallée	40,2	23,6	Acheter
11 Dec 24 - 11:08:54	Jérémy Sallée	40,2	23,6	Acheter
11 Dec 24 - 08:19:28	Jérémy Sallée	40,2	23,6	Acheter
11 Dec 24 - 08:02:37	Jérémy Sallée	40,2	23,6	Acheter

Détail des conflits d'intérêts potentiels PORTZAMPARC

Société	Détail des conflits d'intérêts potentiels
STIF	3,6,7

1. Portzamparc possède ou contrôle 5 % ou plus du capital en actions émis par cet émetteur;
2. Cet émetteur, ou ses actionnaires principaux, possèdent ou contrôlent, directement ou indirectement, 5% ou plus du capital en actions émis par Portzamparc;
3. Portzamparc a été chef de file ou co-chef de file dans une offre publique concernant les instruments financiers de cet émetteur durant les douze derniers mois;
4. Portzamparc est teneur de marché pour les instruments financiers de cet émetteur;
5. Portzamparc a signé un contrat de liquidité avec l'émetteur.
6. Portzamparc et l'émetteur ont signé une convention de prestation de service d'analyse à travers laquelle Portzamparc Société de Bourse s'est engagée à produire et à diffuser des études de recherche d'investissement sur ledit émetteur. Document de recherche produit conformément à la Charte de Bonnes Pratiques sur la recherche sponsorisée. Analyse payée partiellement par l'émetteur, diffusion réservée;
7. Portzamparc a été rémunérée par cet émetteur en échange de la fourniture de services d'investissement ou des services en conseil financier au cours des douze derniers mois;
8. L'auteur de cette étude ou une personne qui aurait aidé à l'élaboration de cette étude (ou un membre de son foyer), ou encore une personne qui, malgré sa non-implication dans l'élaboration de cette étude avait ou pouvait raisonnablement avoir accès aux éléments substantiels de cette étude avant sa diffusion détient une position nette ou courte supérieure à 0,5% du capital de cet émetteur
9. La recommandation présentée dans ce document a été divulguée à l'émetteur avant sa publication et diffusion et a été subséquentement modifiée préalablement à sa diffusion

Détail des conflits d'intérêts potentiels BNP PARIBAS

Sociétés dans lesquelles BNP PARIBAS détient des participations : <https://wealthmanagement.bnpparibas/fr/conflict-of-interest.html>

Nantes : 13 rue de la Brasserie - BP 38629 - 44186 Nantes Cedex 4

Paris : 16 rue de Hanovre - 75002 Paris - 33 (0) 1 40 17 50 08