

Cies Aériennes

Plus attractive

Ryanair | OC 20 €

Moins attractive

Lufthansa | OC 8.8 €

L'été indien – un mal pour un bien pour les compagnies britanniques ?

Date publication: 19/07/2021 07:16

Date rédaction: 18/07/2021 17:24

Cours 15/07/21	Reco	Dev.	Cours	OC
Air France-KLM	Sous-performance	EUR	3.80	3.80
EasyJet	Surperformance	GBP	822.60	1200.00
IAG	Neutre	EUR	1.94	2.10
Lufthansa	Sous-performance	EUR	9.57	8.80
Ryanair	Surperformance	EUR	15.71	20.00
Wizz Air	Neutre	GBP	4393.00	4890.00

Next Events		
28/07/2021	Wizz Air	Q1 Results
30/07/2021	Air France-KLM	Q2 Results
30/07/2021	IAG	Earnings Release
05/08/2021	Lufthansa	H1 Results
28/10/2021	Lufthansa	Q3 Results

Les incertitudes autour de la propagation du variant Delta en Europe laissent planer un risque de retour de restrictions ciblées à l'encontre des pays les plus affectés à l'image du RU. Nous adoptons donc une vision plus conservatrice sur l'évolution des capacités chez IAG et easyJet (OC ajustés en baisse). Ryanair devient notre top pick sur le secteur.

Retour progressif des capacités mais le variant Delta limite le potentiel

En dépit de la résurgence de certains foyers épidémiques, le retour des capacités en Europe s'est accéléré ces dernières semaines (au 16 juillet, l'Europe affichait 63% des capacités pré-crise tirée par la France, l'Allemagne et l'Espagne) et les compagnies aériennes de notre couverture font état d'une forte accélération des réservations mais avec un horizon qui reste très court. Toutefois, la rapide propagation du variant Delta au Royaume-Uni, en Espagne et au Portugal - sans toutefois que cela se reflète sur le nombre des décès et des hospitalisations - peut limiter le potentiel d'une quasi-normalisation des capacités d'ici la fin de l'année sur l'intra-européen (mise en place de restrictions ciblées) et décaler l'ouverture du côté américain des liaisons transatlantiques.

Ajustement de nos estimations de capacités au départ du RU

Sur le T3 2021, nous adoptons une vision plus conservatrice en termes de capacités sur les compagnies fortement exposées au RU notamment easyJet et IAG. Toutefois, nous restons confiants quant à une accélération de la croissance de l'offre dès le T4 2021, une fois le rattrapage en termes de vaccination des pays de l'UE acté et les liaisons transatlantiques rétablies. Nous pensons que Ryanair devrait tirer son épingle du jeu grâce à son large réseau et son aptitude à réallouer rapidement ses capacités vers des marchés plus dynamiques. De même, Wizz Air accélérera le retour de ses capacités mais la moindre contribution du RU et la dilution attendue des nouvelles routes, pèseront sur le titre. Par ailleurs, cette incertitude sur le retour des restrictions ciblées devrait nécessiter un effort supplémentaire en matière de planification de réseau pour les compagnies aériennes et impactera inévitablement les courbes de réservations et le pricing.

Un effort supplémentaire sur la base de coût devient nécessaire et plus facile à entreprendre chez IAG et easyJet

La crise de la COVID-19 a été l'occasion pour les compagnies aériennes européennes de se focaliser sur leur structure de coûts et dégager des économies structurelles à l'image d'easyJet et de British Airways avec l'introduction de contrats variables (pilotes et PNC) et Air France-KLM et Lufthansa avec un effort important de simplification de flotte. Toutefois, le retour de l'inflation (redevances aéroportuaires, charges de navigation, carburant...) risque d'annuler l'essentiel de ces économies. Nous pensons que le décalage dans la reprise des capacités au RU pourrait être, pour IAG et easyJet, un catalyseur de davantage de restructurations notamment sur la flotte et le réseau (décalage dans le retour à l'aéroport Gatwick pour British Airways ?) avec des répercussions potentiellement positives sur le pricing à moyen terme.

Des liquidités suffisantes mais le désendettement devient une priorité

Nous estimons que les groupes de notre couverture termineront l'exercice 2021 avec des niveaux de liquidité compris entre 20% et 47% du CA 2019 contre un montant normatif que nous jugeons satisfaisant à 15%. Ce niveau reste confortable pour gérer les prochains mois mais le décalage de la normalisation des capacités rend la réduction de l'endettement prioritaire. Pour Air France-KLM comme Lufthansa, le risque de dilution reste élevé.

Biais positif pour les low-costs - Ryanair devient notre Top pick

Nous continuons à privilégier les compagnies à bas coûts par rapport aux majors mais notre valeur préférée devient Ryanair qui reste avantagée par son large réseau, la flexibilité de son business model, son niveau de liquidité et son moindre endettement. Si nous ajustons le profil de croissance des capacités à court terme chez IAG (OC 2.1 € vs 2.5 €) et easyJet (OC 1 200p vs 1 250p), nous restons confiants dans leur rattrapage dès le T4 et nous estimons qu'ils devraient bénéficier à moyen terme d'un pricing power plus important compte tenu d'une moindre pression concurrentielle au RU.

Yan Derocles (Analyste)
+33 (0)1 44 51 88 57
yan.derocles@oddo-bhf.com

Olfa Taamallah (Analyste)
+33 (0)1 44 94 56 34
olfa.taamallah@oddo-bhf.com



Principaux changements

	Devise	Capi.Boursiere (M)	Opinion		Objectif de cours		BPA		PE (x)	
			Nouvelle	Ancienne	Nouveau	Ancien	2021e	2022e	2021e	2022e
EasyJet	p	3 266	Surperformance	Surperformance	1200.0	1250.0	-200.04	59.97	ns	13.7
IAG	€	3 941	Neutre	Neutre	2.1	2.5	-0.52	0.16	ns	11.8
Ryanair	€	17 586	Surperformance	Surperformance	20.0	20.0	0.11	1.58	142.3	9.9
Wizz Air	p	4 414	Neutre	Neutre	4890.0	4890.0	-2.02	2.49	ns	20.7



Sommaire

Redressement tangible des capacités en Europe mais prudence sur la trajectoire de normalisation	4
Un regain d'optimisme sur l'Europe sur la saison estivale...	4
...mais la progression du variant Delta notamment au RU décale le retour aux niveaux pré-crise...	6
Quelles implications sur notre hiérarchie sectorielle ?	11
Plus de prudence sur les capacités notamment pour les valeurs exposées au RU	12
Pression supplémentaire sur la structure de coûts	13
Des liquidités suffisantes mais le besoin de recapitaliser devient plus pressant	15
Des valorisations toujours généreuses	15
Fiches Sociétés	Erreur ! Signet non défini.
Air France KLM	18
easyjet	20
IAG	22
Lufthansa	24
Ryanair	26
Wizzair	28

REDRESSEMENT TANGIBLE DES CAPACITES EN EUROPE MAIS PRUDENCE SUR LA TRAJECTOIRE DE NORMALISATION

En dépit de la résurgence de certains foyers épidémiques, le retour des capacités en Europe s'est accéléré ces dernières semaines (grâce à la progression de la vaccination et la levée de l'essentiel des restrictions) tiré par la France, l'Allemagne et l'Espagne. En parallèle, les compagnies aériennes de notre couverture font, toutes, état d'une forte accélération des réservations mais avec un horizon qui reste très court limitant ainsi toute marge de manœuvre en termes de yield management.

Toutefois, la rapide propagation du variant delta au Royaume Uni, en Espagne et au Portugal - sans toutefois que cela se reflète sur le nombre des décès et les hospitalisations - peut avoir comme conséquence un retour de restrictions ciblées et limiter ainsi le potentiel d'une quasi-normalisation des capacités d'ici la fin de l'année sur l'intra-européen et décaler l'ouverture du côté américain des liaisons transatlantiques à la rentrée.

Un regain d'optimisme sur l'Europe sur la saison estivale...

Accélération du rebond des capacités visible sur le mois de juillet

Le retour des capacités s'accélère ces dernières semaines en dépit de la résurgence de certains foyers épidémiques. L'offre mondiale en sièges sur la troisième semaine de juillet progresse ainsi de 1.5% par rapport à celle de la semaine précédente pour atteindre désormais 67.1% du niveau de 2019 selon OAG. L'accélération est notamment visible sur certains marchés européens qui affichaient un retard important comme la France, l'Espagne ou l'Allemagne avec toutefois un biais loisir. Le Royaume-Uni évolue de son côté au grès des commentaires du gouvernement avec un rattrapage récent de l'offre qui se situe toutefois encore à environ 30% de celle de la même période en 2019.

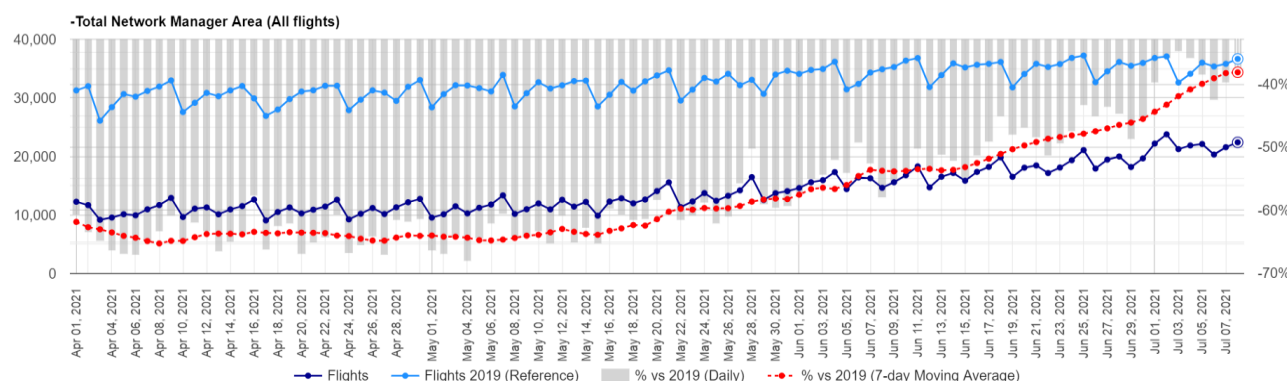


Top 20 des capacités programmées sur la 2^{ème} semaine de juillet

Country	08-Jul-19	20-Jan-20	28-juin-21	05-Jul-21	%Change WoW	% Change V's 20th Jan 2020	% Change V's w/c 8th July' 2019
USA	23 546 343	20 749 829	18 865 201	19 389 546	2.8%	-6.6%	-17.7%
China	16 819 813	16 882 726	15 940 213	17 324 943	8.7%	2.6%	3.0%
Russian Federation	2 749 034	2 158 058	2 793 064	2 781 979	-0.4%	28.9%	1.2%
Spain	3 681 391	2 226 308	2 132 571	2 336 274	9.6%	4.9%	-36.5%
India	3 982 922	4 255 510	2 169 518	2 255 799	4.0%	-47.0%	-43.4%
Turkey	2 617 542	1 924 284	1 951 154	2 078 706	6.5%	8.0%	-20.6%
Japan	4 179 855	4 121 355	1 741 678	1 789 768	2.8%	-56.6%	-57.2%
Indonesia	2 970 995	3 144 407	1 755 473	1 740 561	-0.8%	-44.6%	-41.4%
Italy	2 723 868	1 775 401	1 556 866	1 697 879	9.1%	-4.4%	-37.7%
Mexico	1 929 916	1 920 941	1 642 745	1 682 178	2.4%	-12.4%	-12.8%
Brazil	2 609 213	2 842 645	1 537 061	1 679 653	9.3%	-40.9%	-35.6%
France	2 624 328	1 842 023	1 424 371	1 593 191	11.9%	-13.5%	-39.3%
Germany	3 415 325	2 519 489	1 402 499	1 519 500	8.3%	-39.7%	-55.5%
Australia	2 162 927	2 058 708	1 355 670	1 095 635	-19.2%	-46.8%	-49.3%
United Kingdom	3 885 401	2 712 915	1 020 711	1 048 700	2.7%	-61.3%	-73.0%
Korea Republic of	1 816 448	1 823 750	975 874	972 418	-0.4%	-46.7%	-46.5%
Greece	1 149 862	319 763	846 681	929 938	9.8%	190.8%	-19.1%
Saudi Arabia	1 277 647	1 344 926	800 317	804 484	0.5%	-40.2%	-37.0%
Canada	2 271 989	1 884 093	686 899	749 251	9.1%	-60.2%	-67.0%
United Arab Emirates	1 495 488	1 476 244	663 640	712 632	7.4%	-51.7%	-52.3%

Tableau n°1 - Sources: ODDO BHF Securities, OAG

L'Europe affiche l'équivalent de 60% des capacités pré-crise tirées par la France, l'Allemagne et l'Espagne



Graphique n°2 - Sources : ODDO BHF Securities, Eurocontrol

La vaccination et l'entrée en vigueur du pass sanitaire en soutien de cette reprise

La clef de la reprise repose évidemment sur une réouverture des frontières qui dépend à son tour largement d'une harmonisation du taux de vaccination. Nous continuons d'adopter une analyse très différenciée entre moyen et long courrier. Au niveau **intra-européen**, **notre degré de confiance s'accroît** grâce à l'accélération récente du rythme de vaccination avec un passage de 45% à 55% de la population de l'Union Européenne ayant reçu au moins une dose en moins d'un mois. La poursuite de cette tendance devrait permettre de garantir une **reconstruction des réseaux au-delà de la saison hivernale**. L'entrée en vigueur du **pass sanitaire** européen début juillet devrait faciliter la fin de la **saison estivale** mais la cacophonie persiste en Europe concernant les exemptions, la qualité et le délai des tests ou encore le délai après la 2^{ème} dose... Par contre, sur le **segment intercontinental**, la **prudence reste de mise** car la forte hétérogénéité des taux de vaccination rend le retour des volumes particulièrement sensible à toute évolution de l'épidémie. Pour illustration, avec le développement rapide du variant delta, l'Australie -dont seulement 1/4 de la population a reçu une dose- a été forcée de stopper sa phase de réouverture avec un repli des capacités de 6.1% en juin par rapport à mai.



Une accélération des réservations mais avec un horizon court

Les derniers commentaires des sociétés font tous état d'une **forte accélération des réservations mais avec un horizon qui reste très court**. Mi-juin, Lufthansa indiquait avoir connu un doublement par rapport au niveau de mars et avril porté par le loisir à la fois pour des destinations européennes autour de la méditerranée mais aussi pour le long courrier. De son côté, Air France-KLM signalait une accélération du remplissage dans ses réservations (44.2% pour des vols long-courriers en juillet et août et 36.3% pour les vols court et moyen-courrier). Ryanair fait état des mêmes flux (Allemagne, Benelux et Scandinavie vers Portugal, Espagne, Grèce et Italie) mais seulement 50% des sièges offerts pour le mois de juillet avait été réservés le 1^{er} juillet et 30% pour le mois d'août vs 70% en temps normal. Cette tendance s'accompagne **d'une pression sur les tarifs** qui pourrait **s'infléchir à l'approche du 19 juillet**, date à laquelle les britanniques retrouveront une plus grande liberté.

...mais la progression du variant Delta notamment au RU décale le retour aux niveaux pré-crise...

Progression rapide du variant Delta mais peu d'impact à ce stade sur les hospitalisations et les décès

Les données disponibles au 16 juillet montrent une accélération des taux d'infections liés au variant Delta notamment au Royaume-Uni (la barre des 500 cas pour un million d'habitants est dépassée), en Espagne et au Portugal. A l'inverse des pics de contaminations précédents, cette hausse ne s'est pas encore pleinement reflétée dans le niveau des hospitalisations et des décès ce qui **suggère une efficacité de la vaccination par rapport aux formes graves**.

Sur le Royaume Uni, une comparaison des données liées aux nouvelles infections et aux admissions dans les hôpitaux, montre que le décalage de c15 jours, observé lors du pic du début d'année, a tendance à s'allonger et la pente des admissions à se lisser, ce qui est clairement rassurant.

Par conséquent, la **probabilité d'un dérapage de la situation nous semble limitée**, ce qui explique l'attitude moins stricte du gouvernement britannique avec la décision de lever toutes les restrictions à compter du 19 juillet, y compris la plus controversée sur le port du masque en lieu clos. Une approche qui tranche avec la prudence du calendrier du déconfinement et renseigne sur le degré de confiance des politiques. Toutefois, la prudence reste de rigueur.

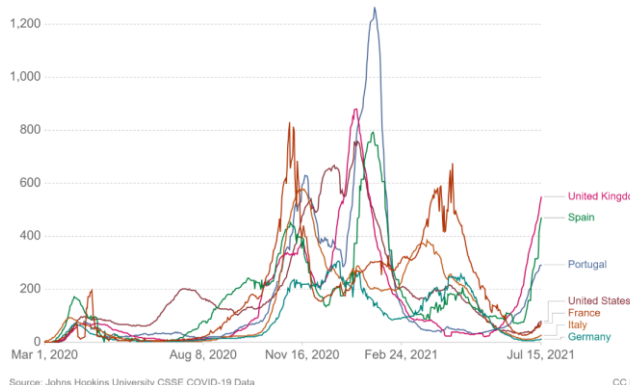


Le Delta progresse au RU, en Espagne et au Portugal...

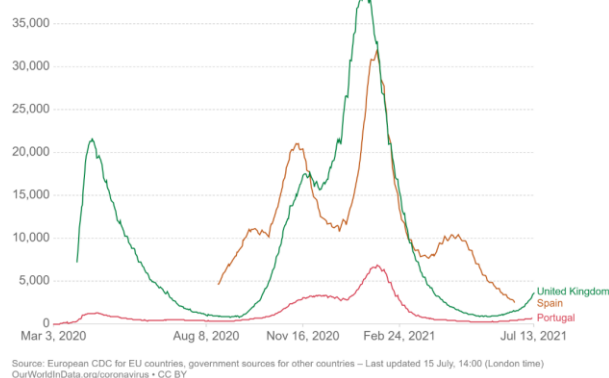
...mais le niveau des hospitalisations reste plus ou moins stable...

Daily new confirmed COVID-19 cases per million people

Shown is the rolling 7-day average. The number of confirmed cases is lower than the number of actual cases; the main reason for that is limited testing.



Number of COVID-19 patients in hospital

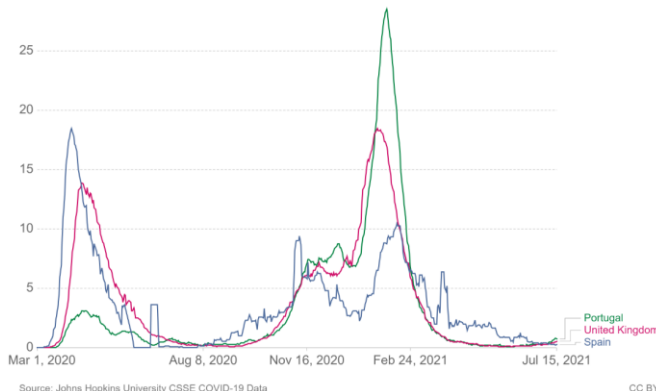


Graphiques n°3 – Sources : ODDO BHF Securities, Our World in Data

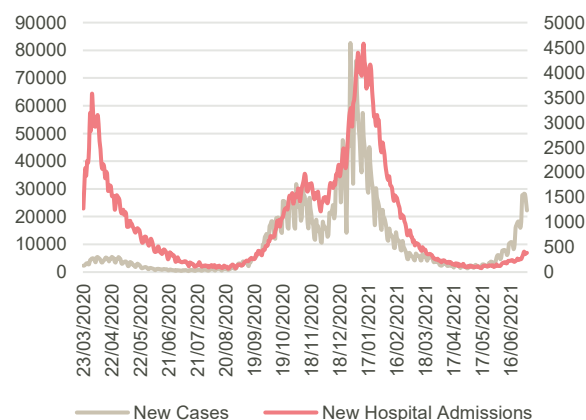
...et le nombre de décès stable à un niveau bas

Daily new confirmed COVID-19 deaths per million people

Shown is the rolling 7-day average. Limited testing and challenges in the attribution of the cause of death means that the number of confirmed deaths may not be an accurate count of the true number of deaths from COVID-19.



La corrélation entre les admissions à l'hôpital et les cas COVID semble s'estomper au RU



Graphiques n°4 - Sources : ODDO BHF Securities, Our World in Data, Coronavirus.data.gov.uk

En effet, pour nos analystes pharma, il est encore trop tôt pour tirer des conclusions sur la propagation du variant Delta étant donné le manque de données concernant : i/ le profil des personnes infectées (personnes ayant été entièrement, partiellement ou pas du tout vaccinées, la part des adolescents dans les nouveaux cas etc...) et ii/ la nécessité d'un booster (le RU était parmi les premiers pays à vacciner ce qui peut impacter le niveau d'anticorps neutralisants chez les personnes ayant reçu les premières doses). D'ailleurs, l'hypothèse de la nécessité d'une troisième dose gagne du terrain et Pfizer/BioNTech ont annoncé la semaine dernière leur intention de demander prochainement l'autorisation pour une troisième dose de leur vaccin contre la COVID-19, aux Etats-Unis et en Europe notamment. Cette dose de rappel renforce, selon les deux entreprises, la protection immunitaire, y compris contre les variants.

En conclusion, nos analystes pharma considèrent que **cette fin d'année sera compliquée avec certainement de nouvelles formes** et des **plateaux en termes de vaccinations (60-70%)** qui sont difficiles à dépasser. Ce qui implique que la pandémie se poursuivra jusqu'à la fin d'année. Par ailleurs, il faudra un rattrapage en termes de vaccination dans les pays émergents pour entrer en période épidémique en 2022 et 2023 pour qu'ensuite la COVID-19 devienne une pathologie respiratoire plus classique.



...mais le décalage en termes de vaccination fait craindre un retour de restrictions ciblées

Si la moindre corrélation des contaminations en Angleterre avec le nombre d'hospitalisation rassure et ouvre la voie à un assouplissement sur le transport aérien au départ du Royaume-Uni sur les prochaines jours (augmentation du nombre de pays figurant sur la liste verte et levée de restrictions pour les britanniques totalement vaccinés au retour des pays figurant sur la liste orange), le **décalage en termes de vaccination entre le RU et l'UE reste assez important** et peut amener ce dernier à renforcer les restrictions à l'égard des britanniques par craintes de voir le virus se propager plus rapidement.

Pour donner un ordre de grandeur, le **RU est aujourd'hui le pays le plus vacciné** en Europe avec l'équivalent de **52% de la population ayant été totalement vaccinée** et 16% supplémentaire ayant reçu une seule dose. La moyenne de l'Union Européenne se situe aujourd'hui à **41% et 14% respectivement**. D'ailleurs certains pays n'ont pas attendu pour réagir avec : i/ d'un côté l'Italie, l'Espagne et le Portugal qui commencent à imposer une **quarantaine aux britanniques non vaccinés** à leur arrivée sur leur sol et ii/ de l'autre l'Allemagne qui a une approche plus radicale avec une **obligation de quarantaine de 14 jours à l'ensemble des britanniques** arrivant sur son sol, vaccinés ou non. Elle serait même favorable à interdire l'entrée de tous les britanniques dans l'UE en attendant une meilleure couverture vaccinale. Plus récemment, Malte a décidé de fermer ses frontières aux non-vaccinés pour contrer l'épidémie. Et ce, même si les passagers réalisent un test PCR comme le préconisent les règles européennes.

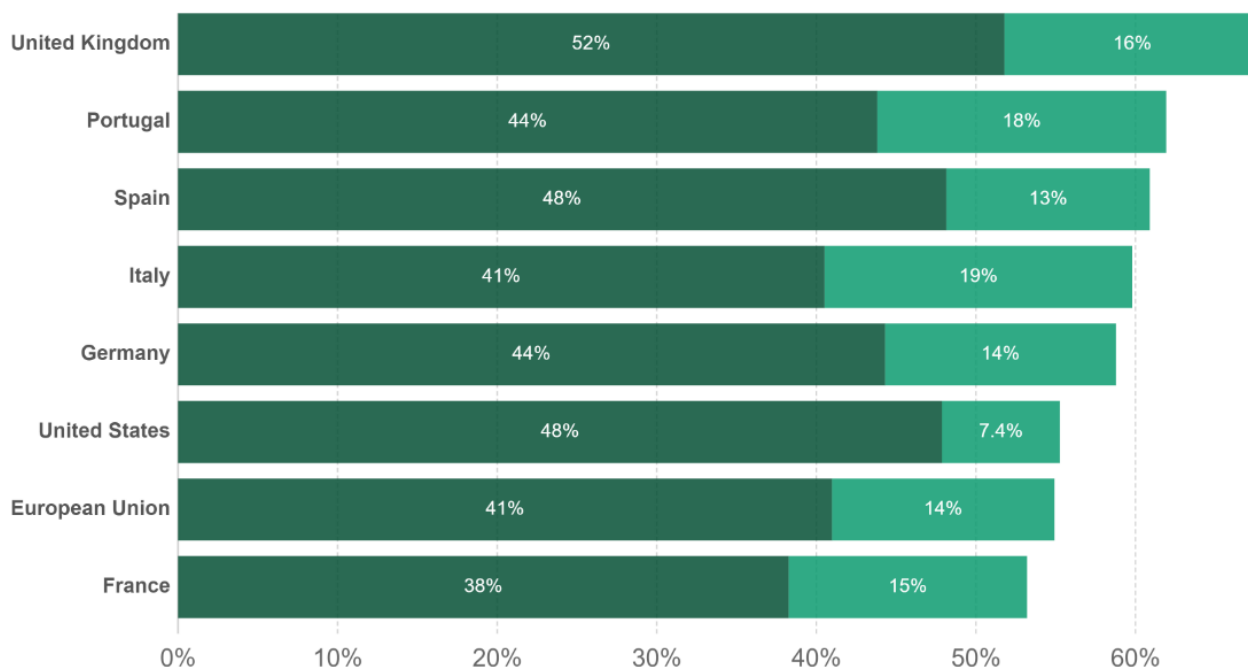
Niveau de vaccinations en Europe

Share of people vaccinated against COVID-19, Jul 14, 2021

Our World in Data

This data is only available for countries which report the breakdown of doses administered by first and second doses.

■ Share of people fully vaccinated against COVID-19 ■ Share of people only partly vaccinated against COVID-19



Source: Official data collated by Our World in Data

CC BY

Graphique n°5 – Sources : ODDO BHF Securities, Our World in DATA

Si ces restrictions venaient à se généraliser, elles impacteraient inévitablement la courbe des réservations au départ du RU, les voyageurs préférant remettre à plus tard leurs vacances en attendant une meilleure visibilité. Le marché britannique étant le **premier marché source en Europe** avec l'équivalent de 30% des passagers transportés en Europe, une quasi-normalisation du trafic intra-européen sera encore une fois décalée (probablement courant 2022).



Le RU n'est pas le seul pays qui pourrait être la cible de restrictions, **deux marchés touristiques clés à savoir l'Espagne et le Portugal** pourraient aussi être impactés (pour le moment la France conseille à ses ressortissants d'éviter ces deux destinations), ce qui est matière à compliquer davantage la trajectoire de reprise du trafic intra-européen.

Le RU est le marché source le plus important au sein de l'Europe en termes de transport aérien (en milliers en 2018)

	Total transport		National transport		International intra-EU-28 transport		International extra-EU-28 transport	
	Number of passengers	Growth (%) 2017-2018	Number of passengers	Growth (%) 2017-2018	Number of passengers	Growth (%) 2017-2018	Number of passengers	Growth (%) 2017-2018
EU -28*	1 105 937	6.0	181 850	3.6	513 531	4.6	410 555	9.1
United Kingdom	272 190	2.9	23 661	1	167 477	1.4	81 053	6.6
Germany	222 422	4.7	23 626	-0.9	123 158	4.5	75 638	7
Spain	220 611	5.1	40 057	10.8	148 341	3.2	32 213	7.7
France	161 991	5.1	31 035	3.4	72 894	4.8	58 062	6.5
Italy	153 352	6.3	32 183	3.4	90 443	5.5	30 727	11.7
Netherlands	79 644	4.5	3	21.4	50 088	3.6	29 553	6
Greece	54 259	8.1	8 554	2.6	36 699	10.1	9 006	5.9
Portugal	51 018	7	5 170	4.3	36 156	5.9	9 692	13.2
Poland	43 746	16.1	1 905	-13.9	31 401	12	10 440	40.4
Sweden	38 945	1.3	7 640	-2.8	23 710	1	7 595	6.7
Ireland	36 345	6	99	13.6	29 906	4.1	6 341	15.9
Denmark	34 701	4.3	1 947	-0.2	23 475	3.3	9 279	8.2
Belgium	34 506	3.7	9	-10.9	24 717	0.8	9 781	11.9
Austria	31 138	9.9	585	10.1	21 267	8.7	9 286	12.8
Finland	22 174	10.6	2 992	8.4	13 579	8.8	5 603	16.3
Romania	19 317	7.7	1 420	3.7	15 191	5.9	2 706	21.7
Czechia	17 838	9.8	62	-8.5	12 200	7.2	5 577	16.2
Hungary	15 176	13.7	0	30.6	11 530	8.7	3 646	32.9
Bulgaria	12 138	9.4	315	12.5	9 414	10.6	2 408	4.5
Cyprus	10 927	6.7	0	-	7 424	9	3 503	2.2
Croatia	9 731	10	528	0.4	7 498	9.1	1 705	18.3
Latvia	7 037	15.8	11	67.6	4 984	12.9	2 043	23.2
Malta	6 806	13.3	0	5042.9	6 179	12.4	627	22.7
Lithuania	6 254	19.2	0	1547.8	4 681	17	1 573	26.5
Luxembourg	3 989	12.2	1	-31.1	3 599	12	389	14.8
Estonia	2 996	13.7	28	13.3	2 330	11.2	638	23.6
Slovakia	2 794	16.3	21	-14.5	2 003	11.7	771	31.5
Slovenia	1 811	7.6	0*	-	1 111	10.1	700	3.9

Tableau n°6 - Source: Eurostat, *Double counting is excluded in the intra-EU-28 and total EU-28 aggregates by taking into consideration only departure declarations 0 less than 500 passengers carried, (-)not applicable, 0*real zero no passengers carried

...et pose la question sur le calendrier d'ouverture des liaisons transatlantiques côté américain

La rapide progression du variant Delta notamment au RU amplifie aussi les craintes quant au décalage de l'ouverture totale du marché transatlantique (même si IATA se montre optimiste quant à une réouverture d'ici quelques semaines). Si la probabilité que le **Royaume Uni intègre dès le 19 juillet les USA sur sa liste verte** est forte et que **l'UE a déjà levé l'essentiel des restrictions sur les voyageurs américains, la réciprocité n'est pas garantie**. En effet, compte tenu de la moindre dépendance des compagnies américaines au trafic international et de la bonne dynamique sur le domestique (90% des capacités pré-crisis restaurées autour de la date du 4 juillet), le lobby en faveur de la reprise des liaisons Europe-USA est aujourd'hui plus fort côté européen au vu des enjeux de rentabilité associée.

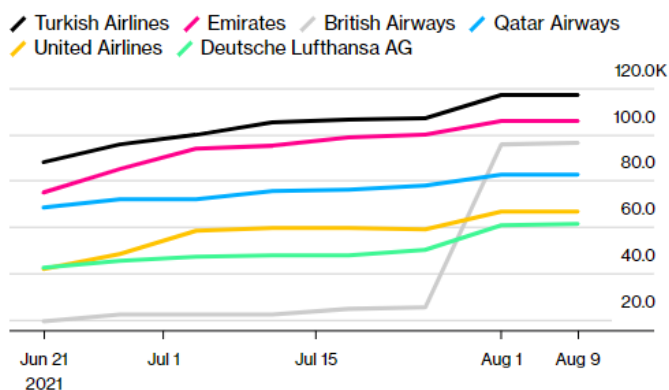
En conséquence une **attitude plus prudente côté américain** liée au variant Delta, limiterait **le potentiel de ce réseau notamment sur le cœur de la saison estivale** et impacterait négativement les majors à court terme en particulier IAG (13% de part de marché pré-COVID) qui ambitionne, selon OAG, une quasi-normalisation des capacités sur le réseau transatlantique dès le mois d'août.



Plans en termes de capacités des principaux opérateurs sur le réseau transatlantique sur juillet et août

Long Way

Airlines ramp up transatlantic capacity despite U.S. restrictions on tourists



Source: OAG

Note: Seat capacity vs 2019

Graphique n°7 - Sources : ODDO BHF Securities, OAG

CA sur le réseau transatlantique estimé sur la période juillet-août 2019

Airline	Sum of total est. revenue (\$)	Number of seats operated	Revenue per seat (\$)
British Airways	1 013 619 252	1 866 877	543
United Airlines	856 770 258	2 176 009	394
Delta Airlines	809 240 744	2 596 903	312
Lufthansa German Airlines	583 681 833	1 669 120	350
American Airlines	573 402 476	2 167 172	265
Air France	422 918 528	1 216 078	348
Air Canada	393 819 572	1 747 432	225
Norwegian Air Shuttle	290 507 370	769 986	377
Aer Lingus	232 581 370	560 754	415
KLM Royal Dutch Airlines	231 145 639	673 300	343

Tableau n°8 - Sources: ODDO BHF Securities, OAG Traffic & Schedules Analyzer



QUELLES IMPLICATIONS SUR NOTRE HIERARCHIE SECTORIELLE ?

Nous pensons que la probabilité d'un retour des restrictions ciblées en Europe (dans une tentative de freinage de la propagation du variant Delta) est très importante. Par conséquent, nous adoptons une vision plus conservatrice en termes de capacités sur le T3 pour les compagnies fortement exposées au RU notamment easyJet (Achat – OC 1 200p vs 1 250p) et IAG (Neutre- OC 2.1 € vs. 2.5 €). Ce décalage dans la reprise de l'offre pourrait être selon nous un catalyseur pour engager davantage de restructuration au sein de ces deux sociétés.

Inversement, nous estimons que Ryanair (qui devient notre Top pick – OC 20 €), tirera son épingle du jeu grâce à son large réseau et son aptitude à réallouer rapidement ses capacités vers des marchés plus dynamiques. Wizz Air (Neutre – OC 4 890p) accélérera le retour de ses capacités mais la moindre contribution du RU et la dilution attendue des nouvelles routes, pèsera sur le titre. Par ailleurs, si le niveau de liquidité reste globalement confortable pour notre couverture, la question du désendettement devient de plus en plus prioritaire avec un risque de dilution fort chez Air France-KLM (Sous-performance – OC 3.8 €) et Lufthansa (Sous-performance – OC 8.8 €).

Notre hiérarchie sectorielle

	TP	Rating	Comments
Ryanair	20.0 €	Outperform	We still think that the leeway on costs (hefty negotiating clout with the airports and the pilots due to its growth profile, underpinned by the arrival of 737Max as early as summer 2021) coupled with a comfortable cash position, will allow Ryanair to adjust to shifts in demand more quickly and to seize the opportunities expected as competitors scale back capacity. The stock is trading on an attractive 2022-23e P/E multiple of 9.9x.
EasyJet	1 200p vs 1 250p	Outperform	While visibility remains fairly limited in the short term, we believe that easyJet will be able to seize opportunities on its markets particularly in UK. Moreover, we remain confident on the group's ability to catch up on cost savings vs its peers. In addition, we find the current valuation attractive (P/E over FY 2022-23 at 7.8x vs 11.8x on 10 year pre-crisis average).
Wizz Air	4 890p	Neutral	While we remain confident that low-cost carriers are poised to take advantage from traffic resumption within Europe, we think that WizzAir might be penalized by the lag in terms of vaccinations in some of CEE markets vs. western countries, affecting the shape of recovery for capacities. So that, we think that the premium currently displayed by the airline vis-a-vis peers is no longer justified.
IAG	€ 2.1 vs. € 2.5	Neutral	Whilst uncertainty on the trajectory for the resumption of air traffic persists, notably in the long-haul segment, we think that progress made in terms of restructuring particularly at BA and the strong exposure to the transatlantic network on which discipline on capacity is anticipated, limits the airline's risk profile vs peers. In terms of valuation, we must look to 2024 to see attractive multiples with EV/EBITDA of 3x.
Air France-KLM	€ 3.8	Underperform	The issue facing Air France-KLM is more one of leverage than liquidity (enough to hold out until the end of FY22 in a worst case scenario). In view of the company's cash generation potential, the level of debt is likely to quickly become untenable and could prevent it from seizing certain opportunities (external growth, fleet expansion, etc.). The risk of dilution from balance sheet repair is still important. The long-haul network resumption will only be gradual and will certainly require acceleration in savings measures
Lufthansa	€ 8.8	Underperform	The group's liquidity is comfortable enough to weather the crisis but the ambitious target of reimbursing the stabilisation package by 2023 will require a swift turnaround in asset values and a marked improvement in traffic to secure easy access to the markets. The risk of dilution from balance sheet repair is still important. Our rating is motivated by the difficulty of rebuilding the network of an airline using a hub strategy and the deterioration in the mix (around 30% of pre-crisis sales stemmed from corporate clients).

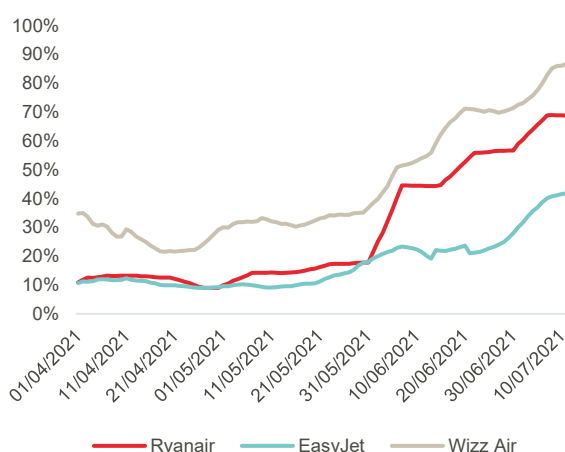


Plus de prudence sur les capacités notamment pour les valeurs exposées au RU

Si les données récentes d'Eurocontrol montrent une accélération du nombre de vols opérés par notre couverture à partir de mi-mai, nous constatons une **grande disparité des stratégies capacitaires des compagnies**. Sur le segment low-cost, easyJet et Eurowings affichent la plus grande prudence (42% et 38% de capacités restaurés – moyenne 7 jours en date du 11/07), alors que Wizzair et Ryanair restent les plus agressives en termes de capacités avec l'équivalent de 87% et 69% des capacités pré-crise restaurées à la même date.

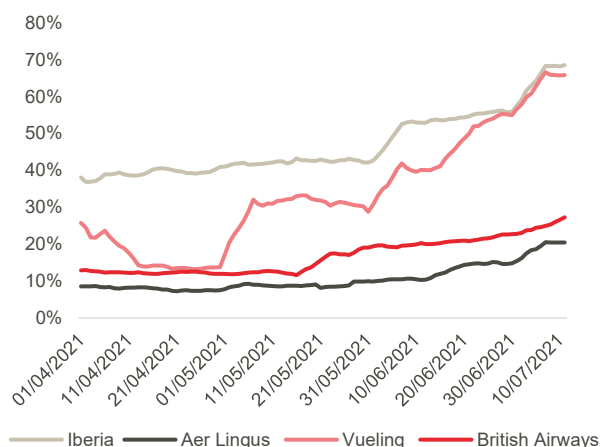
Les compagnies majors ou celles exposées au trafic international continuent leurs efforts de reconstruction de réseau. D'un côté, **British Airways et Aer Lingus restent pénalisées par les restrictions au départ du RU et de l'Irlande** mais l'assouplissement des règles au départ du RU attendu à partir du 19 juillet permettra une amélioration des capacités et de l'autre, i/ **Air France et KLM** (y compris Transavia) **remettent plus rapidement des capacités** (66% et 70% par rapport au niveau 2019 respectivement en date du 11/07) ce qui crédibilise l'objectif d'atteindre le seuil de 70% cet été et ii/ pour Lufthansa, Swiss et Austrian, le T3 sera le véritable point d'inflexion avec une accélération du retour de l'offre (depuis début juillet, les compagnies ont fortement accru leur offre avec des vols revenant à près de 50% du niveau de 2019 pour Lufthansa, 50% pour Swiss ou encore 51% pour Austrian).

Evolution du nombre de vols en Europe (moyenne 7 jours) depuis début avril des compagnies low-costs...

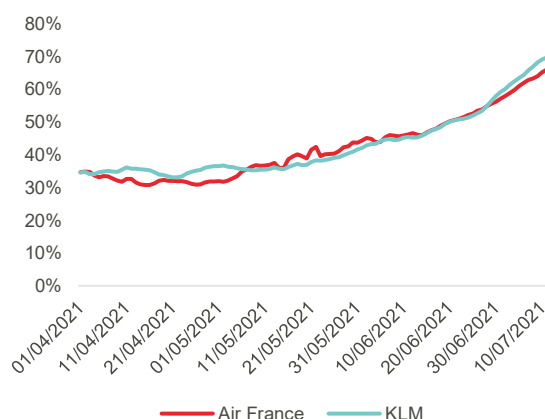


Graphiques n°10 - Sources : ODDO BHF Securities, Eurocontrol

...et des majors européennes notamment : IAG

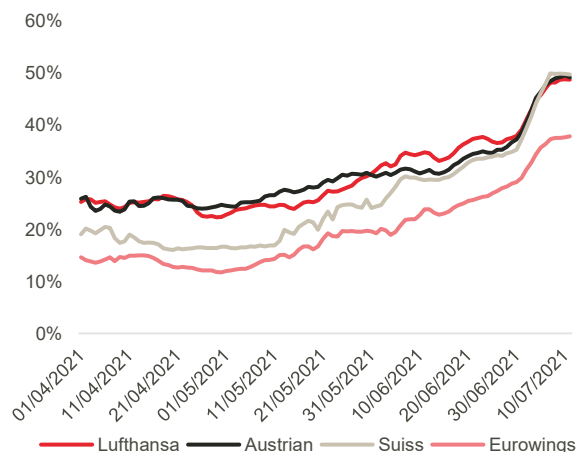


...Air France-KLM...



Graphiques n°11 - Sources : ODDO BHF Securities, Eurocontrol

...et Lufthansa





Sur le T3 2021, nous adoptons **une vision plus conservatrice en termes de capacités** sur les compagnies fortement exposées au RU notamment **easyJet et IAG**. Nous pensons que la probabilité d'un retour des restrictions ciblées en Europe (dans une tentative de freiner la propagation du variant Delta) est importante. Toutefois, nous **restons confiants quant à une accélération** de la croissance **de l'offre dès le T4 2021 au départ du RU**, une fois le rattrapage en termes de vaccination des pays de UE acté et les liaisons transatlantiques rétablies.

Ryanair tirera son épingle du jeu grâce à son large réseau et son aptitude à réallouer rapidement ses capacités vers des marchés plus dynamiques à l'image de l'Allemagne et de l'Italie. **Wizz Air conservera un niveau de capacités élevé** mais sera **pénalisé par la moindre contribution du RU** (l'Europe de l'Est affiche en moyenne un retard en termes de vaccination ce qui risque de compliquer l'ouverture sans restriction de certaines routes) et **la dilution attendue des nouvelles routes**.

Nous pensons par ailleurs que cette incertitude sur le retour des restrictions ciblées nécessitera **un effort supplémentaire sur la planification de réseau pour l'ensemble des groupes de notre couverture** et impactera inévitablement **les courbes des réservations** ce qui **limitera l'upside en termes de pricing**.

Evolution estimée des capacités au sein de notre couverture

Air France-KLM					Lufthansa					IAG				
ASK (m)	Q1 2021	Q2 2021	Q3 2021	Q4 2021	ASK (m)	Q1 2021	Q2 2021	Q3 2021	Q4 2021	ASK (m)	Q1 2021	Q2 2021	Q3 2021	Q4 2021
Network Airlines					Network Airlines					British Airways				
% FY 2019 passenger	48%	50%	52%	54%	% FY 2019 passenger	22%	30%	52%	65%	% FY 2019 passenger	15%	16%	45%	70%
% FY 2019 cargo	78%	83%	83%	88%	% FY 2019 cargo	66%	48%	81%	109%	% FY 2019 cargo	62%	61%	80%	98%
Transavia					Eurowings					Iberia, Vueling and Aer Lingus				
% FY 2019 passenger	17%	49%	77%	128%	% FY 2019 passenger	10%	33%	60%	63%	% FY 2019 passenger	26%	32%	60%	70%
ASK (m)	FY 2020	FY 2021 e	FY 2022 e	FY 2023 e	ASK (m)	FY 2020	FY 2021 e	FY 2022 e	FY 2023 e	ASK (m)	FY 2020	FY 2021 e	FY 2022 e	FY 2023 e
Network Airlines					Network Airlines					British Airways				
% FY 2019 passenger	46%	51%	72%	87%	% FY 2019 passenger	31%	43%	56%	65%	% FY 2019 passenger	34%	36%	75%	85%
% FY 2019 cargo	69%	83%	96%	98%	% FY 2019 cargo	61%	76%	84%	86%	% FY 2019 cargo	44%	75%	94%	103%
Transavia					Eurowings					Iberia, Vueling and Aer Lingus				
% FY 2019 passenger	41%	69%	100%	115%	% FY 2019 passenger	32%	43%	100%	170%	% FY 2019 passenger	33%	48%	86%	96%
easyJet (FY to end September)					Ryanair (FY to end march)					WizzAir (FY to end march)				
Seats (m)	Q1 2021	Q2 2021	Q3 2021	Q4 2021	Seats (m)	Q1 2021	Q2 2021	Q3 2021	Q4 2021	ASK (m)	Q1 2021	Q2 2021	Q3 2021	Q4 2021
% FY 2019	18%	9%	15%	50%	% FY 2019	26%	75%	80%	90%	% FY 2019	41%	85%	85%	90%
Seats (m)	FY 2020	FY 2021 e	FY 2022 e	FY 2023 e	ASK (m)	FY 2020	FY 2021 e	FY 2022 e	FY 2023 e	ASK (m)	FY 2020	FY 2021 e	FY 2022 e	FY 2023 e
% FY 2019	52%	24%	80%	100%	% FY 2019	25%	65%	105%	120%	% FY 2019	37%	75%	115%	150%

Tableau n°12 - Source : ODDO BHF Securities

Pression supplémentaire sur la structure de coûts

Pour l'ensemble des sociétés de notre couverture, la crise a été l'occasion de se recentrer sur la base de coûts et dégager des économies significatives afin de ralentir la consommation de trésorerie. Au-delà des mesures conjoncturelles (chômage partiel, réduction de salaires, frais de marketing...) qui disparaîtront une fois le trafic quasi normalisé, certaines compagnies ont été en mesures de dégager des économies plus structurelles à l'image d'easyJet et British Airways avec l'introduction de contrats variables avec le personnel et Air France-KLM et Lufthansa avec un effort important de simplification de flotte.



Cependant, le **retour de l'inflation** notamment sur certains postes comme **les redevances aéroportuaires** (Fraport avait clairement mentionné une hausse des redevances aéroportuaires de 4-5% à partir de 2022, pour Aéroports de Paris, ça sera probablement autour de 2.5% en ligne avec 2021 et AENA divulguera son nouveau contrat de régulation en septembre), **les charges de navigation et la facture carburant** (depuis le début de l'année, le Brent affiche une progression de 45% et le prix du CO2 a plus que doublé depuis son niveau de 25 € début 2020), risque **d'annuler une grande partie des économies déjà sécurisées**. EasyJet, lors de la publication de son S1 fin mai, mentionnait 500 M€ d'économies de coûts sur l'exercice à fin septembre 2021 (personnel, contrats long terme avec les aéroports et l'assistance en escale, ingénierie et maintenance) dont **la moitié sont soutenables sur les prochains exercices**. Toutefois, l'inflation attendue des charges de navigation, coûts de détention de la flotte, charges financières et la taxation en Suisse compenseront une partie des effets positifs de ces économies de coûts.

Nous pensons, par conséquent, que le **décalage dans la reprise des capacités au RU** peut être un **catalyseur pour IAG et easyJet pour engager davantage de restructuration** notamment sur la **flotte et le réseau** (décalage dans le retour à l'aéroport Gatwick pour British Airways ?) avec des répercussions potentiellement **positives sur le pricing à moyen terme**.

Détail des mesures d'économies de coûts

	Cost cutting measures	2022 estimated structural gross savings	In % of 2019 sales
Air France-KLM	<ul style="list-style-type: none"> - Labor cost reductions (FTE down 17%, short time working mechanisms, reduction performance bonus, flight variable pay, outsourcing...) - Fleet renewal and simplification (phasing-out A380, A340, B737-700, CRJ vs. introducing A350, A220) - French domestic network restructuring - External expenses savings (suppliers and procurement) 	€ 1,300m	4.8%e
Lufthansa	<ul style="list-style-type: none"> - Labor cost reductions (short-time work, reduction of overtime hours, unpaid leave, early retirement, long-term crisis packages...) - Fleet renewal and simplification (retirement of 100 planes o/w A380, A340-600...) - Renegotiation of suppliers contracts - Marketing freeze - Shift of aircraft maintenance 	€ 1,300m	3.6%e
IAG	<ul style="list-style-type: none"> - Halving capital spending for the next three years - Reducing fleet and deferring new aircraft (Defer. deliveries of 68 aircraft due 2020-2022) - Employee cost reduction: Wage support schemes in UK, Spain and Ireland, productivity deals negotiation - Non-essential discretionary spending remains suspended (e.g. IT excluding cybersecurity, recruitment, training, marketing, T&E, etc.) - More flexible supplier contractual terms (e.g. power-by-the-hour) 	€ 420m	1.6%e
Ryanair	<ul style="list-style-type: none"> - Staff/efficiency: Pilot, cabin crew, engineers pay deals agreed. Pay cuts of 5% to 20% (restored over 4/5 years). Lauda completely restructured – new pay, rosters, productivity - Airport & Handling: growth deals as aircraft deliveries drives volume discussion. - Sales & Marketing: labs lowers marketing spend 	Not significant	-
easyJet	<ul style="list-style-type: none"> - Reduce labour costs: furlough arrangements, headcount cut by up to 30%. - Deferring non-essential maintenance costs and initiating the restructuring program - Ground handling: continue to negotiate volume and growth-based deals at key airports - Maintenance: bringing line maintenance in-house and continue to extend the lowest cost engineering contracts. - Capital expenditures: halved compared to prior expectations (aircraft deliveries deferred) 	£ 250m	3.9%e
Wizz Air	<ul style="list-style-type: none"> - Crew cost reduction & lower headcount - Airport deals (re-)negotiated - Supplier negotiations 	Not significant	-

Tableau n°13 - Sources : Sociétés, ODDO BHF Securities



Des liquidités suffisantes mais le besoin de recapitaliser devient plus pressant

Sur la base d'une reprise progressive des volumes cet été (en dépit des perturbations causées par le variant Delta), la liquidité n'est pas, à nos yeux, une problématique pour les valeurs de notre couverture qui ont toutes bénéficié de soutiens étatiques (à des degrés toutefois assez variés) et bancaires et de l'appétit retrouvé pour le risque des investisseurs (augmentations de capital, obligations vanilles, obligations convertibles). Par ailleurs, les financements aéronautiques restent en majorité accessibles avec notamment de nombreuses opérations de sales & lease back mais aussi des Japanese Operating Lease with Call Option (JOLCO) avec des conditions très attractives.

Le remboursement des billets restera un élément pénalisant sur le T2 et T3 2021, en particulier pour Lufthansa et Air France-KLM. La reprise des réservations, que nous commençons d'apercevoir, devrait permettre d'aboutir à une entrée de cash nette sur le S2 2021.

Nous estimons que les groupes de notre couverture termineront l'exercice 2021 avec des **niveaux de liquidité représentant entre 20% et 47% du CA 2019** contre un montant normatif que nous estimons satisfaisant à 15% du CA.

La réduction de l'endettement devient une nécessité et les incertitudes sur le variant Delta pourraient accélérer le timing. Selon nous, Air France-KLM, Lufthansa voire easyJet n'ont pas aujourd'hui un bilan compatible avec leur capacité de génération de cash ce qui les placent en priorité pour réduire leur endettement. Toutefois, le risque de dilution pour les actionnaires est théoriquement plus élevé pour Air France-KLM et Lufthansa.

Niveau de liquidités et d'endettement pour notre couverture



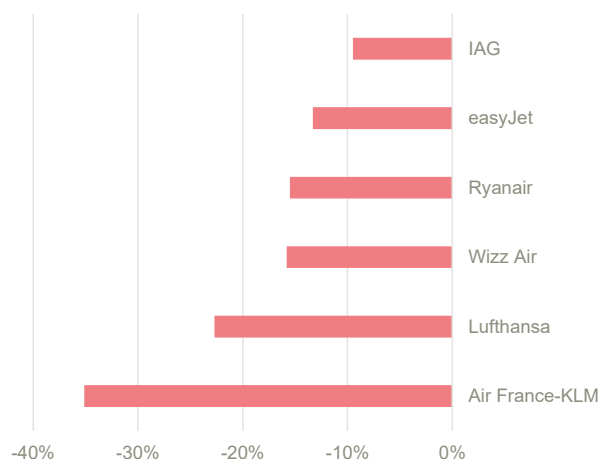
Graphique 14 - Source : ODDO BHF Securities

Des valorisations toujours généreuses

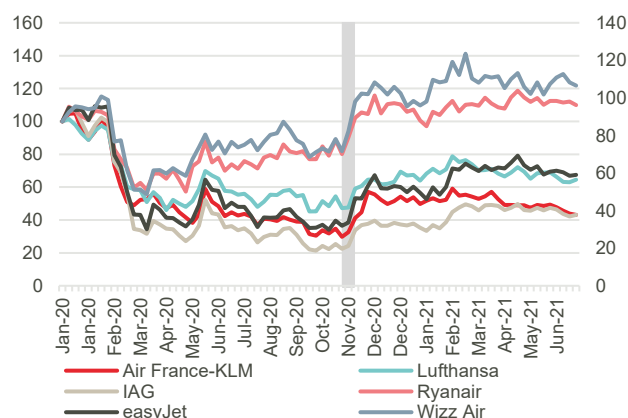
En dépit de la bonne performance des sociétés exposées au RU depuis le début de l'année (en ligne avec les progrès réalisés en termes de vaccinations en partie annulé par le newsflow sur la progression du variant Delta), la plupart des titres sous-performent le Stoxx 600 avec Air France-KLM et Lufthansa à -35% et -23% (anticipation par le marché d'une opération sur le capital) et les autres titres entre -10% et -16%.



Performance relative Stoxx 600



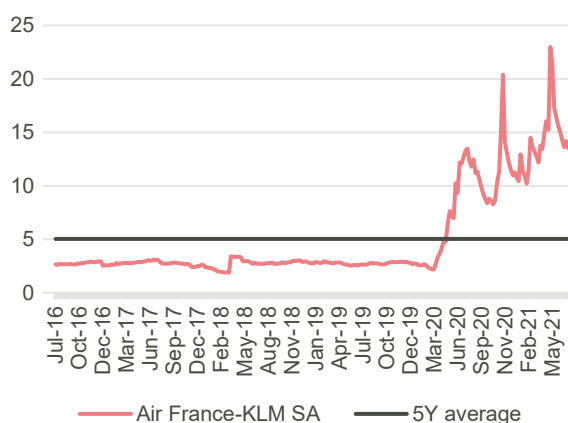
Performance de notre couverture (base 100 au 01/01/2020)



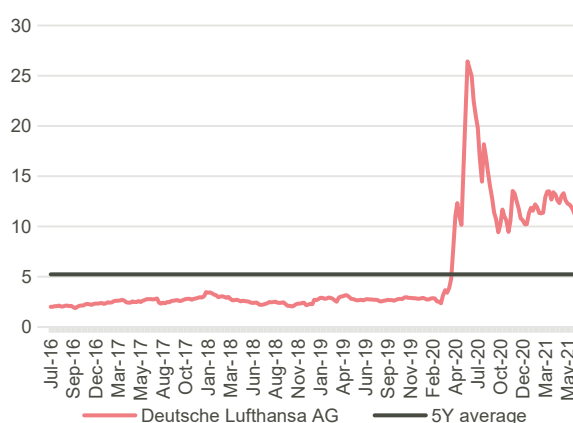
Graphique 15 - Sources : FactSet, ODDO BHF Securities (la barre grise marquant l'annonce de Pfizer)

A ces niveaux, les valorisations restent tendues pour l'intégralité des valeurs de notre couverture. Le titre Air France-KLM se traite par exemple avec une prime de près de 169% par rapport à sa moyenne 5 ans en termes de VE/EBITDA 12 mois glissants alors qu'à l'autre bout du spectre, la valeur la moins chère, Wizz Air, se traite avec une prime de 32%.

Air France-KLM VE/EBITDA 12m glissant (x)



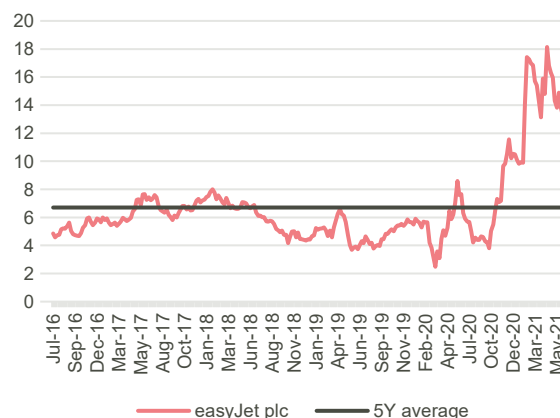
Lufthansa VE/EBITDA 12m glissant (x)



IAG VE/EBITDA 12m glissant (x)

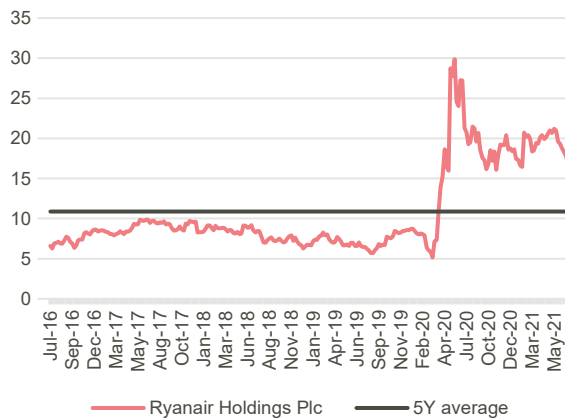


easyJet VE/EBITDA 12m glissant (x)

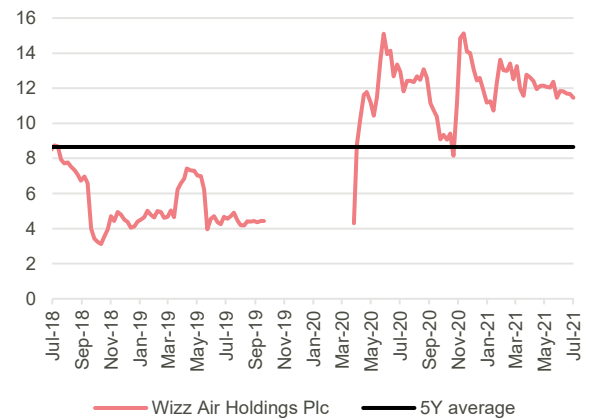




Ryanair VE/EBITDA 12m glissant (x)



Wizz Air VE/EBITDA 12m glissant (x)



Graphiques 16 - Sources : FactSet, ODDO BHF Securities



Air France-KLM

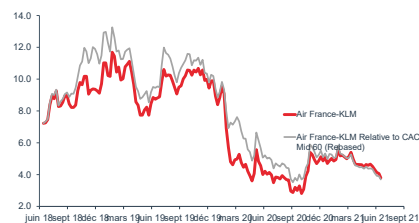
Sous-performance → | Objectif 3.80 €

Cours (15/07/2021) : 3.80 € | Potentiel : 0 %

Révision	2021e	2022e
BPA	ns	ns

Une bonne surprise sur le cash avant le renforcement des fonds propres ?

Vendredi 16 Juillet 2021



Données produit

AF FP AIRF.PA			
Capitalisation boursière (M€)	2 441		
VE (M€)	17 811		
Extrêmes 12 mois (€)	2.78	-	5.63
Flottant (%)	52.6		
Performance (%)	1m	3m	12m
Performance absolue	-16.5	-22.0	-13.0
Perf. rel. Indice Pays	-16.0	-25.0	-28.7
Perf. rel. CAC Mid 60	-13.8	-22.7	-30.9

Comptes	12/21e	12/22e	12/23e
CA (M€)	13 466	20 160	23 799
EBITDA (M€)	-256.6	2 463	3 324
EBIT courant (M€)	-2 915.1	-339.0	463
RNpg (M€)	-2 688	-747	-63
BPA (€)	-5.06	-1.19	-0.12
DNA (€)	0.00	0.00	0.30

P/E (x)	ns	ns	ns
P/B (x)	ns	ns	ns
Rendement (%)	0.0	0.0	7.9
FCF yield (%)	ns	ns	ns
VE/CA (x)	1.3	1.0	0.8
VE/EBITDA (x)	ns	8.0	6.0
VE/EBIT courant (x)	ns	ns	43.0
Gearing (%)	ns	ns	ns
Dettes nette/EBITDA (x)	ns	6.2	4.6

Next Events

30/07/2021	Q2 Results
29/10/2021	Q3 Results

Une bonne surprise au niveau de la consommation de cash ?

Pour le T2 2021 qui sera publié le 30 juillet, nous anticipons des résultats assez similaires à ceux du T1 2021. La perte d'EBITDA devrait s'établir à 524 M€ (vs -779 M€ au T2 2020 et -627 M€ au T1 2021) pour un CA de 2.9 Md€ sur la base de capacités équivalentes à 50% du niveau de 2019 grâce au réveil de Transavia. Ces dernières semaines, Air France-KLM a poursuivi la remise en service de son programme pour atteindre un nombre de vols équivalent à 66% du niveau de 2019 pour Air France et 69% pour KLM, ce qui **crédibilise largement le commentaire du groupe qui se disait prêt à monter jusqu'à 70% cet été**. Etant donné que la société pensait pouvoir revenir dans le vert en termes d'EBITDA au T3 avec une capacité de l'ordre de 55 à 65% le niveau de 2019, le **consensus FactSet 2021 ne nous semble pas à risque**.

La bonne surprise de la publication pourrait venir du cash et tout particulièrement du BFR. Dans ces dernières déclarations, la société anticipait une consommation de cash proche de celle du T1 (450 M€/mois en termes de cash opérationnel) mais **la vigueur du rattrapage des réservations** (avec des volumes certainement supérieurs à ceux de Lufthansa ou IAG compte tenu de l'écart de capacité offerte) **peut certainement compenser une partie de la perte d'EBITDA et du remboursement des vouchers**. A ce stade, nous modélisons un FCF ajusté de -512 M€ après -1 344 M€ au T1.

Prochaine étape, renforcement des fonds propres

La **liquidité n'est plus une problématique** après l'augmentation de capital de 1 Md€ et la récente obligation de 0.8 Md€ mais le niveau de fin d'exercice est fortement dépendant de la stratégie de financement de flotte. Ainsi dans l'hypothèse - conforme aux commentaires de la société - où l'intégralité des investissements liés à la flotte sont financés, la liquidité s'élèverait à **8.57 Md€ à fin décembre 2021** (contre 9.82 Md€ à fin 2020) dont 32% ne sont pas encore tirés. Seule une maturité de 350 M€ arrive à échéance en 2022 et le groupe travaille sur le reprofilage du prêt garanti de 4 Md€ à échéance mai 2023 (amorcé avec la récente émission obligataire). **La problématique est bien évidemment celle du niveau d'endettement** avec un ratio dette ajustée/EBITDA de 6.2x en 2022 tombant à 4.6x en 2023 et 3.9x en 2024 en retraçant la dette hybride intégralement en dette. La marge de manœuvre en termes de capex étant réduite par le poids critique de cette catégorie d'économies dans l'objectif de recul des coûts unitaires. La date butoir pour l'annonce de nouvelles mesures visant à renforcer les fonds propres a été fixée à l'AG 2022 mais une saison estivale bien lancée pourrait accélérer le mouvement.

Sous-performance et OC de 3.8 € réitérés

Avec notre scénario de reprise et le risque d'une augmentation de capital fortement dilutive, la valorisation actuelle reste difficilement justifiable. Notre OC de 3.8 € est toujours basé sur une valorisation normative où nous retenons une marge EBITDA de 16% sur notre CA 2024e et appliquons ensuite un multiple VE/EBITDA de 5x (multiples plus élevés en phase de reprise contre une moyenne historique 5 ans de 4x en 12 mois glissants), le tout étant actualisé au début de 2022.

Yan Derocles (Analyste)
+33 (0)1 44 51 88 57
yan.derocles@oddo-bhf.com

Olfa Taamallah (Analyste)
+33 (0)1 44 94 56 34
olfa.taamallah@oddo-bhf.com



AIRF.PA | AF FP

Transport Aérien | France

Sous-performance

Cours actuel 3.80EUR

	Upside		0.05%		OC 3.80EUR			
	12/16	12/17	12/18	12/19	12/20	12/21e	12/22e	12/23e
DONNEES PAR ACTION (€)								
BPA corrigé	2.13	3.36	1.00	0.90	-13.09	-5.06	-1.19	-0.12
BPA publié	2.67	0.45	0.98	0.68	-16.56	-5.03	-1.16	-0.10
Croissance du BPA corrigé	ns	58.2%	-70.2%	-9.9%	ns	ns	ns	ns
BPA consensus								
Dividende par action	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.30
FCF to equity par action	1.28	4.59	2.52	1.46	-13.67	-7.13	-3.22	-0.17
Book value par action	4.34	6.65	4.18	5.34	-12.70	-13.25	-12.20	-12.29
Nombre d'actions ordinaires fin de période (M)	300.22	428.63	428.63	428.63	428.63	642.63	642.63	642.63
Nombre d'actions moyen dilué (M)	353.62	364.43	428.63	428.63	428.63	535.63	642.63	642.63
VALORISATION (M€)	12/16	12/17	12/18	12/19	12/20	12/21e	12/22e	12/23e
Cours le plus haut (€)	8.6	14.1	14.3	12.7	10.3	5.6		
Cours le plus bas (€)	4.7	4.8	6.8	7.6	2.8	3.8		
(*) Cours de référence (€)	6.4	10.2	9.0	9.8	5.0	3.8	3.8	3.8
Capitalisation	1 911	4 371	3 868	4 203	2 146	2 441	2 441	2 441
Endettement net retraité	3 655	6 359	6 164	6 147	11 049	13 321	15 179	15 415
Intérêts minoritaires réévalués	12.0	12.0	12.0	15.0	9.0	14.0	20.0	26.0
Immobilisations financières réévaluées	532	675	784	291	243	243	243	243
Provisions (y compris réserve)	8 740	2 399	2 259	2 671	2 279	2 279	2 279	2 279
VE	13 787	12 467	11 519	12 746	15 240	17 811	19 675	19 918
P/E (x)	3.0	3.0	9.0	10.9	ns	ns	ns	ns
P/CF (x)	0.9	1.0	1.1	1.1	ns	ns	2.3	0.9
Rendement	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	7.9%
FCF yield	20.2%	45.0%	27.9%	14.9%	ns	ns	ns	ns
PBV incl. GW (x)	1.47	1.53	2.16	1.84	ns	ns	ns	ns
PBV excl. GW (x)	1.77	1.68	2.46	2.03	ns	ns	ns	ns
VE/CA (x)	0.55	0.48	0.44	0.47	1.37	1.32	0.98	0.84
VE/EBITDA (x)	5.1	2.6	2.7	3.1	ns	ns	8.0	6.0
VE/EBIT courant (x)	13.1	6.5	8.2	11.2	ns	ns	ns	43.0
(*) cours moyen jusqu'à n-1 cours actuel à partir de n								
COMPTE DE RESULTAT (M€)	12/16	12/17	12/18	12/19	12/20	12/21e	12/22e	12/23e
CA	24 844	25 864	26 224	27 188	11 088	13 466	20 160	23 799
EBITDA ajusté	2 714	4 763	4 293	4 128	-1 689.0	-256.6	2 462.5	3 323.7
Dotations aux amortissements	-1 665.0	-2 840.0	-2 888.0	-2 987.0	-2 859.0	-2 658.5	-2 801.5	-2 860.7
EBIT courant	1 049	1 923	1 405	1 141	-4 548.0	-2 915.1	-339.0	463
EBIT publié	1 116	16.0	1 393	1 010	-6 000.0	-2 895.1	-319.0	483
Résultat financier	-293.0	113	-762.0	-664.0	-928.0	-708.0	-667.0	-558.0
Impôt sur les sociétés	-294.0	21.0	-224.0	-76.0	-97.0	955	255	18.8
Mise en équivalence	-7.0	21.0	15.0	23.0	-58.0	-35.0	-9.6	-0.7
Activités cédées ou en cours	270	-8.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Intérêts minoritaires	0.0	0.0	-2.0	-3.0	5.0	-5.0	-6.0	-6.0
RNpg publié	792	163	420	290	-7 078.0	-2 688.3	-746.9	-63.0
RNCpg ajusté	743	1 217	428	386	-5 597.0	-2 703.0	-761.7	-78.0
BILAN (M€)	12/16	12/17	12/18	12/19	12/20	12/21e	12/22e	12/23e
Survaleurs	218	216	217	217	215	215	215	215
Autres actifs incorporels	1 066	1 122	1 194	1 305	1 230	1 230	1 230	1 230
Immobilisations corporelles	10 599	16 778	17 475	18 087	17 257	16 507	16 596	17 095
BFR	-6 129.0	-7 105.0	-7 630.0	-7 610.0	-6 304.0	-5 737.5	-5 397.3	-5 914.1
Immobilisations financières	3 915	3 628	3 429	3 528	2 188	2 996	3 686	3 886
Capitaux propres pg	1 284	2 408	1 786	2 284	-5 427.0	-7 078.5	-7 823.4	-7 884.4
Capitaux propres minoritaires	12.0	12.0	12.0	15.0	9.0	14.0	20.0	26.0
Capitaux propres	1 296	2 420	1 798	2 299	-5 418.0	-7 064.5	-7 803.4	-7 858.4
Provisions	4 718	5 860	6 723	7 081	8 955	8 955	8 955	8 955
Endettement net	3 655	6 359	6 164	6 147	11 049	13 321	15 179	15 415
TABLEAU DE FLUX (M€)	12/16	12/17	12/18	12/19	12/20	12/21e	12/22e	12/23e
EBITDA	2 714.0	4 763.0	4 293.0	4 128.0	-1 689.0	-256.6	2 462.5	3 323.7
Var. BFR	57.0	291.0	246.0	135.0	165.0	-566.5	-340.2	516.8
Frais financiers & taxes	-587.0	134.0	-986.0	-740.0	-1 025.0	246.8	-412.3	-539.2
Autres flux opérationnels	55.0	-1 089.0	235.0	372.0	-1 292.0	-1 426.5	-984.7	-148.6
Operating Cash flow	2 239.0	4 099.0	3 788.0	3 895.0	-3 841.0	-2 002.7	725.3	3 152.7
Capex	-1 859.0	-2 438.0	-2 711.0	-3 272.0	-2 000.3	-1 809.0	-2 790.0	-3 260.0
Free cash-flow	380.0	1 661.0	1 077.0	623.0	-5 841.3	-3 811.7	-2 064.7	-107.3
Acquisitions / Cessions	346.0	-1.0	-3.0	13.0	356.0	-343.0	0.0	0.0
Dividendes	-38.0	-38.0	-38.0	-26.0	-4.0	-4.0	-4.0	-4.0
Var. Capitaux propres	0.0	747.0	0.0	0.0	3 000.0	1 035.8	0.0	0.0
Autres	37.0	-1 067.0	-1 289.0	-882.0	-400.0	-200.0	-200.0	-200.0
Var. trésorerie nette	652.0	-2 704.0	195.0	17.0	-4 902.0	-2 271.5	-1 858.0	-236.7
CROISSANCE MARGES RENTABILITE	12/16	12/17	12/18	12/19	12/20	12/21e	12/22e	12/23e
Croissance du CA publiée	-3.3%	4.1%	1.4%	3.7%	-59.2%	21.4%	49.7%	18.0%
Croissance du CA organique	-3.3%	4.1%	-	-	-	-	-	-
Croissance de l'EBIT courant	34.5%	83.3%	-26.9%	-18.8%	ns	ns	ns	ns
Croissance du BPA corrigé	ns	58.2%	-70.2%	-9.9%	ns	ns	ns	ns
Marge nette ajustée	3.0%	4.7%	1.6%	1.4%	-50.5%	-20.1%	-3.8%	-0.3%
Marge d'EBITDA	10.9%	18.4%	16.4%	15.2%	-15.2%	-1.9%	12.2%	14.0%
Marge d'EBIT courant	4.2%	7.4%	5.4%	4.2%	-41.0%	-21.6%	-1.7%	1.9%
Capex / CA	-7.5%	-9.4%	-10.3%	-12.0%	-18.0%	-13.4%	-13.8%	-13.7%
BFR / CA	-24.7%	-27.5%	-29.1%	-28.0%	-56.9%	-42.6%	-26.8%	-24.8%
Taux d'IS apparent	35.7%	-16.3%	35.5%	22.0%	-1.4%	26.5%	25.8%	25.0%
Taux d'IS normatif	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%
Rotation de l'actif (CA / Actif Economique) (x)	5.0	3.1	2.4	2.3	0.9	1.1	1.6	1.9
ROCE post-tax (taux d'IS normatif)	15.8%	17.2%	9.5%	7.4%	-28.0%	-17.8%	-2.0%	2.7%
ROCE post-tax hors GW (taux d'IS normatif)	16.5%	17.7%	9.7%	7.5%	-28.5%	-18.1%	-2.1%	2.8%
ROE	98.5%	65.9%	20.4%	18.9%	ns	43.2%	10.2%	1.0%
RATIOS D'ENDETTEMENT	12/16	12/17	12/18	12/19	12/20	12/21e	12/22e	12/23e
Gearing	282%	263%	343%	267%	ns	ns	ns	ns
Dette nette / Capitalisation (x)	1.91	1.45	1.59	1.46	5.15	5.46	6.22	6.32
Dette nette / EBITDA (x)	1.35	1.34	1.44	1.49	ns	ns	6.16	4.64
EBITDA / frais financiers nets (x)	10.4	8.9	10.1	10.5	-3.5	-0.4	3.7	6.0

Sources: ODDO BHF Securities, SIX



EasyJet

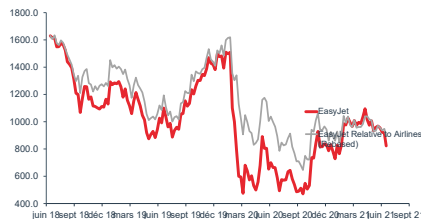
Surperformance → | Objectif 1200p vs 1250p ↘

Cours (15/07/2021) : 822.60p | Potentiel : 46 %

Révision	2021e	2022e
BPA	ns	-9.6%

Prudence sur les capacités sur le T4 mais confiance au-delà

Vendredi 16 Juillet 2021



Données produit

EZJ LN EZJ.L		
Capitalisation boursière (M£)		3 266
VE (M£)		5 440
Extrêmes 12 mois (p)	470.7	- 1 095
Flottant (%)		56.1

Performance (%)	1m	3m	12m
Performance absolue	-11.8	-16.9	18.9
Perf. rel. Indice Pays	-11.3	-20.1	-2.5
Perf. rel. Airlines	-4.8	-8.3	-13.7

Comptes	09/21e	09/22e	09/23e
CA (M£)	1 442	5 111	6 709
EBITDA (M£)	-610.0	869	1 217
EBIT courant (M£)	-1 017.2	448	736
RNpg (M£)	-870	278	517
BPA (p)	-200.04	59.97	111.61
DNA (p)	0.00	29.89	55.64

P/E (x)	ns	13.7	7.4
P/B (x)	3.7	2.9	2.2
Rendement (%)	0.0	3.6	6.8
FCF yield (%)	ns	1.3	14.8
VE/CA (x)	3.8	1.0	0.7
VE/EBITDA (x)	ns	6.0	3.7
VE/EBIT courant (x)	ns	11.6	6.1
Gearing (%)	179	122	52
Dette nette/EBITDA (x)	ns	1.8	0.7

Next Events

23/11/2021 Earnings Release

Plus de prudence sur le court terme...

easyJet publiera le 20/07 un trading update pour son T3 (avril-juin 2021). Nous n'attendons pas de grosses surprises sur le trimestre écoulé et tablons sur un CA de 240 M£ (intégrant des capacités à 15% du niveau pré-crise et une hausse de la recette unitaire hors changes de 10%) avec une consommation cash autour de 584 M£ (470 M£ au T2). Cependant, nous anticipons plus de prudence dans le discours du management notamment concernant la guidance sur les capacités au T4, en rupture avec les commentaires de Ryanair et de WizzAir. Les premiers indicateurs sur la saison estivale dont nous disposons sont plutôt positifs avec i/ les données d'Eurocontrol montrant une **progression rapide du nombre de vols** depuis début juillet (42% des vols 2019 restaurés en date du 11/07 contre une moyenne de 23% au mois de juin) et ii/ les récentes annonces du gouvernement britannique ayant initié **une dynamique positive sur les réservations au départ du RU** (dans les heures qui ont suivi l'annonce concernant la levée d'obligation de quarantaine pour les britanniques totalement vaccinés au retour des zones orange, la compagnie a enregistré une hausse des réservations de 400% pour les vols et de 440% pour les forfaits vacances par rapport à la semaine précédente) à laquelle easyJet avait répondu en offrant 145 000 sièges supplémentaires entre le RU et l'Espagne, la Grèce, le Portugal, la France, l'Italie, la Croatie et Chypre. Néanmoins, la rapide propagation au RU du variant Delta et le décalage en termes de couverture vaccinale, pourraient amener plusieurs pays de **l'Union Européenne à appliquer des restrictions ciblées** notamment aux voyageurs **britanniques** dans une tentative de **limiter la propagation du virus**.

EasyJet étant fortement exposée au **RU avec l'équivalent de 50% des capacités**, le retour de restrictions aura forcément un impact sur les réservations et limiterait le potentiel à la hausse de l'offre sur le cœur de la saison estivale. Nous tablons désormais sur 50% de capacités pré-crise restaurées sur le T4 (contre une précédente estimation de 80%) dont 40% sur juillet, 50% sur août et 60% sur septembre. Nous conservons néanmoins notre optimisme sur le pricing avec une recette unitaire hors changes en progression de 30% compte tenu d'une moindre pression compétitive notamment au départ de Gatwick. Après mises à jour de nos hypothèses carburant, notre estimation de perte avant impôt sur l'exercice à fin septembre passe à -1 042 M£ contre -810 M£ précédemment.

...mais notre vision reste positive sur le moyen terme

Au-delà du T4, nous restons confiants dans la trajectoire de croissance des capacités chez easyJet. En effet, nous estimons que le rattrapage en termes de vaccination (efficace contre les formes graves) attendu sur les prochaines semaines au sein de l'UE permettra une réouverture sans restriction des liaisons RU-Europe. A ce moment-là, nous pensons qu'easyJet retrouvera un pricing power plus élevé particulièrement à Gatwick grâce à une pression concurrentielle moindre (BA ayant transféré l'essentiel de ses capacités à Heathrow et pourrait décaler son retour) et une meilleure optimisation des slots. Sur l'exercice à fin septembre 2022, nous anticipons un début de normalisation des capacités (80% des niveaux pré-crise) et un résultat avant impôt de 347 M£ (204 M£ pour le consensus).

Surperformance réitérée – OC ajusté à 1 200p

Nous réitérons notre recommandation à Surperformance mais nous ajustons notre OC de 1 250p à 1 200p dérivé d'une moyenne DCF et d'une valorisation normative à FY2023. Nous pensons qu'easyJet sera en mesure de saisir les opportunités sur ses marchés liées au retranchement des majors et nous restons confiants quant à sa capacité à rattraper son retard en matière de réduction de coûts par rapport aux pairs. Nous pensons également que le groupe dispose actuellement d'un niveau de liquidité confortable (2.9 Md£ à fin mars y compris 600 M£ non encore tiré du UKEF) dans l'attente d'une accélération des réservations. En termes de valorisation, les multiples de PE sur FY2023e restent attractifs à 7.4x (vs une moyenne historique 10 ans pré-crise de 11.8x).

Oifa Taamallah (Analyste)
+33 (0)1 44 94 56 34
oifa.taamallah@oddo-bhf.com

Yan Derocles (Analyste)
+33 (0)1 44 51 88 57
yan.derocles@oddo-bhf.com



EZJ.L | EZJ LN
Transport Aérien | Royaume-Uni

Surperformance

Cours actuel 822.60 p

Upside 45.88%

OC 1200.00 p

	09/16	09/17	09/18	09/19	09/20	09/21e	09/22e	09/23e
DONNEES PAR ACTION (p)								
BPA corrigé	110.08	76.83	123.71	87.91	-155.58	-200.04	59.97	111.61
BPA publié	110.91	77.41	90.90	89.57	-265.11	-189.99	60.62	112.83
Croissance du BPA corrigé	-20.3%	-30.2%	61.0%	-28.9%	ns	ns	ns	86.1%
BPA consensus								
Dividende par action	55.04	38.41	58.58	43.90	0.00	0.00	29.89	55.64
FCF to equity par action	14.47	75.00	48.75	10.18	-306.33	-276.43	11.00	121.97
Book value par action	683.76	711.17	827.49	759.54	466.58	224.64	285.26	367.87
Nombre d'actions ordinaires fin de période (M)	394.00	394.00	393.84	393.00	407.00	458.00	458.00	458.00
Nombre d'actions moyen dilué (M)	397.00	397.00	396.90	397.00	412.00	463.00	463.00	463.00
VALORISATION (M€)								
Cours le plus haut (£)	1 762	1 464	1 796	1 501	1 552	1 095		
Cours le plus bas (£)	874	915	1 052	852	471	714		
(*) Cours de référence (£)	1 449	1 123	1 544	1 096	945	823	823	823
Capitalisation	5 711	4 424	6 079	4 309	3 846	3 768	3 768	3 768
Endettement net retraité	-213.0	-357.0	-396.0	326	1 111	1 843	1 593	872
Intérêts minoritaires réévalués	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Immobilisations financières réévaluées	119	81.0	186	194	171	171	171	171
Provisions (y compris réserve)	767	897	1 043	435	0.0	0.0	0.0	0.0
VE	6 145	4 883	6 540	4 875	4 786	5 440	5 189	4 469
P/E (x)	13.2	14.6	12.5	12.5	ns	ns	13.7	7.4
P/CF (x)	9.3	7.1	7.4	5.6	ns	ns	5.4	3.8
Rendement	3.8%	3.4%	3.8%	4.0%	0.0%	0.0%	3.6%	6.8%
FCF yield	1.0%	6.7%	3.2%	0.9%	ns	ns	1.3%	14.8%
PBV incl. GW (x)	2.12	1.58	1.87	1.44	2.03	3.66	2.88	2.24
PBV excl. GW (x)	2.45	1.82	2.10	1.64	2.51	5.68	4.00	2.85
VE/CA (x)	1.32	0.97	1.11	0.76	1.59	3.77	1.02	0.67
VE/EBITDA (x)	9.1	8.2	8.1	5.1	ns	ns	6.0	3.7
VE/EBIT courant (x)	12.0	12.1	11.0	10.5	ns	ns	11.6	6.1
(*) cours moyen jusqu'à n-1 cours actuel à partir de n								
COMPTE DE RESULTAT (M€)								
CA	4 669	5 047	5 898	6 385	3 009	1 442	5 111	6 709
EBITDA ajusté	679	599	806	965	-274.0	-610.0	869.3	1 217.3
Dotations aux amortissements	-169.0	-195.0	-214.0	-499.0	-503.0	-407.1	-421.2	-481.7
EBIT courant	510	404	592	466	-777.0	-1 017.2	448	736
EBIT publié	510	404	459	469	-1 215.0	-961.2	448	736
Résultat financier	-3.0	-19.0	-14.0	-39.0	-58.0	-85.3	-101.0	-89.6
Impôt sur les sociétés	-70.0	-80.0	-87.0	-78.0	194	176	-69.4	-129.2
Mise en équivalence	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Activités cédées ou en cours	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Intérêts minoritaires	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
RNpg publié	437	305	358	352	-1 079.0	-870.2	278	517
RNCpg ajusté	437	305	491	349	-641.0	-926.2	278	517
BILAN (M€)								
Survaleurs	365	365	365	365	365	365	365	365
Autres actifs incorporels	152	179	181	196	232	229	216	204
Immobilisations corporelles	3 252	3 525	4 140	5 163	5 053	4 815	5 106	5 337
BFR	-944.0	-1 201.0	-1 501.0	-1 723.0	-1 644.0	-1 541.0	-1 792.5	-2 352.7
Immobilisations financières	541	299	528	467	281	281	281	281
Capitaux propres pg	2 694	2 802	3 259	2 985	1 899	1 029	1 306	1 685
Capitaux propres minoritaires	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Capitaux propres	2 694	2 802	3 259	2 985	1 899	1 029	1 306	1 685
Provisions	885	722	850	1 157	1 277	1 277	1 277	1 277
Endettement net	-213.0	-357.0	-396.0	326	1 111	1 843	1 593	872
TABLEAU DE FLUX (M€)								
EBITDA	679.0	599.0	806.0	965.0	-274.0	-610.0	869.3	1 217.3
Var. BFR	-7.0	257.0	300.0	222.0	-79.0	-103.0	251.5	560.2
Frais financiers & taxes	-118.0	-99.0	-101.0	-117.0	-46.0	91.0	-170.5	-218.8
Autres flux opérationnels	52.0	124.5	118.0	-76.0	-188.8	56.0	0.0	0.0
Operating Cash flow	606.0	881.5	1 123.0	994.0	-587.8	-566.0	950.4	1 558.6
Capex	-549.0	-586.0	-931.0	-954.0	-659.0	-700.0	-900.0	-1 000.0
Free cash-flow	57.0	295.5	192.0	40.0	-1 246.8	-1 266.0	50.4	558.6
Acquisitions / Cessions	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Dividendes	-219.0	-218.5	-162.0	-233.0	-174.2	0.0	0.0	-138.4
Var. Capitaux propres	-22.0	-10.0	-17.0	-16.0	402.0	-3.0	0.0	0.0
Autres	-47.0	-255.0	365.0	-46.0	457.0	574.0	200.0	300.0
Var. trésorerie nette	-228.0	144.0	39.0	-722.0	-785.0	-732.0	250.4	720.2
CROISSANCE MARGES RENTABILITE								
Croissance du CA publiée	-0.4%	8.1%	16.9%	8.3%	-52.9%	-52.1%	ns	31.3%
Croissance du CA organique	-0.4%	8.1%	16.9%	8.3%	-52.9%	-52.1%	ns	31.3%
Croissance de l'EBIT courant	-25.9%	-20.8%	46.5%	-21.3%	ns	ns	ns	64.2%
Croissance du BPA corrigé	-20.3%	-30.2%	61.0%	-28.9%	ns	ns	ns	86.1%
Marge nette ajustée	9.4%	6.0%	8.3%	5.5%	-21.3%	-64.2%	5.4%	7.7%
Marge d'EBITDA	14.5%	11.9%	13.7%	15.1%	-9.1%	-42.3%	17.0%	18.1%
Marge d'EBIT courant	10.9%	8.0%	10.0%	7.3%	-25.8%	-70.5%	8.8%	11.0%
Capex / CA	-11.8%	-11.6%	-15.8%	-14.9%	-21.9%	-48.5%	-17.6%	-14.9%
BFR / CA	-20.2%	-23.8%	-25.4%	-27.0%	-54.6%	ns	-35.1%	-35.1%
Taux d'IS apparent	13.8%	20.8%	19.6%	18.1%	15.2%	16.8%	20.0%	20.0%
Taux d'IS normatif	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%
Rotation de l'actif (CA / Actif Economique) (x)	1.8	1.8	1.9	1.8	0.8	0.4	1.3	1.8
ROCE post-tax (taux d'IS normatif)	15.6%	11.4%	15.6%	10.4%	-15.5%	-20.7%	9.2%	15.8%
ROCE post-tax hors GW (taux d'IS normatif)	18.1%	13.0%	17.8%	11.5%	-17.1%	-22.8%	10.2%	17.5%
ROE	17.7%	11.1%	16.2%	11.2%	-26.2%	-63.3%	23.8%	34.6%
RATIOS D'ENDETTEMENT								
Gearing	-8%	-13%	-12%	11%	59%	179%	122%	52%
Dette nette / Capitalisation (x)	-0.04	-0.08	-0.07	0.08	0.29	0.49	0.42	0.23
Dette nette / EBITDA (x)	ns	ns	ns	0.34	ns	ns	1.83	0.72
EBITDA / frais financiers nets (x)	226.3	31.5	57.6	24.7	-4.7	-7.2	8.6	13.6

Sources: ODDO BHF Securities, SIX



IAG

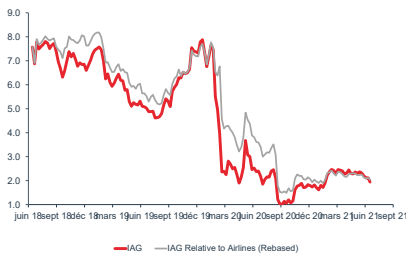
Neutre → | Objectif 2.10 € vs 2.50 € ↘

Cours (15/07/2021) : 1.94 € | Potentiel : 8 %

Révision	2021e	2022e
BPA	ns	-24.9%

En attendant l'ouverture américaine des liaisons transatlantiques

Vendredi 16 Juillet 2021



Données produit			
IAG SM IAG.MC			
Capitalisation boursière (M€)	3 941		
VE (M€)	24 731		
Extrêmes 12 mois (€)	1.00	-	2.53
Flottant (%)	51.2		
Performance (%)	1m	3m	12m
Performance absolue	-14.6	-18.7	-23.4
Perf. rel. Indice Pays	-14.1	-21.9	-37.2
Perf. rel. Airlines	-7.9	-10.4	-44.5
Comptes	12/21e	12/22e	12/23e
CA (M€)	8 962	18 668	22 417
EBITDA (M€)	-775.9	3 612	5 479
EBIT courant (M€)	-2 593.4	1 652	3 350
RNpg (M€)	-2 592	827	2 179
BPA (€)	-0.52	0.16	0.43
DNA (€)	0.00	0.00	0.00
P/E (x)	ns	11.8	4.5
P/B (x)	ns	ns	5.6
Rendement (%)	0.0	0.0	0.0
FCF yield (%)	ns	5.0	9.6
VE/CA (x)	2.8	1.3	1.0
VE/EBITDA (x)	ns	6.7	4.2
VE/EBIT courant (x)	ns	14.7	6.9
Gearing (%)	ns	ns	ns
Dette nette/EBITDA (x)	ns	3.5	2.2

Next Events	
30/07/2021	Earnings Release
29/10/2021	Earnings Release

Une trajectoire de retour de l'offre différente entre les filiales

IAG publiera son T2 2021 le 30 juillet. Nous anticipons des résultats à peu près en ligne avec ceux du T1 2021. La perte opérationnelle devrait s'établir à -1 166 M€ (vs. -1 365 M€ au T2 2020 et -1 135 M€ au T1 2021) pour un CA de 1.35 Md€ sur la base de capacités équivalentes à 25% du niveau de 2019 (vs. 50%e pour Air France-KLM et 30%e pour Lufthansa). Ces dernières semaines, IAG a poursuivi la remise en service de son programme pour atteindre un nombre de vols équivalent à 46% du niveau de 2019 sur les 10 premiers jours de juillet mais avec un **décalage important** entre les différentes compagnies aériennes i/ d'un côté, **British Airways et Aer Lingus** (respectivement 27% et 21% des vols) restent pénalisées par une **moindre ouverture du marché britannique**, une propagation du **variant Delta** et un **marché transatlantique peu dynamique** alors que ii/ de l'autre côté, **Iberia et Vueling** remettent plus **rapidement des capacités** (69% et 67% de vols pré-crise) profitant de la dynamique positive sur le segment loisir. Ce constat nous amène aujourd'hui à adopter une **vision plus prudente sur le T3** où nous modélisons des capacités équivalentes à 52% du niveau 2019 (dont 45% et 40% pour BA et Aer Lingus) contre 65% précédemment.

Le décalage de l'ouverture des liaisons transatlantiques pèsera sur la rentabilité à court terme

Si la probabilité que le Royaume-Uni intègre prochainement les Etats-Unis sur sa liste verte est forte, la réciprocité n'est pas garantie au vu de la progression du variant Delta au Royaume-Uni ce qui décale l'ouverture totale du marché transatlantique (dont dépendent assez largement BA et Aer Lingus) au moins à septembre. Lors de la publication de son T2 2021, Delta a exprimé sa frustration quant à l'intransigeance des politiques américains concernant l'ouverture des US aux européens (niveau actuel de vaccination jugé comme insuffisant) et pense que cette situation pourrait **perdurer jusqu'à l'automne**. Opérer un tel réseau dans un seul sens reste évidemment très compliqué du point de vue de la rentabilité et éloigne les perspectives de quasi-normalisation des capacités en août pour British Airways comme le suggèrent les données OAG début juillet.

Cela dit, nous pensons que le T4 sera mieux orienté (70% des capacités pré-crise) et une fois les liaisons US-RU rétablies, IAG pourrait bénéficier d'un pricing power plus favorable que ses pairs grâce à une demande solide au départ de Londres, à une moindre pression concurrentielle (Norwegian, Virgin) et à une part premium loisir plus importante et par conséquent d'une moindre sensibilité à la clientèle Corporate (13%e du CA pré-crise d'IAG vs 50%e de l'activité Network du groupe Lufthansa et 30%e du CA d'Air France-KLM).

Prudence sur 2021 mais reprise dynamique attendue dès 2022

Sur 2021, nous avons donc abaissé nos anticipations de capacités et tablons désormais sur 42% de l'offre de 2019 (vs 47% auparavant). Après mise à jour de nos hypothèses carburants et l'introduction de plus de prudence sur le pricing, notre EBIT avant exceptionnels ressort à -2.59 Md€ (consensus FactSet : -1.86 Md€) et la consommation de FCF à 3.5 Md€. Sur 2022, nous conservons notre optimisme et modélisons un EBIT de 1.65 Md€ (11% au-dessus du consensus) et une génération de FCF de 486 M€.

Neutre réitéré – OC ajusté à 2.1€

Nous réitérons notre recommandation à Neutre mais ajustons notre OC de 2.5 € à 2.1 € (dérivé d'un DCF et d'une valorisation normative à horizon 2023 actualisée). IAG reste le titre le mieux placé sur le segment des majors (avancées en matière de restructuration notamment chez BA et forte exposition au réseau transatlantique). L'ouverture des liaisons USA-RU sera le prochain catalyseur qui permettra de retrouver un niveau de rentabilité plus élevé avec potentiellement des gains de part de marché. En termes de valorisation, il faudrait regarder 2024 pour retrouver des multiples attractifs avec un ratio de VE/EBITDA de 3x.

Oifa Taamallah (Analyste)
+33 (0)1 44 94 56 34
oifa.taamallah@oddo-bhf.com

Yan Derocles (Analyste)
+33 (0)1 44 51 88 57
yan.derocles@oddo-bhf.com


ICAG.MC | IAG SM
Transport Aérien | Espagne

Neutre

Cours actuel 1.94EUR

Upside 8.16%

OC 2.10EUR

	12/16	12/17	12/18	12/19	12/20	12/21e	12/22e	12/23e
DONNEES PAR ACTION (€)								
BPA corrigé	0.90	1.02	1.15	1.16	-1.23	-0.52	0.16	0.43
BPA publié	0.98	1.07	1.20	1.20	-1.23	-0.52	0.17	0.44
Croissance du BPA corrigé	26.4%	13.7%	12.0%	0.8%	ns	ns	ns	ns
BPA consensus								
Dividende par action	0.24	0.27	0.62	0.31	0.00	0.00	0.00	0.00
FCF to equity par action	0.66	1.12	0.83	0.73	-1.16	-0.70	0.10	0.19
Book value par action	2.64	3.17	3.05	3.44	0.37	-0.26	-0.09	0.35
Nombre d'actions ordinaires fin de période (M)	2 030.00	2 088.49	2 021.62	1 984.07	3 528.05	4 971.48	4 971.48	4 971.48
Nombre d'actions moyen dilué (M)	2 211.00	2 179.35	2 113.08	2 065.78	3 528.05	5 012.68	5 012.68	5 012.68
VALORISATION (M€)								
Cours le plus haut (€)	8.3	7.5	8.3	7.7	7.9	2.5		
Cours le plus bas (€)	4.0	5.3	6.3	4.5	1.0	1.6		
(*) Cours de référence (€)	5.8	6.6	7.3	5.9	3.0	1.9	1.9	1.9
Capitalisation	11 741	13 824	14 782	11 787	10 630	9 652	9 652	9 652
Endettement net retraité	2 087	655	6 430	7 571	9 762	13 215	12 729	11 801
Intérêts minoritaires réévalués	308	307	6.0	6.0	6.0	6.0	6.0	6.0
Immobilisations financières réévaluées	64.0	109	111	113	58.0	58.0	58.0	58.0
Provisions (y compris réserve)	5 284	5 120	-163.0	1 041	1 916	1 916	1 916	1 553
VE	19 356	19 796	20 944	20 292	22 256	24 731	24 245	22 954
P/E (x)	6.4	6.5	6.4	5.1	ns	ns	11.8	4.5
P/CF (x)	4.6	4.8	3.7	2.9	ns	ns	4.3	2.6
Rendement	4.1%	4.1%	8.5%	5.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
FCF yield	11.4%	16.8%	11.3%	12.3%	ns	ns	5.0%	9.6%
PBV incl. GW (x)	2.19	2.09	2.40	1.73	8.11	ns	ns	5.60
PBV excl. GW (x)	2.19	2.09	2.40	1.73	8.11	ns	ns	5.60
VE/CA (x)	0.86	0.87	0.86	0.80	2.83	2.76	1.30	1.02
VE/EBITDA (x)	5.1	4.8	3.8	3.8	ns	ns	6.7	4.2
VE/EBIT courant (x)	7.6	6.7	6.0	6.2	ns	ns	14.7	6.9
(*) cours moyen jusqu'à n-1 cours actuel à partir de n								
COMPTE DE RESULTAT (M€)								
CA	22 567	22 880	24 258	25 506	7 868	8 962	18 668	22 417
EBITDA ajusté	3 822	4 134	5 481	5 396	-2 266.0	-775.9	3 612	5 479
Dotations aux amortissements	-1 287.0	-1 184.0	-1 996.0	-2 111.0	-2 099.0	-1 817.5	-1 960.2	-2 129.6
EBIT courant	2 535	2 950	3 485	3 285	-4 365.0	-2 593.4	1 652	3 350
EBIT publié	2 535	2 950	3 485	3 285	-4 365.0	-2 593.4	1 652	3 350
Résultat financier	-128.0	-181.0	-521.0	-338.0	-597.2	-618.5	-625.6	-625.6
Impôt sur les sociétés	-423.0	-538.0	-542.0	-560.0	424	598	-206.7	-544.8
Mise en équivalence	6.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Activités cédées ou en cours	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Intérêts minoritaires	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
RNpg publié	1 990	2 231	2 422	2 387	-4 325.0	-2 592.2	827	2 179
RNCpg ajusté	1 990	2 231	2 422	2 387	-4 325.0	-2 592.2	827	2 179
BILAN (M€)								
Survaleurs	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Autres actifs incorporels	3 037	3 018	3 198	3 442	3 208	3 208	3 208	3 208
Immobilisations corporelles	12 227	11 846	16 922	19 168	17 531	17 244	17 203	17 874
BFR	-4 561.0	-5 432.0	-5 310.0	-5 702.0	-5 714.0	-5 088.2	-5 228.5	-5 172.8
Immobilisations financières	2 583	2 356	1 512	1 300	337	860	1 381	1 906
Capitaux propres pg	5 356	6 626	6 164	6 823	1 310	-1 282.2	-455.3	1 724
Capitaux propres minoritaires	308	307	6.0	6.0	6.0	6.0	6.0	6.0
Capitaux propres	5 664	6 933	6 170	6 829	1 316	-1 276.2	-449.3	1 730
Provisions	5 535	4 200	3 722	3 808	4 284	4 284	4 284	4 284
Endettement net	2 087	655	6 430	7 571	9 762	13 215	12 729	11 801
TABEAU DE FLUX (M€)								
EBITDA	3 822.0	4 134.0	5 481.0	5 396.0	-2 266.0	-775.9	3 612.5	5 479.3
Var. BFR	83.0	647.0	-64.0	-70.0	1 227.0	-625.8	140.3	-55.7
Frais financiers & taxes	-466.0	-330.0	-785.0	-558.0	-481.0	-37.8	-825.3	-1 170.4
Autres flux opérationnels	-794.0	-938.0	-729.0	-766.0	-1 776.0	-522.6	-521.6	-524.7
Operating Cash flow	2 645.0	3 513.0	3 903.0	4 002.0	-3 296.0	-1 962.1	2 406.0	3 728.5
Capex	-1 301.0	-1 184.0	-2 228.0	-2 554.0	-806.0	-1 530.0	-1 920.0	-2 800.0
Free cash-flow	1 344.0	2 329.0	1 675.0	1 448.0	-4 102.0	-3 492.1	486.0	928.5
Acquisitions / Cessions	-450.0	-415.0	0.0	0.0	2 366.0	0.0	0.0	0.0
Dividendes	-462.0	-533.0	-577.0	-1 308.0	-53.0	0.0	0.0	0.0
Var. Capitaux propres	-25.0	-500.0	-500.0	0.0	2 674.0	0.0	0.0	0.0
Autres	446.0	682.0	-20.0	-1 420.0	-2 850.0	0.0	0.0	0.0
Var. trésorerie nette	687.0	1 432.0	-5 775.0	-1 141.0	-2 191.0	-3 492.1	486.0	928.5
CROISSANCE MARGES RENTABILITE								
Croissance du CA publiée	-1.3%	1.4%	6.0%	5.1%	-69.2%	13.9%	ns	20.1%
Croissance du CA organique	-1.3%	1.4%	6.0%	5.1%	-69.2%	13.9%	ns	20.1%
Croissance de l'EBIT courant	8.6%	16.4%	18.1%	-5.7%	ns	ns	ns	ns
Croissance du BPA corrigé	26.4%	13.7%	12.0%	0.8%	ns	ns	ns	ns
Marge nette ajustée	8.8%	9.8%	10.0%	9.4%	-55.0%	-28.9%	4.4%	9.7%
Marge d'EBITDA	16.9%	18.1%	22.6%	21.2%	-28.8%	-8.7%	19.4%	24.4%
Marge d'EBIT courant	11.2%	12.9%	14.4%	12.9%	-55.5%	-28.9%	8.9%	14.9%
Capex / CA	-13.5%	-6.5%	-11.6%	-13.6%	-24.6%	-19.0%	-12.9%	-15.6%
BFR / CA	-20.2%	-23.7%	-21.9%	-22.4%	-72.6%	-56.8%	-28.0%	-23.1%
Taux d'IS apparent	17.6%	19.4%	18.3%	19.0%	8.9%	18.8%	20.0%	20.0%
Taux d'IS normatif	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%
Rotation de l'actif (CA / Actif Economique) (x)	2.0	2.3	2.0	1.6	0.5	0.6	1.2	1.4
ROCE post-tax (taux d'IS normatif)	17.0%	22.0%	21.6%	15.5%	-20.5%	-12.8%	8.1%	16.2%
ROCE post-tax hors GW (taux d'IS normatif)	17.0%	22.0%	21.6%	15.5%	-20.5%	-12.8%	8.1%	16.2%
ROE	37.6%	37.2%	37.9%	36.8%	ns	ns	-95.2%	ns
RATIOS D'ENDETTEMENT								
Gearing	37%	9%	104%	111%	742%	ns	ns	682%
Dette nette / Capitalisation (x)	0.18	0.05	0.43	0.64	0.92	1.37	1.32	1.22
Dette nette / EBITDA (x)	0.55	0.16	1.17	1.40	ns	ns	3.52	2.15
EBITDA / frais financiers nets (x)	14.1	29.1	10.2	15.0	-5.9	-1.2	5.8	8.8

Sources: ODDO BHF Securities, SIX



Lufthansa

Sous-performance → | Objectif 8.80 €

Cours (15/07/2021) : 9.56 € | Potentiel : -8 %

Révision	2021e	2022e
BPA	ns	ns

Travaux en cours

Vendredi 16 Juillet 2021



Données produit

LHA GR | LHAG.DE

Capitalisation boursière (M€)	5 717
VE (M€)	22 321
Extrêmes 12 mois (€)	7.05 - 12.79
Flottant (%)	100.0

Performance (%)	1m	3m	12m
Performance absolue	-7.5	-10.3	2.7
Perf. rel. Indice Pays	-8.6	-14.5	-25.4
Perf. rel. Airlines	-0.2	-1.1	-25.5

Comptes	12/21e	12/22e	12/23e
CA (M€)	19 039	25 288	30 397
EBITDA (M€)	390	3 140	4 229
EBIT courant (M€)	-2 046.5	560	1 524
RNpg (M€)	-1 985	-33	703
BPA (€)	-3.32	-0.06	1.18
DNA (€)	0.00	0.00	0.23

P/E (x)	ns	ns	8.1
P/B (x)	ns	ns	ns
Rendement (%)	0.0	0.0	2.5
FCF yield (%)	ns	5.5	14.4
VE/CA (x)	1.2	0.9	0.7
VE/EBITDA (x)	57.2	7.0	5.0
VE/EBIT courant (x)	ns	39.1	13.8
Gearing (%)	ns	ns	ns
Dette nette/EBITDA (x)	ns	3.6	2.5

Next Events

05/08/2021	H1 Results
28/10/2021	Q3 Results

Preview T2 2021 – Légère amélioration en vue

Lufthansa publiera son T2 2021 le 5 août. Nous tablons sur une **légère amélioration séquentielle des résultats** notamment grâce à un retour – certes tout progressif – des capacités (c30% du niveau de 2019 contre 21% au T1). Nous attendons un EBIT ajusté de -797 M€ (vs -1 143 M€ au T1 2021 et -1 493 M€ au T2 2020) pour un CA de 3.2 Md€ en progression séquentielle de 26%. L'activité cargo restera la plus rentable (266 M€e d'EBIT Ajusté) mais nous anticipons aussi un redressement notable de Network. Si le variant Delta n'entrave pas le mouvement actuel, le **T3 sera le véritable point d'inflexion avec une accélération du retour de l'offre** (depuis début juillet, le groupe a fortement accru son offre avec des vols revenant à près de 60% du niveau de 2019 pour Lufthansa, 45% pour Eurowings ou encore 65% pour Swiss selon Eurocontrol). Nous serons également attentifs lors de la réunion qui suivra les résultats sur les avancées des discussions avec les différents syndicats.

En termes de cash, Lufthansa avait déjà levé une partie du voile le 14 juin en indiquant que le **cash-flow opérationnel pourrait redevenir positif dès le T2** porté par une amélioration de l'opérationnel mais surtout par un **effet BFR** provenant d'une forte accélération des réservations. Nous anticipons un **FCF ajusté de -112 M€** (vs. -947 M€ au T1 2021 et -1 130 M€ au T2 2020) après intégration de capex nettes à minima (-100 M€).

Une liquidité confortable... en attendant le désendettement

La **position de liquidité reste largement confortable à 10 583 M€e**, quasi inchangée par rapport à fin mars et largement au-delà de l'objectif de 6 à 8 Md€ fixé récemment par le groupe, dont 51% est toujours non tiré. Par ailleurs, plus de 500 avions sont encore libres de sûretés ce qui offre une option en cas de besoin. Par contre, le **niveau d'endettement, à près de 11 Md€** (hors engagements de retraites de 7.8 Md€ à fin mars), est **intenable**. Mi-juin, Lufthansa a indiqué avoir mandaté des banques pour préparer la réalisation d'une augmentation de capital, la presse ayant rapporté à plusieurs reprises une fourchette comprise entre 3 et 3.5 Md€. L'état allemand via WFS a signalé son intention de participer avec une opération financièrement neutre i.e. en réinvestissant le produit de la vente des DPS et/ou la plus-value de cession des actions acquises à 2.56 € en juin 2020. Nous comprenons que l'objectif serait notamment de rembourser le Silent Participation II de 1 Md€ et les aides d'Etat tirées de 1 041 M€. Une augmentation de capital de 3.5 Md€, soit 60% de la capitalisation actuelle, permettrait de faire retomber le ratio dette nette ajustée (engagements retraites après impôts)/EBITDA 2023 de 3.9x à 3x. Ce niveau nous paraît suffisant et permettrait à Lufthansa de préparer plus sereinement son programme de cessions (LSG International, AirPlus, ouverture du capital de Lufthansa Technik) pour revenir vers des niveaux de ratios similaires à ceux de 2019.

Sous-performance et OC de 8.8 € réitérés

Nous conservons notre recommandation Sous-performance et notre OC de 8.8 € dérivé d'une valorisation normative où nous retenons une marge EBITDA de 14% pour notre CA 2023e et appliquons ensuite un multiple VE/EBITDA de 5x (contre une moyenne historique 5 ans de 4.3x en multiple 12m glissants). La préparation d'une opération fortement dilutive et d'une visibilité toujours aussi faible sur l'international avec le développement du nouveau variant dans un environnement de vaccination très hétérogène ne permet pas d'adopter un ton plus agressif. Par ailleurs, nous restons prudents sur la difficulté à remettre sur pied le réseau du groupe puisque dans un premier temps, Lufthansa devra se concentrer sur ses hubs afin d'accélérer l'amortissement de ses infrastructures, ce qui pourrait laisser la place libre aux LCC sur les aéroports moins importants. Enfin, une autre source d'inquiétude commence à poindre avec le retour de certaines pressions inflationnistes.

Yan Derocles (Analyste)
+33 (0)1 44 51 88 57
yan.derocles@oddo-bhf.com

Olfa Taamallah (Analyste)
+33 (0)1 44 94 56 34
olfa.taamallah@oddo-bhf.com



LHAG.DE | LHA GR
Transport Aérien | Allemagne

Sous-performance

Cours actuel 9.56EUR

	Upside		-8.00%		OC 8.80EUR			
	12/16	12/17	12/18	12/19	12/20	12/21e	12/22e	12/23e
DONNEES PAR ACTION (€)								
BPA corrigé	2.90	4.46	4.35	2.54	-11.25	-3.32	-0.06	1.18
BPA publié	3.79	4.99	4.58	2.54	-11.25	-3.32	-0.06	1.18
Croissance du BPA corrigé	14.1%	53.6%	-2.4%	-41.7%	ns	ns	ns	ns
BPA consensus								
Dividende par action	0.50	0.80	0.80	0.00	0.00	0.00	0.00	0.23
FCF to equity par action	1.85	4.15	1.02	0.70	-5.51	-3.39	0.53	1.38
Book value par action	15.06	19.21	20.02	21.22	2.25	-1.05	-1.11	-0.17
Nombre d'actions ordinaires fin de période (M)	468.80	468.80	472.60	478.19	597.74	597.74	597.74	597.74
Nombre d'actions moyen dilué (M)	468.80	468.80	472.60	478.10	597.74	597.74	597.74	597.74
VALORISATION (M€)	12/16	12/17	12/18	12/19	12/20	12/21e	12/22e	12/23e
Cours le plus haut (€)	15.3	31.1	30.9	23.5	16.7	12.8		
Cours le plus bas (€)	9.3	11.3	17.3	12.8	7.1	9.4		
(*) Cours de référence (€)	12.2	19.7	23.5	17.7	9.8	9.6	9.6	9.6
Capitalisation	5 738	9 224	11 119	8 460	5 844	5 717	5 717	5 717
Endettement net retraité	2 569	2 878	3 480	6 293	9 788	11 742	11 342	10 430
Intérêts minoritaires réévalués	89.0	103	110	109	40.0	27.9	27.7	32.0
Immobilisations financières réévaluées	1 559	1 481	2 018	2 514	3 596	4 698	4 698	4 698
Provisions (y compris réserve)	8 364	5 116	5 865	6 659	9 531	9 531	9 531	9 531
VE	15 200	15 841	18 557	19 007	21 607	22 321	21 920	21 012
P/E (x)	4.2	4.4	5.4	7.0	ns	ns	ns	8.1
P/CF (x)	1.7	1.8	3.0	2.5	ns	ns	2.4	1.8
Rendement	4.1%	4.1%	3.4%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.5%
FCF yield	15.1%	21.1%	4.3%	4.0%	ns	ns	5.5%	14.4%
PBV incl. GW (x)	0.81	1.02	1.18	0.83	4.34	ns	ns	ns
PBV excl. GW (x)	0.99	1.20	1.37	0.96	27.60	ns	ns	ns
VE/CA (x)	0.48	0.45	0.52	0.52	1.59	1.17	0.87	0.69
VE/EBITDA (x)	4.8	3.4	3.7	4.0	ns	57.2	7.0	5.0
VE/EBIT courant (x)	8.7	5.4	6.5	9.4	ns	ns	39.1	13.8
(*) cours moyen jusqu'à n-1 cours actuel à partir de n								
COMPTE DE RESULTAT (M€)	12/16	12/17	12/18	12/19	12/20	12/21e	12/22e	12/23e
CA	31 660	35 579	35 542	36 424	13 589	19 039	25 288	30 397
EBITDA ajusté	3 155	4 656	5 017	4 718	-2 890.0	390	3 140	4 229
Dotations aux amortissements	-1 403.0	-1 697.0	-2 181.0	-2 692.0	-2 561.0	-2 437.0	-2 579.4	-2 705.3
EBIT courant	1 752	2 959	2 836	2 026	-5 451.0	-2 046.5	560	1 524
EBIT publié	2 190	3 139	2 800	1 689	-7 089.0	-1 996.5	505	1 439
Résultat financier	-27.0	-139.0	-189.0	4.0	-1 277.0	-600.6	-623.1	-609.3
Impôt sur les sociétés	-445.0	-784.0	-588.0	-615.0	1 865	650	29.7	-207.1
Mise en équivalence	85	157	174	168	-264.0	-50.0	55	85
Activités cédées ou en cours	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Intérêts minoritaires	-27.0	-34.0	-33.0	-32.0	41.0	12.1	0.2	-4.3
RNpg publié	1 776	2 339	2 164	1 214	-6 724.0	-1 985.5	-32.9	703
RNCpg ajusté	1 361	2 090	2 057	1 214	-6 724.0	-1 985.5	-32.9	703
BILAN (M€)	12/16	12/17	12/18	12/19	12/20	12/21e	12/22e	12/23e
Survaleurs	1 265	1 343	1 381	1 395	1 169	1 169	1 169	1 169
Autres actifs incorporels	472	492	512	547	469	469	469	469
Immobilisations corporelles	18 601	19 277	21 780	25 332	21 739	20 406	20 230	20 261
BFR	-3 440.0	-4 394.0	-5 048.0	-4 614.0	-2 516.0	-1 091.7	-1 319.7	-1 697.7
Immobilisations financières	2 753	1 976	1 755	1 832	1 234	1 110	1 080	1 077
Capitaux propres pg	7 060	9 006	9 463	10 147	1 347	-627.4	-661.1	-103.7
Capitaux propres minoritaires	89.0	103	110	109	40.0	27.9	27.7	32.0
Capitaux propres	7 149	9 109	9 573	10 256	1 387	-599.5	-633.4	-71.8
Provisions	9 933	6 707	7 327	7 943	10 920	10 920	10 920	10 920
Endettement net	2 569	2 878	3 480	6 293	9 788	11 742	11 342	10 430
TABEAU DE FLUX (M€)	12/16	12/17	12/18	12/19	12/20	12/21e	12/22e	12/23e
EBITDA	3 155.0	4 656.0	5 017.0	4 718.0	-2 890.0	390.4	3 139.7	4 229.1
Var. BFR	-140.0	259.0	410.0	490.0	-683.0	-738.6	303.8	317.1
Frais financiers & taxes	-104.0	-477.0	-688.0	-1 117.0	-76.0	-175.7	-219.9	-451.2
Autres flux opérationnels	285.0	838.0	-648.0	-169.0	1 164.0	-400.0	-505.0	-535.0
Operating Cash flow	3 196.0	5 276.0	4 091.0	3 922.0	-2 485.0	-923.8	2 718.5	3 559.9
Capex	-2 330.0	-3 332.0	-3 611.0	-3 585.0	-807.0	-1 104.2	-2 403.5	-2 735.7
Free cash-flow	866.0	1 944.0	480.0	337.0	-3 292.0	-2 028.0	315.0	824.2
Acquisitions / Cessions	-771.0	-1 748.0	484.0	-595.0	-1 658.0	0.0	0.0	0.0
Dividendes	-233.0	-232.0	-349.0	-414.0	-21.0	0.0	0.0	0.0
Var. Capitaux propres	0.0	0.0	0.0	0.0	306.0	0.0	0.0	0.0
Autres	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Var. trésorerie nette	768.0	-309.0	-602.0	-2 813.0	-3 495.0	-1 953.9	400.2	912.0
CROISSANCE MARGES RENTABILITE	12/16	12/17	12/18	12/19	12/20	12/21e	12/22e	12/23e
Croissance du CA publiée	-1.2%	12.4%	-0.1%	2.5%	-62.7%	40.1%	32.8%	20.2%
Croissance du CA organique	-1.2%	12.4%	-0.1%	2.5%	-62.7%	40.1%	32.8%	20.2%
Croissance de l'EBIT courant	-3.6%	68.9%	-4.2%	-28.6%	ns	ns	ns	ns
Croissance du BPA corrigé	14.1%	53.6%	-2.4%	-41.7%	ns	ns	ns	ns
Marge nette ajustée	4.3%	5.9%	5.8%	3.3%	-49.5%	-10.4%	-0.1%	2.3%
Marge d'EBITDA	10.0%	13.1%	14.1%	13.0%	-21.3%	2.1%	12.4%	13.9%
Marge d'EBIT courant	5.5%	8.3%	8.0%	5.6%	-40.1%	-10.7%	2.2%	5.0%
Capex / CA	-7.4%	-9.4%	-10.2%	-9.8%	-5.9%	-5.8%	-9.5%	-9.0%
BFR / CA	-10.9%	-12.4%	-14.2%	-12.7%	-18.5%	-5.7%	-5.2%	-5.6%
Taux d'IS apparent	19.0%	23.5%	22.3%	34.6%	28.5%	25.0%	25.2%	25.0%
Taux d'IS normatif	26.0%	26.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%
Rotation de l'actif (CA / Actif Economique) (x)	2.0	2.1	2.0	1.8	0.6	0.9	1.2	1.5
ROCE post-tax (taux d'IS normatif)	8.2%	13.0%	12.0%	7.4%	-18.8%	-7.3%	2.0%	5.6%
ROCE post-tax hors GW (taux d'IS normatif)	8.9%	14.1%	13.0%	7.9%	-20.0%	-7.8%	2.1%	5.9%
ROE	21.2%	26.0%	22.3%	12.4%	ns	ns	5.1%	ns
RATIOS D'ENDETTEMENT	12/16	12/17	12/18	12/19	12/20	12/21e	12/22e	12/23e
Gearing	36%	32%	36%	61%	706%	ns	ns	ns
Dette nette / Capitalisation (x)	0.45	0.31	0.31	0.74	1.67	2.05	1.98	1.82
Dette nette / EBITDA (x)	0.81	0.62	0.69	1.33	ns	ns	3.61	2.47
EBITDA / frais financiers nets (x)	14.5	23.9	26.5	-1 179.5	-2.3	0.7	5.0	6.9

Sources: ODDO BHF Securities, SIX



Ryanair

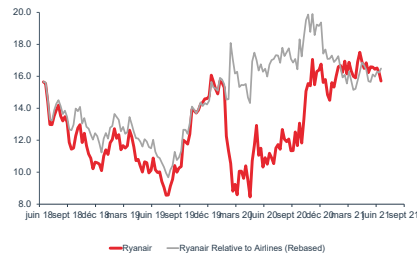
Surperformance → | Objectif 20.0 €

Cours (15/07/2021) : 15.71 € | Potentiel : 27 %

Révision	2022e	2023e
BPA	1.1%	-7.9%

Confiance réitérée sur la saison estivale et au-delà. Notre Top Pick sectoriel

Vendredi 16 Juillet 2021



Données produit			
RYA ID RYA.I			
Capitalisation boursière (M€)	17 586		
VE (M€)	20 130		
Extrêmes 12 mois (€)	10.50	-	17.50
Flottant (%)	96.0		
Performance (%)	1m	3m	12m
Performance absolue	-2.9	-1.1	32.8
Perf. rel. Indice Pays	-2.3	-4.9	8.8
Perf. rel. Airlines	4.8	9.1	-3.7
Comptes	03/22e	03/23e	03/24e
CA (M€)	4 804	9 602	11 706
EBITDA (M€)	813	2 836	3 614
EBIT courant (M€)	188	2 068	2 736
RNpg (M€)	124	1 780	2 373
BPA (€)	0.11	1.58	2.11
DNA (€)	0.00	0.44	0.44
P/E (x)	142.3	9.9	7.5
P/B (x)	3.7	2.9	2.2
Rendement (%)	0.0	2.8	2.8
FCF yield (%)	1.7	4.5	9.6
VE/CA (x)	4.2	2.1	1.6
VE/EBITDA (x)	24.8	7.0	5.2
VE/EBIT courant (x)	107.0	9.6	6.8
Gearing (%)	41	28	6
Dette nette/EBITDA (x)	2.4	0.6	0.1

Next Events	
26/07/2021	Q1 Results

Une bonne dynamique enclenchée en juillet...

Sur le trimestre à fin juin 2021 (publication le 26 juillet), nous attendons une perte nette de 304 M€ contre -185 M€ au T1 2020 intégrant : i/ un CA de 338 M€ avec 8.1m passagers (pour 25.6% des sièges pré-crise restaurés et 73% de coefficient de remplissage) et une baisse des recettes/pax de 83% yoy à 41.8 € (pénalisées par une base de comparaison élevée) et ii/ des charges opérationnelles de 672 M€ dont 172 M€ de facture carburant.

Nous pensons que l'accélération du retour des capacités déjà visible sur les 10 premiers jours de juillet (avec une moyenne de 70% des vols pré-crise opérés contre 50% sur juin selon Eurocontrol) se poursuivra sur les prochaines semaines pour atteindre 75% sur les 3 mois d'été et ce, en dépit des incertitudes sur la progression du variant Delta en Europe et particulièrement au Royaume Uni (lors de la conférence CAPA organisée mercredi dernier, Eddie Wilson, CEO de Ryanair DAC, s'est dit raisonnablement confiant pour atteindre 75% à 80% des capacités pré-crise sur l'été).

En effet, notre confiance aujourd'hui est liée à i/ la moindre dépendance de Ryanair au marché britannique (l'équivalent de 20% des capacités pré-crise), ii/ la flexibilité de son business model qui lui permet de réorienter ses capacités vers d'autres marchés plus dynamiques comme l'Allemagne ou l'Italie, iii/ la poursuite de la stratégie de stimulation de la demande via des prix attractifs (la société avait lancé le 7 juillet une offre de 24h 'Buy One Get One Free' sur près de 1 100 routes à travers son réseau pour un vol en juillet 2021) qui lui permet de capturer des parts de marché assez rapidement et iv/ de la bonne dynamique sur les réservations. Fin juin, Ryanair mentionnait une progression rapide des réservations (notamment à partir de l'Allemagne, le Benelux et la Scandinavie vers le Portugal, l'Espagne, la Grèce et l'Italie) mais seulement 50% des sièges offerts pour le mois de juillet avait été réservés et 30% pour le mois d'août vs 70% en temps normal. Nous pensons que le newsflow positif lié à la levée des restrictions à partir du RU notamment sur les personnes totalement vaccinées confortera cette tendance sur les prochaines semaines.

...qui sécurise la guidance annuelle

Si nous craignons un retour de restrictions ciblées en Europe (notamment à l'encontre des voyageurs non vaccinés vers/au départ des pays fortement touchés par l'épidémie), nous pensons que la guidance annuelle de Ryanair en termes de trafic (en bas de la fourchette de 80-120 pax) n'est pas à risque. Nous pensons donc que Ryanair sera en mesure de restaurer 65% de ses capacités sur FY2022 dont 75% sur le T2, 80% sur le T3 et 90% sur le T4 et nous anticipons 81m de passagers transportés moyennant un coefficient de remplissage de 80% (71% sur FY21). Cette amélioration sur le remplissage se fera au détriment des yields que nous attendons désormais en baisse de 8% yoy compensés partiellement par une bonne dynamique sur les recettes auxiliaires unitaires en hausse de 11%. Au global, nous tablons sur un résultat net de 124 M€ sur l'exercice à fin mars 2022 contre une guidance et une anticipation du consensus à l'équilibre.

Surperformance et OC à 20 € réitérés – Ryanair devient notre Top pick

Nous maintenons notre recommandation à Surperformance avec un OC de 20 €. Nous continuons de penser que la marge de manœuvre sur les coûts et le niveau de liquidité confortable (3.15 Md€ à fin mars 2021 conforté par l'émission obligataire de 1.2 Md€ le 18/05) sont les véritables atouts de Ryanair. De plus, la société bénéficiera de l'accélération des livraisons des 737Max à partir de la saison hivernale 2021, qui soutiendra sa stratégie de déploiement rapide des capacités visant à capturer à moindre coûts des parts de marché (la compagnie a d'ores et déjà annoncé son intention de recruter plus 2 000 pilotes sur les 3 prochaines années). Le titre affiche un PE 2022/23 encore attractif à 10x.

Olfa Taamallah (Analyste)
+33 (0)1 44 94 56 34
olfa.taamallah@oddo-bhf.com

Yan Derocles (Analyste)
+33 (0)1 44 51 88 57
yan.derocles@oddo-bhf.com



RYA.I | RYA ID
Transport Aérien | Irlande

Surperformance

Cours actuel 15.71EUR

Upside 27.35%

OC 20.00EUR

DONNEES PAR ACTION (€)	03/17	03/18	03/19	03/20	03/21	03/22e	03/23e	03/24e
BPA corrigé	1.05	1.20	0.77	0.89	-0.73	0.11	1.58	2.11
BPA publié	1.05	1.22	0.77	0.58	-0.91	0.11	1.58	2.11
Croissance du BPA corrigé	13.6%	15.1%	-35.7%	15.5%	ns	ns	ns	33.3%
BPA consensus								
Dividende par action	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.44	0.44
FCF to equity par action	0.38	0.64	0.41	0.67	-2.03	0.27	0.71	1.51
Book value par action	3.54	3.74	4.56	4.46	4.18	4.24	5.37	7.04
Nombre d'actions ordinaires fin de période (M)	1 249.70	1 193.50	1 143.60	1 113.80	1 110.40	1 126.20	1 126.20	1 126.20
Nombre d'actions moyen dilué (M)	1 257.50	1 204.00	1 154.60	1 119.80	1 110.40	1 126.20	1 126.20	1 126.20
VALORISATION (M€)	03/17	03/18	03/19	03/20	03/21	03/22e	03/23e	03/24e
Cours le plus haut (€)	14.9	19.4	16.8	14.6	17.1	17.5		
Cours le plus bas (€)	10.5	13.9	10.2	8.5	8.3	14.0		
(*) Cours de référence (€)	13.2	17.0	13.3	11.8	12.9	15.7	15.7	15.7
Capitalisation	16 487	20 247	15 163	13 105	14 346	17 687	17 687	17 687
Endettement net retraité	244	283	450	403	2 277	1 974	1 671	468
Intérêts minoritaires réévalués	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Immobilisations financières réévaluées	-180.5	-789.3	-78.9	805	127	127	127	127
Provisions (y compris réserve)	628	1 142	794	1 610	596	596	596	596
VE	17 540	22 461	16 485	14 313	17 092	20 130	19 827	18 624
P/E (x)	12.6	14.1	17.1	13.1	ns	142	9.9	7.5
P/CF (x)	9.2	10.0	12.5	12.4	ns	23.6	6.9	5.4
Rendement	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.8%	2.8%
FCF yield	2.9%	3.8%	3.1%	5.7%	ns	1.7%	4.5%	9.6%
PBV incl. GW (x)	3.73	4.53	2.91	2.64	3.09	3.71	2.92	2.23
PBV excl. GW (x)	3.73	4.53	2.91	2.64	3.09	3.71	2.92	2.23
VE/CA (x)	2.64	3.14	2.14	1.68	10.45	4.19	2.06	1.59
VE/EBITDA (x)	8.6	10.1	9.9	7.6	ns	24.8	7.0	5.2
VE/EBIT courant (x)	11.4	13.5	16.2	12.7	ns	107	9.6	6.8
(*) cours moyen jusqu'à n-1 cours actuel à partir de n								
COMPTE DE RESULTAT (M€)	03/17	03/18	03/19	03/20	03/21	03/22e	03/23e	03/24e
CA	6 648	7 151	7 697	8 495	1 636	4 804	9 602	11 706
EBITDA ajusté	2 032	2 228	1 657	1 876	-268.4	813	2 836	3 614
Dotations aux amortissements	-497.5	-561.0	-640.5	-748.7	-571.0	-624.5	-768.2	-877.9
EBIT courant	1 534	1 667	1 017	1 127	-839.4	188	2 068	2 736
EBIT publié	1 534	1 667	1 007	720	-1 066.7	188	2 068	2 736
Résultat financier	-63.7	-56.0	-58.9	-49.9	-42.0	-46.8	-44.8	-38.9
Impôt sur les sociétés	-154.4	-161.1	-63.1	-21.6	94	-16.9	-242.8	-323.6
Mise en équivalence	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Activités cédées ou en cours	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Intérêts minoritaires	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
RNpg publié	1 316	1 450	885	649	-1 015.1	124	1 780	2 373
RNCpg ajusté	1 316	1 450	895	1 002	-815.4	124	1 780	2 373
BILAN (M€)	03/17	03/18	03/19	03/20	03/21	03/22e	03/23e	03/24e
Survaleurs	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Autres actifs incorporels	46.8	46.8	146	146	146	146	146	146
Immobilisations corporelles	7 214	8 123	9 030	9 675	8 549	9 267	10 753	12 050
BFR	-2 274.7	-2 491.0	-3 297.1	-3 564.9	-1 457.0	-2 353.0	-2 861.7	-3 488.6
Immobilisations financières	309	215	579	725	231	231	231	231
Capitaux propres pg	4 423	4 469	5 215	4 968	4 647	4 771	6 051	7 925
Capitaux propres minoritaires	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Capitaux propres	4 423	4 469	5 215	4 968	4 647	4 771	6 051	7 925
Provisions	628	1 142	794	1 610	596	596	596	596
Endettement net	244	283	450	403	2 277	1 974	1 671	468
TABLEAU DE FLUX (M€)	03/17	03/18	03/19	03/20	03/21	03/22e	03/23e	03/24e
EBITDA	2 031.5	2 228.3	1 657.3	1 876.1	-268.4	812.6	2 836.3	3 613.7
Var. BFR	128.4	216.3	806.1	267.8	-2 107.9	896.0	508.8	626.9
Frais financiers & taxes	-217.4	-219.2	-118.5	-73.1	39.8	-63.8	-287.6	-362.6
Autres flux opérationnels	-15.3	7.8	-327.4	-743.7	-111.5	0.0	0.0	0.0
Operating Cash flow	1 927.2	2 233.2	2 017.5	1 327.1	-2 448.0	1 644.8	3 057.4	3 878.0
Capex	-1 449.8	-1 470.6	-1 546.7	-578.8	195.0	-1 342.2	-2 254.4	-2 174.9
Free cash-flow	477.4	762.6	470.8	748.3	-2 253.0	302.5	803.1	1 703.1
Acquisitions / Cessions	0.0	0.0	-101.5	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Dividendes	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	-500.0	-500.0
Var. Capitaux propres	-1 017.9	-829.1	-531.6	-561.4	421.0	0.0	0.0	0.0
Autres	0.0	0.0	0.0	84.3	-104.1	0.0	0.0	0.0
Var. trésorerie nette	-555.7	-38.7	-166.6	46.3	-1 873.3	302.5	303.1	1 203.1
CROISSANCE MARGES RENTABILITE	03/17	03/18	03/19	03/20	03/21	03/22e	03/23e	03/24e
Croissance du CA publiée	1.7%	7.6%	7.6%	10.4%	-80.7%	ns	99.9%	21.9%
Croissance du CA organique	1.7%	7.6%	7.6%	10.4%	-80.7%	ns	99.9%	21.9%
Croissance de l'EBIT courant	5.1%	8.7%	-39.0%	10.9%	ns	ns	ns	32.3%
Croissance du BPA corrigé	13.6%	15.1%	-35.7%	15.5%	ns	ns	ns	33.3%
Marge nette ajustée	19.8%	20.3%	11.6%	11.8%	-49.8%	2.6%	18.5%	20.3%
Marge d'EBITDA	30.6%	31.2%	21.5%	22.1%	-16.4%	16.9%	29.5%	30.9%
Marge d'EBIT courant	23.1%	23.3%	13.2%	13.3%	-51.3%	3.9%	21.5%	23.4%
Capex / CA	-21.8%	-20.6%	-20.1%	-6.8%	11.9%	-27.9%	-23.5%	-18.6%
BFR / CA	-34.2%	-34.8%	-42.8%	-42.0%	-89.1%	-49.0%	-29.8%	-29.8%
Taux d'IS apparent	10.5%	10.0%	6.7%	3.2%	8.4%	12.0%	12.0%	12.0%
Taux d'IS normatif	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%
Rotation de l'actif (CA / Actif Economique) (x)	1.5	1.3	1.3	1.4	0.2	0.7	1.3	1.4
ROCE post-tax (taux d'IS normatif)	29.5%	27.5%	15.5%	16.3%	-10.9%	2.3%	24.1%	28.7%
ROCE post-tax hors GW (taux d'IS normatif)	29.5%	27.5%	15.5%	16.3%	-10.9%	2.3%	24.1%	28.7%
ROE	32.8%	32.6%	18.5%	19.7%	-17.0%	2.6%	32.9%	34.0%
RATIOS D'ENDETTEMENT	03/17	03/18	03/19	03/20	03/21	03/22e	03/23e	03/24e
Gearing	6%	6%	9%	8%	49%	41%	28%	6%
Dette nette / Capitalisation (x)	0.01	0.01	0.03	0.03	0.16	0.11	0.09	0.03
Dette nette / EBITDA (x)	0.12	0.13	0.27	0.21	ns	2.43	0.59	0.13
EBITDA / frais financiers nets (x)	32.2	38.4	29.9	36.4	-5.0	17.3	63.2	92.8

Sources: ODDO BHF Securities, SIX



Wizz Air

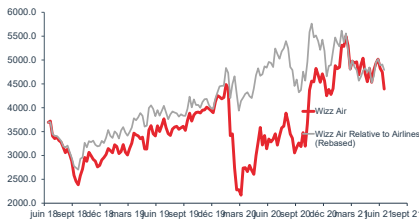
Neutre → | Objectif 4890p

Cours (15/07/2021) : 4393.00p | Potentiel : 11 %

Révision	2022e	2023e
BPA	ns	-8.8%

Une accélération (coûteuse) des capacités

Vendredi 16 Juillet 2021



Données produit

WIZZ LN | WIZZ.L

Capitalisation boursière (M€)	3 760
VE (M€)	7 647
Extrêmes 12 mois (€)	3 034 - 5 565
Flottant (%)	76.0

Performance (%)	1m	3m	12m
Performance absolue	-6.9	-10.5	27.6
Perf. rel. Indice Pays	-6.4	-13.9	4.6
Perf. rel. Airlines	0.4	-1.2	-7.4

Comptes	03/22e	03/23e	03/24e
CA (M€)	1 686	3 283	4 396
EBITDA (M€)	118	931	1 501
EBIT courant (M€)	-185.1	442	872
RNpg (M€)	-258	317	708
BPA (€)	-2.02	2.49	6.87
DNA (€)	0.00	0.00	0.00

P/E (x)	ns	20.7	7.5
P/B (x)	8.4	5.6	3.2
Rendement (%)	0.0	0.0	0.0
FCF yield (%)	ns	7.2	11.9
VE/CA (x)	4.5	2.2	1.5
VE/EBITDA (x)	64.6	7.8	4.4
VE/EBIT courant (x)	ns	16.4	7.6
Gearing (%)	ns	208	80
Dette nette/EBITDA (x)	ns	2.1	0.9

Next Events

28/07/2021	Earnings Release
28/07/2021	Q1 Results
04/11/2021	Q2 Results

Un retour des capacités plus agressif que les pairs...

Sur le trimestre à fin juin 2021 (publication le 28 juillet), nous attendons une perte nette ajustée de 115 M€ contre -108 M€ au T1 2020 intégrant : i/ un CA de 218 M€ grâce à la restauration de 41% des ASK pré-crise (pour un coefficient de remplissage de 63.8% contre 73% pour Ryanair) et une baisse de la recette unitaire de 32% yoy (pénalisée par une base de comparaison élevée et une pression tarifaire) et ii/ des charges opérationnelles de 331 M€ dont 105 M€ de carburant.

A partir de juillet, nous pensons que l'accélération du retour des capacités déjà visible sur les 10 premiers jours (avec une moyenne de 85% des vols pré-crise opérés contre 63% sur juin selon Eurocontrol) devrait se maintenir sur les 3 mois de l'été (contre 75% pour Ryanair) et ce en dépit des incertitudes sur la progression du variant Delta en Europe et particulièrement au RU. Le management est même plus optimiste (dans une interview accordée il y a quelques jours à un journal hongrois, le CEO de Wizz Air avait mentionné un retour à 100% des capacités pré-crise d'ici fin juillet par rapport à 90% actuellement) mais nous préférons adopter un ton plus prudent au vu de la propagation du virus en Europe et notre anticipation de retour des restrictions ciblées notamment à l'encontre des voyageurs non vaccinés au départ/au retour des pays les plus touchés.

...avec une pression anticipée sur les coefficients de remplissage et le pricing

Si nous restons confiants dans l'accélération de la courbe des réservations chez Wizz Air sur les dernières semaines grâce à une bonne dynamique sur le loisir, nous restons **prudents sur le niveau du coefficient de remplissage** (au vu de l'approche agressive sur les capacités) et sur **l'orientation du pricing** avec i/ un yield passager qui dépendra de la pression concurrentielle mais aussi du degré de maturité des routes opérées et ii/ une performance des recettes auxiliaires/pax (+29.6%) sur FY2021 difficilement transposable sur FY2022.

Sur l'exercice à fin mars 2022, nous conservons un ton prudent et anticipons un RNpg (avant exceptionnels) de -258 M€ après mise à jour de nos hypothèses carburants. Nos hypothèses de capacités (à 75% du niveau 2019 moyennant un coefficient de remplissage de 76%) et de pricing (recette unitaire en hausse de 11% mais en baisse de 18% par rapport au niveau pré-crise) intègrent une plus forte pression concurrentielle sur les marchés de Wizz Air.

Neutre et OC de 4 890p réitérés

Nous réitérons notre recommandation Neutre et notre OC de 4 890p, basé sur la moyenne d'un DCF et d'une valorisation par les multiples historiques. Nous pensons que la prime de valorisation affichée aujourd'hui vis-à-vis des pairs (PE 03/2023e de 17.6x contre 10x pour Ryanair et 10.5x pour easyJet) ne se justifie plus compte tenu de l'augmentation de la pression concurrentielle notamment celle des compagnies low-costs à l'image de Ryanair. Wizz Air conserve un niveau de liquidité confortable à 1.6 Md€ (à fin mars 2021).

Olfa Taamallah (Analyste)
+33 (0)1 44 94 56 34
olfa.taamallah@oddo-bhf.com

Yan Derocles (Analyste)
+33 (0)1 44 51 88 57
yan.derocles@oddo-bhf.com



WIZZ.L | WIZZ LN
Transport Aérien | Hongrie

Neutre

Cours actuel 4393.00 p

Upside 11.31%

OC 4890.00 p

DONNEES PAR ACTION (€)	03/17	03/18	03/19	03/20	03/21	03/22e	03/23e	03/24e
BPA corrigé	1.94	2.17	0.97	2.71	-5.26	-2.02	2.49	6.87
BPA publié	3.96	4.00	1.69	3.76	-6.73	-2.50	3.08	6.87
Croissance du BPA corrigé	27.3%	11.8%	-55.3%	ns	ns	ns	ns	ns
BPA consensus								
Dividende par action	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
FCF to equity par action	2.25	2.99	8.05	2.87	-4.68	-6.27	3.69	6.13
Book value par action	16.64	18.07	16.58	16.53	10.56	6.10	9.19	16.05
Nombre d'actions ordinaires fin de période (M)	57.25	68.74	72.75	74.69	85.55	103.00	103.00	103.00
Nombre d'actions moyen dilué (M)	126.77	126.85	127.13	127.26	127.30	127.45	127.45	103.00
VALORISATION (M€)	03/17	03/18	03/19	03/20	03/21	03/22e	03/23e	03/24e
Cours le plus haut (€)	27.4	41.5	43.1	48.1	53.9	65.0		
Cours le plus bas (€)	16.3	18.1	26.6	30.5	21.6	45.8		
(*) Cours de référence (€)	20.6	32.5	35.6	41.2	42.2	51.6	51.6	51.6
Capitalisation	1 180	2 235	2 587	3 076	3 607	5 312	5 312	5 312
Endettement net retraité	-741.0	-947.4	523	729	1 690	2 336	1 956	1 324
Intérêts minoritaires réévalués	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	-4.0	-4.0	-4.0
Immobilisations financières réévaluées	-1 436.3	-1 690.4	31.5	18.2	5.1	5.1	5.1	5.1
Provisions (y compris réserve)	194	223	18.8	308	9.0	9.0	9.0	9.0
VE	2 069	3 201	3 097	4 094	5 301	7 647	7 267	6 636
P/E (x)	10.6	15.0	36.7	15.2	ns	ns	20.7	7.5
P/CF (x)	3.3	4.6	3.6	4.6	ns	186	6.6	4.0
Rendement	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
FCF yield	10.9%	9.2%	22.6%	7.0%	ns	ns	7.2%	11.9%
PBV incl. GW (x)	1.24	1.80	2.15	2.49	3.99	8.45	5.61	3.21
PBV excl. GW (x)	1.24	1.80	2.15	2.49	3.99	8.45	5.61	3.21
VE/CA (x)	1.32	1.65	1.34	1.48	7.17	4.53	2.21	1.51
VE/EBITDA (x)	6.8	8.3	4.5	5.7	ns	64.6	7.8	4.4
VE/EBIT courant (x)	8.4	10.9	8.7	12.1	ns	ns	16.4	7.6
(*) cours moyen jusqu'à n-1 cours actuel à partir de n								
COMPTE DE RESULTAT (M€)	03/17	03/18	03/19	03/20	03/21	03/22e	03/23e	03/24e
CA	1 571	1 939	2 319	2 761	739	1 686	3 283	4 396
EBITDA ajusté	304	384	693	720	-182.8	118	931	1 501
Dotations aux amortissements	-57.6	-90.7	-334.5	-381.4	-345.3	-303.5	-489.1	-628.6
EBIT courant	247	293	358	338	-528.1	-185.1	442	872
EBIT publié	247	293	358	338	-528.1	-185.1	442	872
Résultat financier	-9.8	-5.7	-229.0	-44.1	-38.4	-92.2	-96.8	-94.9
Impôt sur les sociétés	-9.8	-11.0	-2.2	-13.1	-9.5	19.4	-27.6	-70.0
Mise en équivalence	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Activités cédées ou en cours	0.0	-1.3	-3.7	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Intérêts minoritaires	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
RNpg publié	227	275	123	281	-576.0	-257.9	317	708
RNCpg ajusté	246	275	123	345	-669.6	-257.9	317	708
BILAN (M€)	03/17	03/18	03/19	03/20	03/21	03/22e	03/23e	03/24e
Survaleurs	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Autres actifs incorporels	10.3	17.6	20.5	27.2	30.4	30.4	30.4	30.4
Immobilisations corporelles	506	685	2 067	2 553	2 878	3 165	3 332	3 583
BFR	-349.7	-425.3	-496.2	-469.7	-371.1	-286.9	-516.7	-691.4
Immobilisations financières	239	241	216	221	162	162	162	162
Capitaux propres pg	953	1 242	1 206	1 235	904	629	946	1 654
Capitaux propres minoritaires	0.0	0.0	0.0	0.0	-4.0	-4.0	-4.0	-4.0
Capitaux propres	953	1 242	1 206	1 235	900	625	942	1 650
Provisions	194	223	78.3	368	110	110	110	110
Endettement net	-741.0	-947.4	523	729	1 690	2 336	1 956	1 324
TABLEAU DE FLUX (M€)	03/17	03/18	03/19	03/20	03/21	03/22e	03/23e	03/24e
EBITDA	304.2	383.7	692.5	719.7	-182.8	118.4	931.0	1 501.0
Var. BFR	-46.2	-75.6	-68.5	-24.1	-102.5	-84.3	229.7	174.8
Frais financiers & taxes	-11.2	-12.8	-104.8	-56.0	-64.1	-92.2	-124.4	-164.9
Autres flux opérationnels	61.9	119.7	132.8	4.9	-29.3	2.4	0.0	0.0
Operating Cash flow	308.7	415.0	652.0	644.5	-378.7	-55.7	1 036.4	1 510.9
Capex	-179.9	-209.8	-66.2	-430.1	-21.9	-590.2	-656.6	-879.1
Free cash-flow	128.8	205.2	585.8	214.4	-400.6	-645.9	379.8	631.7
Acquisitions / Cessions	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Dividendes	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Var. Capitaux propres	1.2	1.0	0.0	1.5	0.6	0.6	0.0	0.0
Autres	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Var. trésorerie nette	129.0	206.4	-1 470.4	-205.9	-960.9	-645.9	379.8	
CROISSANCE MARGES RENTABILITE	03/17	03/18	03/19	03/20	03/21	03/22e	03/23e	03/24e
Croissance du CA publiée	9.9%	23.4%	19.6%	19.1%	-73.2%	ns	94.7%	33.9%
Croissance du CA organique	-	-	-	-	-	-	-	-
Croissance de l'EBIT courant	4.8%	18.8%	22.2%	-5.5%	ns	ns	ns	97.4%
Croissance du BPA corrigé	27.3%	11.8%	-55.3%	ns	ns	ns	ns	ns
Marge nette ajustée	15.6%	14.2%	5.3%	12.5%	-90.6%	-15.3%	9.7%	16.1%
Marge d'EBITDA	19.4%	19.8%	29.9%	26.1%	-24.7%	7.0%	28.4%	34.1%
Marge d'EBIT courant	15.7%	15.1%	15.4%	12.3%	-71.5%	-11.0%	13.5%	19.8%
Capex / CA	-11.4%	-10.8%	-8.4%	-19.5%	-10.9%	-35.0%	-20.0%	-20.0%
BFR / CA	-22.3%	-21.9%	-21.4%	-17.0%	-50.2%	-17.0%	-15.7%	-15.7%
Taux d'IS apparent	4.1%	3.8%	1.7%	4.5%	-1.7%	7.0%	8.0%	9.0%
Taux d'IS normatif	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Rotation de l'actif (CA / Actif Economique) (x)	14.1	8.8	2.5	1.5	0.3	0.6	1.1	1.5
ROCE post-tax (taux d'IS normatif)	ns	ns	38.3%	18.3%	-22.7%	-6.8%	15.4%	30.3%
ROCE post-tax hors GW (taux d'IS normatif)	ns	ns	38.3%	18.3%	-22.7%	-6.8%	15.4%	30.3%
ROE	30.0%	25.1%	10.1%	28.3%	-62.6%	-33.7%	40.3%	54.4%
RATIOS D'ENDETTEMENT	03/17	03/18	03/19	03/20	03/21	03/22e	03/23e	03/24e
Gearing	-78%	-76%	43%	59%	188%	374%	208%	80%
Dette nette / Capitalisation (x)	-0.63	-0.42	0.20	0.24	0.47	0.44	0.37	0.25
Dette nette / EBITDA (x)	ns	ns	0.76	1.01	ns	ns	2.10	0.88
EBITDA / frais financiers nets (x)	24.5	174.4	3.1	16.3	-2.7	1.3	9.6	15.8

Sources: ODDO BHF Securities, SIX



• Méthode de valorisation

Nos objectifs de cours sont établis à 12 mois et leurs fixations reposent principalement sur trois méthodes de valorisation. Tout d'abord l'actualisation des cash-flows disponibles utilisant les paramètres d'actualisation fixés par le groupe et affichés le site Internet de ODDO BHF. Ensuite la méthode dite des sommes des parties reposant sur l'agrégat financier le plus pertinent en fonction du secteur d'activité. Enfin, nous utilisons également la méthode dite des comparables qui permet d'évaluer la société analysée par rapport à des entreprises similaires, soit car elles opèrent sur des segments d'activité identiques (et sont donc concurrentes) soit car elles bénéficient de dynamiques financières comparables. Il peut arriver de mixer ses méthodes dans des cas particuliers afin de refléter au mieux les spécificités de chaque entreprise couverte et ainsi pouvoir en affiner l'appréciation.

• Sensibilité du résultat de l'analyse/classification des risques :

Les avis exprimés dans ce document sont des avis basés sur une date particulière - la date indiquée en première page du présent document. La recommandation peut changer selon des événements inattendus susceptibles, par exemple d'avoir un impact tant sur la société étudiée dans le présent document que sur l'ensemble du secteur.

• Nos recommandations boursières

Nos recommandations boursières reflètent la performance RELATIVE attendue sur chaque valeur à un horizon de 12 mois.

Surperformance : performance attendue supérieure à celle de l'indice de référence, sectoriel (large caps) ou non (petites et moyennes valeurs).

Neutre : performance attendue voisine de celle de l'indice de référence, sectoriel (large caps) ou non (petites et moyennes valeurs).

Sous-performance : performance attendue inférieure à celle de l'indice de référence, sectoriel (large caps) ou non (petites et moyennes valeurs).

• Les cours des instruments financiers utilisés et mentionnés dans le présent document sont des cours de clôture.

• L'ensemble des publications des sociétés suivies et mentionnées dans le présent document est disponible sur le site de la recherche : www.securities.oddo-bhf.com

Répartition des recommandations

		Surperformance	Neutre	Sous-performance
Ensemble de la couverture	(543)	55%	34%	11%
Contrats de liquidité	(94)	61%	35%	4%
Contrats de recherche	(42)	62%	33%	5%
Service de banque d'investissement	(30)	80%	17%	3%

Risque de conflits d'intérêts :

Services de banque d'investissement et/ou Distribution

ODDO BHF SCA ou l'une de ses sociétés affiliées est-il intervenu, au cours des douze derniers mois, en qualité de chef de file ou de chef de file associé d'une offre publique portant sur des instruments financiers de l'émetteur et rendue publique ? Non

ODDO BHF SCA ou l'une de ses sociétés affiliées a-t-il reçu un paiement de la part de l'émetteur concernant la prestation de services d'investissement réalisée au cours des 12 derniers mois ou s'attend à recevoir ou à rechercher une rémunération de la part de l'émetteur pour des prestations de services d'investissement réalisées au cours des 12 derniers mois ? Air France-KLM

Contrat de recherche entre le groupe ODDO et l'émetteur

ODDO BHF SCA ou sa filiale ABN AMRO – ODDO BHF B.V. et l'émetteur ont-ils convenus de la fourniture par le premier au second d'un service de production et de diffusion de la recommandation d'investissement sur ledit émetteur ? Non

Contrat de liquidité et market-making

A la date de la diffusion de ce rapport, ODDO BHF SCA ou l'une de ses sociétés affiliées agit-il en tant que teneur de marché ou a-t-il conclu un contrat de liquidité en ce qui concerne les instruments financiers de l'émetteur ? Non

Prise de participation

ODDO BHF SCA ou sa filiale ABN AMRO – ODDO BHF B.V. détient-il 1% ou plus de la totalité du capital émis de l'émetteur ? Non

Une ou plusieurs sociétés affiliées de ODDO BHF SCA, autres que ABN AMRO – ODDO BHF B.V., peuvent, à certaines occasions, détenir 1% ou plus de la totalité du capital émis de l'émetteur.

ODDO BHF SCA ou sa filiale ABN AMRO – ODDO BHF B.V., détient-il une position longue ou courte nette de plus de 0,5% de la totalité du capital émis de l'émetteur ? Non

L'émetteur détient-il plus de 5% de la totalité du capital émis de ODDO BHF SCA ou de sa filiale ABN AMRO – ODDO BHF B.V. ? Non

Disclosure lié à la publication

Cette analyse financière a été transmise à l'émetteur pour relecture, sans objectif de cours ni recommandation, avant sa diffusion, afin de vérifier l'exactitude de données factuelles contenues dans l'analyse ? Non

Les conclusions de cette analyse financière ont été modifiées suite à sa relecture, avant diffusion, par l'émetteur ? Non

Autres conflits d'intérêts

ODDO BHF SCA ou l'une de ses sociétés affiliées est-il au courant de conflits d'intérêts supplémentaires ? Non

Conflits d'intérêts personnels



Les personnes en charge de la rédaction de l'analyse financière ont-elles acheté des instruments financiers de l'émetteur concerné par la présente analyse financière?

Non

Les personnes en charge de la rédaction du présent document ont-elles perçues une rémunération directement liée à des opérations de service d'entreprise d'investissement ou à un autre type d'opération qu'elles réalisent ou aux frais de négociation qu'elles ou toute personne morale faisant partie du même groupe reçoit?

Non

Toutes les déclarations relatives aux conflits d'intérêts de toutes les sociétés mentionnées dans le présent document peuvent être consultées sur le site de la recherche de ODDO BHF : www.securities.oddobhf.com

Historique des recommandations sur les 12 derniers mois

Société	Date	Recomm.	Cours	
Air France-KLM	28/04/2021	Sous-performance	4.73	Yan Derocles
	13/04/2021	Opinion suspendue	5.05	Yan Derocles
	28/01/2021	Sous-performance	5.02	Yan Derocles
IAG	17/11/2020	Neutre	1.72	Olfa Taamallah
Wizz Air	11/05/2021	Neutre	55.03	Olfa Taamallah
	12/11/2020	Surperformance	47.61	Fatma Ayachi

Historique des objectifs de cours sur les 12 derniers mois

Société	Date	Objectif	Cours	Analyste
Air France-KLM	10/05/2021	3.80 EUR	4.63	Yan Derocles
	28/04/2021	4.40 EUR	4.73	Yan Derocles
	28/01/2021	4.50 EUR	5.02	Yan Derocles
	18/11/2020	4.70 EUR	4.43	Yan Derocles
	03/11/2020	3.80 EUR	3.13	Yan Derocles
	24/09/2020	4.00 EUR	3.02	Yan Derocles
EasyJet	03/08/2020	4.20 EUR	3.37	Yan Derocles
	13/07/2021	14.03 GBP	877.80	Olfa Taamallah
	21/05/2021	14.56 GBP	974.60	Olfa Taamallah
	23/03/2021	14.27 GBP	910.40	Olfa Taamallah
	28/01/2021	10.61 GBP	746.60	Olfa Taamallah
	18/11/2020	10.74 GBP	756.20	Olfa Taamallah
IAG	05/08/2020	8.20 GBP	587.20	Olfa Taamallah
	01/03/2021	2.50 EUR	2.38	Olfa Taamallah
	28/01/2021	2.00 EUR	1.65	Olfa Taamallah
	17/11/2020	1.90 EUR	1.72	Olfa Taamallah
	28/10/2020	1.15 EUR	1.03	Olfa Taamallah
	03/05/2021	8.80 EUR	11.02	Yan Derocles
Lufthansa	28/01/2021	8.00 EUR	10.91	Yan Derocles
	06/11/2020	7.50 EUR	7.44	Yan Derocles
	08/04/2021	20.00 EUR	16.52	Olfa Taamallah
Ryanair	02/02/2021	18.00 EUR	15.06	Olfa Taamallah
	04/12/2020	19.00 EUR	17.06	Olfa Taamallah
	03/11/2020	15.00 EUR	12.79	Olfa Taamallah
Wizz Air	03/06/2021	4890.00 GBP	4686.00	Olfa Taamallah
	11/05/2021	5100.00 GBP	4733.00	Olfa Taamallah
	28/01/2021	5550.00 GBP	4402.00	Olfa Taamallah
	12/11/2020	5485.11 GBP	4274.00	Fatma Ayachi



Disclaimer:

Avertissement relatif à la distribution par ODDO BHF SCA à des investisseurs autres que des ressortissants des Etats-Unis :

La présente étude a été réalisée par ODDO BHF Corporates & Markets, division d'ODDO BHF SCA (« ODDO »), agréée par l'Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution (ACPR) et réglementée par l'Autorité des Marchés Financiers (AMF).

Lorsqu'elle est distribuée hors des Etats-Unis, l'étude est exclusivement destinée à des clients non américains d'ODDO ; elle ne saurait être divulguée à un tiers sans le consentement préalable et écrit d'ODDO. Le présent document n'est pas et ne doit pas être interprété comme une offre de vente ni comme la sollicitation d'une offre d'achat ou de souscription à un quelconque investissement. La présente étude a été préparée dans le respect des dispositions réglementaires destinées à promouvoir l'indépendance de l'analyse financière. Des « murailles de Chine » (barrières à l'information) ont été mises en place pour éviter la diffusion non autorisée d'informations confidentielles ainsi que pour prévenir et gérer des situations de conflit d'intérêts. Cette étude a été rédigée conformément aux dispositions réglementaires applicables en France aux fins de promouvoir l'indépendance de l'analyse financière. La recommandation contenue dans ce document est revue et mise à jour au moins trimestriellement à chaque publication par l'émetteur de son rapport trimestriel.

A la date de publication du présent document, ODDO et/ou l'une de ses filiales peuvent être en conflit d'intérêts avec le ou les émetteur(s) mentionnés. Tous les efforts raisonnables ont été déployés pour veiller à ce que les informations contenues dans les présentes ne soient pas erronées ou mensongères à la date de la publication, mais aucune garantie n'est donnée de même qu'aucune conviction ne doit être fondée sur l'exactitude ou l'exhaustivité de ces informations. Les performances passées ne préjugent pas des performances futures. Toutes les opinions exprimées dans le présent document sont le reflet du contexte actuel ; elles sont susceptibles de modification sans préavis. Les opinions exprimées dans cette étude reflètent exactement les points de vue personnels de l'analyste sur les titres et/ou les émetteurs concernés et aucune partie de la rémunération de ce dernier n'a été, n'est, ni ne sera directement ou indirectement liée aux opinions spécifiques contenues dans la présente étude. Cette étude ne constitue pas une recommandation d'investissement personnalisée de même qu'elle ne tient pas compte des objectifs d'investissement, de la situation financière ni des besoins propres aux clients. Ceux-ci sont invités à s'interroger sur l'adéquation entre un avis ou une recommandation quelconque, exprimés dans l'étude, et leur situation personnelle et, si besoin est, à consulter un professionnel, y compris un conseiller fiscal.

Ce rapport de recherche s'adresse uniquement aux investisseurs institutionnels. Il peut ne pas contenir l'information nécessaire pour que d'autres prennent des décisions d'investissement. Consultez votre conseiller financier ou un professionnel de placement si vous n'êtes pas un investisseur institutionnel.

Avertissement relatif à la distribution par ODDO BHF SCA à des investisseurs ressortissants des Etats-Unis :

La présente étude a été réalisée par ODDO BHF Corporates & Markets, division d'ODDO. Cette étude est distribuée aux investisseurs ressortissants des Etats-Unis exclusivement par ODDO BHF New York Corporation (« ONY »), MEMBER: FINRA/SIPC. Elle s'adresse exclusivement aux clients d'ONY ressortissants des Etats-Unis et ne saurait être communiquée à un tiers sans le consentement préalable et écrit d'ONY. Ce document n'est pas et ne doit pas être interprété comme une offre de vente ni comme la sollicitation d'une offre d'achat ou de souscription à un quelconque investissement. La présente étude a été préparée dans le respect des dispositions réglementaires destinées à promouvoir l'indépendance de l'analyse financière. Des « murailles de Chine » (barrières à l'information) ont été mises en place pour éviter la diffusion non autorisée d'informations confidentielles ainsi que pour prévenir et gérer des situations de conflit d'intérêts. Cette étude a été rédigée conformément aux dispositions réglementaires applicables en France aux fins de promouvoir l'indépendance de l'analyse financière. La recommandation contenue dans ce document est revue et mise à jour au moins trimestriellement à chaque publication par l'émetteur de son rapport trimestriel.

A la date de publication du présent document, ODDO, et/ou l'une de ses filiales peuvent être en conflit d'intérêts avec le ou les émetteur(s) mentionnés. Tous les efforts raisonnables ont été déployés pour veiller à ce que les informations contenues dans les présentes ne soient pas erronées ou mensongères à la date de la publication, mais aucune garantie n'est donnée de même qu'aucune conviction ne doit être fondée sur l'exactitude ou l'exhaustivité de ces informations. Les performances passées ne préjugent pas des performances futures. Toutes les opinions exprimées dans le présent document sont le reflet du contexte actuel ; elles sont susceptibles de modification sans préavis.

Les opinions exprimées dans cette étude reflètent exactement les points de vue personnels de l'analyste sur les titres et/ou les émetteurs concernés et aucune partie de la rémunération de ce dernier n'a été, n'est, ni ne sera directement ou indirectement liée aux opinions spécifiques contenues dans la présente étude. Cette étude ne constitue pas une recommandation d'investissement personnalisée de même qu'elle ne tient pas compte des objectifs d'investissement, de la situation financière ni des besoins propres aux clients. Ceux-ci sont invités à s'interroger sur l'adéquation entre un avis ou une recommandation quelconque, exprimés dans l'étude, et leur situation personnelle et, si besoin est, à consulter un professionnel, y compris un conseiller fiscal.

Ce rapport de recherche s'adresse uniquement aux investisseurs institutionnels. Il peut ne pas contenir l'information nécessaire pour que d'autres prennent des décisions d'investissement. Consultez votre conseiller financier ou un professionnel de placement si vous n'êtes pas un investisseur institutionnel.

Informations à communiquer conformément aux exigences de la FINRA (Financial Industry Regulatory Authority), Règle 15a-6 :

Conformément à la Règle 15a-6 (a)(3), toutes transactions réalisées par ODDO, et/ou par une de ses filiales avec une entité américaine sur les titres décrits dans cette recherche réalisée hors des Etats-Unis, sont effectuées par l'intermédiaire d'ONY. En tant que membre de la FINRA, ONY a revu ce document afin de pouvoir le distribuer aux investisseurs américains, conformément aux dispositions du 2241(h) du règlement de la FINRA applicable à la diffusion de l'analyse financière produites par ODDO.

- Ni ONY, ni ODDO, ni ODDO BHF Corporates & Markets ne détiennent effectivement 1 % ou plus de toute catégorie d'actions ordinaires de la société concernée ;
- A la date de publication de la présente étude, l'analyste d' ODDO BHF Corporates & Markets n'a pas été informé ni n'a eu connaissance de même qu'il n'a aucune raison d'avoir connaissance d'un quelconque conflit d'intérêts réel et significatif le concernant ou concernant ODDO, ODDO BHF Corporates & Markets, ou ONY à l'exception des cas mentionnés dans le paragraphe intitulé « Risques de conflits d'intérêts » ;
- ODDO BHF Corporates & Markets, ou ODDO peuvent, dans les trois prochains mois, percevoir ou réclamer une rémunération au titre de services de banque d'investissement auprès de la société objet de la présente étude, étant entendu qu'ONY ne sera pas partie prenante à de tels accords ;
- Ni ONY, ni ODDO, ni ODDO BHF Corporates & Markets, n'ont perçu une rémunération de la part de la société objet de l'étude au cours des 12 derniers mois au titre de la fourniture de services de banque d'investissement à l'exception des cas mentionnés dans le paragraphe intitulé « Risques de conflits d'intérêts » ;
- Ni ONY, ni ODDO, ni ODDO BHF Corporates & Markets, n'ont été le chef de file ni le co-chef de file d'une émission de titres par offre publique pour le compte de la société objet de l'étude au cours des 12 derniers mois à l'exception des cas mentionnés dans le paragraphe intitulé « Risques de conflits d'intérêts » ;
- ONY n'est pas teneur de marché (ni ne l'a jamais été) et, en conséquence, n'était pas teneur de marché pour les titres de la société objet de l'étude à la date de publication de cette dernière.

Réglementation AC (Regulation AC) :

ONY est dispensé des obligations de certification au titre de la réglementation AC (Regulation AC) pour la distribution par ses soins à un ressortissant américain aux Etats-Unis de la présente étude préparée par un analyste d' ODDO BHF Corporates & Markets car ODDO n'a pas de dirigeants ni de personnes exerçant des fonctions similaires ni des salariés en commun avec ONY et ONY conserve et applique des politiques et procédures raisonnablement destinées à l'empêcher, de même que toute personne exerçant le contrôle, tous dirigeants ou personnes exerçant des fonctions similaires, ainsi que des salariés d'ONY, d'influencer les activités de l'analyste d'une société tierce ainsi que le contenu des études préparées par un tel analyste tiers.

Coordonnées de la société chargée de la distribution de la recherche aux investisseurs ressortissants des Etats-Unis : ODDO BHF New York Corporation, MEMBER: FINRA/SIPC est une filiale à 100 % d'ODDO BHF SCA ; Philippe Bouclainville, Président (pbouclainville@oddony.com) 150 East 52nd Street New York, NY 10022 212-481-4002.