Utilities Solaire Espagne

Plus attractive
Grenergy | OC 52.5 €

Moins attractive
Solaria | OC 15.8 €

Soleils d'Espagne

Date publication: 03/02/2021 18:23
Date rédaction: 03/02/2021 16:35

Cours 02/02/21	Reco	Dev.	Cours	OC
Grenergy renovables	Surperformance	EUR	41.50	52.50
Solaria	Sous-performance	EUR	22.32	15.80

En 2020, le segment des énergies renouvelables a surperformé en Bourse porté par la croissance des objectifs de verdissement des mix énergétiques en Europe et dans le monde, la progression régulière des capacités installées et une visibilité offerte par les mécanismes d'enchères. Dans le cadre de l'élargissement de notre couverture, nous initions deux valeurs espagnoles Grenergy à Surperformance avec un OC de 52.5 € et Solaria à Sous-performance avec un OC 15.8 €.

Le secteur des énergies renouvelables très dynamique en Bourse

Les exploitants ont connu une véritable frénésie de la part des investisseurs depuis plusieurs trimestres. En dépit de la volatilité des marchés liée à la crise sanitaire, la valorisation des pure players des énergies renouvelables (essentiellement des small caps) s'explique par un profil vert avéré, un cadre tarifaire sécurisé, la poursuite des développements de capacités et une progression constante des flux d'investissements liés aux fonds thématiques et aux ETF. La sensibilité du profil aux énergies renouvelables constitue un facteur de différenciation au sein des énergéticiens intégrés.

Renouvelables : toujours un cap sur la croissance

L'éolien et le photovoltaïque connaissent une croissance remarquable partout dans le monde et notamment en Espagne (capacités installées : +53% d'ici à 2025). Ces énergies représentent aujourd'hui environ 25% des capacités installées électriques dans le monde (2 537 GW) et plus du tiers des volumes produits (soit environ 8 500 TWh sur les 26 000 TWh d'électricité produite). Elles bénéficient des tendances liées à la décarbonation des mix de production, de la baisse continue des coûts de production (passage sous la parité réseau) et de la généralisation des mécanismes d'enchères. Les trajectoires attendues par les organismes sectoriels de prévisions permettent de tabler sur une poursuite de la croissance (TMVA 2018/2030 de 3.9% pour l'éolien terrestre, 10.7% pour le solaire et 20.7% pour l'éolien maritime), avec toutefois un ralentissement de l'éolien terrestre au profit du solaire photovoltaïque et de l'éolien maritime.

Grenergy : initiation à Surperformance avec un OC de 52.5 €

Nous initions Grenergy à Surperformance avec un OC de 52.5 € fondé sur un DCF(55.5 €/action) à 80% et une SOP (40.4 €/action) à 20%. Le groupe se traite actuellement avec une décote de 10% en termes de VE/EBITDA 2023e par rapport aux producteurs indépendants d'énergie renouvelable. Grenergy a un business model intégré qui couvre toutes les phases du développement, de la construction et de la structuration financière, à la vente et/ou exploitation de projets. A fin 2020, Grenegy dispose de 163 MW de capacité installée et d'un pipeline de projets de plus de 5,0 GW à différents stades de développement (~4 GW pour compte propres et ~1 GW qui devrait être cédés). Le groupe vise une capacité installée de 2.5 GW en 2023 avec une forte croissance attendue en Espagne et au Chili.

Solaria : Initiation à Sous-performance avec un OC de 15.8 €

Nous initions Solaria à Sous-performance avec un OC de 15.8 € fondé sur un DCF (17.4 €/action) et une SOP (14.1 €/action). Le titre a été porté par la maitrise de la chaine de valeur qui a permis de faire croitre le portefeuille de projets, mais aussi par un facteur technique : son intégration dans les deux plus importants ETF aux Etats-Unis dont l'augmentation des encours a été significative en 2020. Solaria est un des seuls pure players du renouvelable qui repose sur une mono-technologie (solaire) et avec un tropisme Ibérique. Le groupe possède 440 MW de capacité installée et vise à atteindre 6.2 GW en 2025. Sur les 10 GW de projets en portefeuille, 5.7 GW, localisés en Espagne, bénéficient d'un statut de développement en phase avancée, ce qui donne corps à l'objectif de 2.15 GW fin 2021.

	Devise	Capi.Boursiere (M)	Opinion		Objectif de cours		BPA		PE (x)	
			Nouvelle	Ancienne	Nouveau	Ancien	2020e	2021e	2020e	2021e
Grenergy renovables	€	1 009	Surperformance		52.5		0.54	1.05	29.2	39.7
Solaria	€	2 789	Sous-performance		15.8		0.19	0.32	67.2	70.8

Philippe Ourpatian (Analyste)
+33 (0)1 55 35 42 71
philippe.ourpatian@oddo-bhf.com

Anis Zgaya (Analyste)
+33 (0)1 44 94 56 08
anis.zgaya@oddo-bhf.com

Risque de conflits d'intérêts :

Oddo & Cie et/ou une de ses filiales peuvent être en situation de conflit d'intérêts avec certaines des émetteurs mentionnés dans cette publication. Vous pouvez consulter l'ensemble des mentions des conflits d'intérêts en dernière page de ce document.
Document non contractuel, strictement limité à l'usage privé du destinataire, les informations fournies dans ce document proviennent de sources dignes de foi mais ne peuvent être garanties. Les appréciations formulées reflètent notre opinion à la date de publication et sont donc susceptibles d'être révisées ultérieurement.

Sommaire

Un segment qui reste très dynamique en bourse 3
Une année 2020 intrinsèquement renouvelable 3
Un début d'année 2021 avec un profil équivalent 4
Les ETF américains, un impact technique significatif sur la valorisation 4
Solaria et Grenergy vs leurs pairs 6

Renouvelables : toujours un cap sur la croissance 9
L'éolien européen : une production équivalente à 42% de la base nucléaire en exploitation 9
Le solaire photovoltaïque européen : une production équivalente à 20% de la base nucléaire européenne 11
Une trajectoire des volumes toujours haussière 12

Solaria centré sur le soleil d'Espagne, Grenergy profite du Chili 17
Une présentation synthétique de Solaria et Grenergy 17
Les principales zones de développement des deux groupes 19

Fiches Sociétés 25
Grenergy 25
Solaria 38

UN SEGMENT QUI RESTE TRES DYNAMIQUE EN BOURSE

Les exploitants ont connu une véritable frénésie de la part des investisseurs depuis plusieurs trimestres. En dépit de la volatilité des marchés liée à la crise sanitaire, la valorisation des pure players des énergies renouvelables (essentiellement des smallcaps) s'explique par un profil vert avéré, un cadre tarifaire sécurisé, la poursuite des développements de capacités et une progression constante des flux d'investissements liés aux fonds thématiques et aux ETF. A ce stade, la sensibilité du profil aux énergies renouvelables constitue un facteur de différenciation au sein des énergéticiens intégrés.

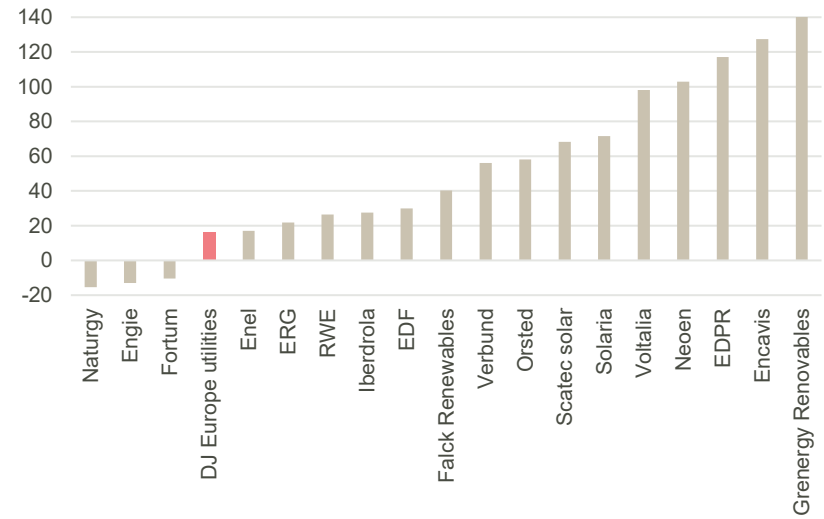
Une année 2020 intrinsèquement renouvelable

Au sein de l'univers des électriciens, dans son ensemble, la performance boursière absolue en 2020 et depuis le début de l'année semble encore tirée par les perspectives de croissance des capacités installées en général.

En 2020, sur les 17 titres des principales sociétés intervenant dans le segment de l'électricité, les sept meilleures performances boursières ont été observées pour des sociétés dédiées aux énergies renouvelables à savoir l'éolien plutôt terrestre et surtout le solaire.

Dans ce classement, ce sont essentiellement les pure players qui développent des capacités éoliennes terrestres et d'énergie solaire qui affichent les meilleures performances. Arrivent en second rang les électriciens intégrés les plus engagés dans les énergies renouvelables (y compris l'hydroélectricité comme Verbund) à travers des développements qui intègrent, comme Orsted, Iberdrola ou RWE un tropisme marqué vers l'éolien maritime, mais aussi plus généralement des stratégies globales renouvelables/réseaux.

Performance boursière absolue des électriciens 2020 (%)

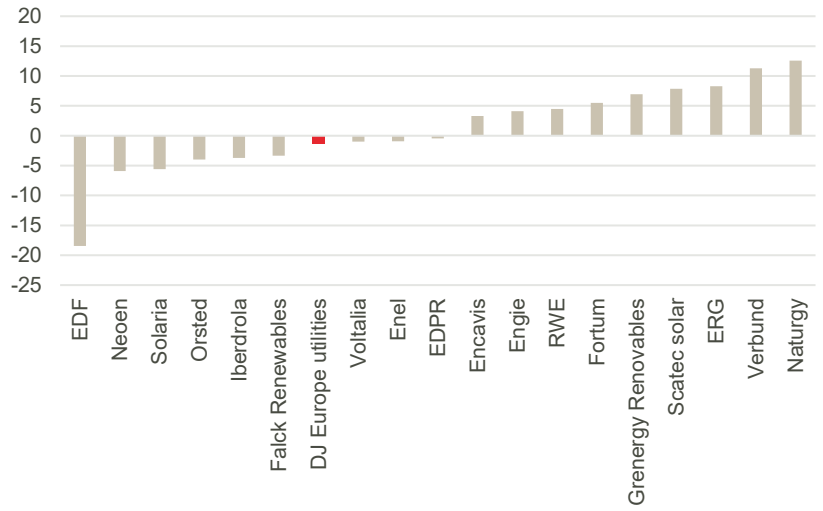


Graphique n°1 - Source : FactSet

Un début d'année 2021 avec un profil équivalent

Sur ce début d'année 2021, le profil renouvelable ressort encore en tête avec toujours les pure players en avance en termes de performance absolue, même si Naturgy bénéficie de l'offre partielle lancée par le fonds IFM sur 22.69% de son capital. Notons toutefois, la volatilité de Grenergy (meilleure performance absolue 2020) et de Voltalia (5ème meilleure performance absolue en 2020).

Performance boursière absolue des électriciens YTD au 02/02/2021 (%)



Graphique n°2 - Source : FactSet

Nous considérons que cette hiérarchie entre les valeurs de producteurs d'électricité tient à la capacité de croissance qu'offre le segment des énergies renouvelables en termes de développement et de mises en service de nouveaux actifs, en dépit d'une concurrence qui s'exacerbe depuis l'arrivée des fonds d'infrastructure et de « private equity » dans les appels d'offres.

La visibilité offerte par les mécanismes d'appel d'offres ou d'enchères et la disparition simultanée des subventions a permis un retour à la confiance des investisseurs actions et une réduction du risque politique.

Les ETF américains, un impact technique significatif sur la valorisation

A ces éléments fondamentaux, s'ajoute depuis quelques mois, l'impact de phénomènes techniques liés à l'engouement des investisseurs outre-Atlantique pour les valeurs entrant dans le segment des énergies renouvelables.

Au-delà de la gestion classique de portefeuille de titres cotés, le développement des Exchange Traded Funds (ETF) constitue un point notable.

Si sur les marchés financiers, il existe un grand nombre de produits indiciels de duplication des performances du segment des énergies renouvelables, nous tenons à mettre en avant deux trackers américains qui affichent les actifs sous gestion les plus importants de leur marché domestique, à savoir le Ishare Global Clean Energy de BlackRock et l'Invesco Solar

Compte tenu de l'étroitesse réelle des flottants de certains titres tels que EDP Renovaveis, Neoen, ou Solaria, il est aisé de comprendre que la progression de ce type de produits impacte fortement les volumes traités des titres sous-jacents intégrés dans les deux portefeuilles.

Détails des actifs d'Ishare Global Clean Energy et d'Invesco Solar au 29/01/2021

Ishare Global Clean Energy	M$		Invesco Solar	M$	
AUM	6 655		AUM	4 729	
TOP 25	Actifs net total	M$ investis	TOP 25	Actifs net total	M$ investis
Plug Power Inc.	10.89%		Enphase Energy Inc.	10.63%	
Enphase Energy Inc.	5.35%		SolarEdge Technologies Inc.	7.38%	
Verbund AG	**4.82%**	**321**	SunRun Inc.	6.74%	
Meridian Energy Ltd.	4.65%		GCL Poly Energy Holdings Ltd.	6.42%	
Ormat Technologies Inc.	4.34%		Xinyi Solar Holdings Ltd.	6.15%	
Daqo New Energy Corp. ADR	4.08%		SunPower Corp.	6.04%	
Xinyi Solar Holdings Ltd.	4.04%		Daqo New Energy Corp. ADR	5.99%	
First Solar Inc.	3.99%		First Solar Inc.	5.75%	
Vestas Wind Systems A/S	3.97%		Scatec ASA ORD	4.07%	
Oersted A/S	3.88%		Hannon Armstrong Sustainable I.C.	3.52%	
EDP Renovaveis S/A	**3.87%**	**258**	**Encavis AG ORD**	**3.48%**	**165**
Contact Energy Ltd.	3.84%		Canadian Solar Inc.	3.45%	
Scatec ASA ORD	3.52%		Atlantica Sustainable Infrastructure PLC	3.29%	
Boralex Inc. Cl A	3.13%		**Neoen S.A.**	**3.19%**	**151**
SolarEdge Technologies Inc.	3.00%		JinkoSolar Holding Co. Ltd. ADR	3.18%	
SunRun Inc.	2.84%		Clearway Energy Inc. Cl C	2.92%	
Innergex Renewable Energy Inc.	2.63%		Sunnova Energy International Inc.	2.82%	
Encavis AG ORD	**2.40%**	**160**	**Solaria Energia y Medio Ambiente S.A.**	**2.48%**	**117**
Canadian Solar Inc.	2.39%		Flat Glass Group Co. Ltd.	1.85%	
Neoen S.A.	**2.33%**	**155**	Renova Inc.	1.82%	
Companhia Energetica de Minas Gerais ADR	2.28%		**SMA Solar Technology AG**	**1.70%**	**80**
Atlantica Sustainable Infrastructure PLC	2.28%		Xinyi Energy Holdings Ltd.	1.52%	
Sunnova Energy International Inc.	2.04%		West Holdings Corp ORD	1.02%	
Doosan Fuel cell	1.87%		Meyer Burger Technology AG	0.95%	
Power cell	1.87%		Azure Power Global Ltd.	0.86%	
RenewableEnergy inc	1.74%		ReneSola Ltd ADR	0.76%	
Solaria Energia y Medio Ambiente S.A.	**1.73%**	**115**	Maxeon Solar Technologies Ltd	0.63%	
Companhia Paranaense de Energia AD	1.22%		Beam Global	0.47%	
Enlight Renewable Energy LTD	0.35%		**Grenergy Renovables**	**0.44%**	**21**
As of 29/01/2021	95.34%		As of 29/01/2021	97.22%	

Tableau n°3 - Source : Marketwatch

La collecte de ces produits a été, et est toujours, significative, entrainant mécaniquement des volumes importants d'achats de titres sur les valeurs du portefeuille.

A titre d'illustration, sur la seule année 2020, les actifs sous gestions de l'ETF de BlackRock Ishare Global Clean Energy ont été multipliés par 15, avec un doublement entre le mois de novembre 2020 et aujourd'hui.

Evolution des encours sous gestion d'Ishare Global Clean Energy

Date	Actifs sous gestion en M$
30/12/2019	382
30/01/2020	471
28/02/2020	572
31/03/2020	452
30/04/2020	521
31/05/2020	579
30/06/2020	642
31/07/2020	782
31/08/2020	1 117
30/09/2020	1 316
31/10/2020	1 680
30/11/2020	2 571
31/12/2020	3 838
29/01/2021	6 655

Tableau n°4 - Source : Trackinsight

Cette tendance devrait perdurer outre-Atlantique où l'investissement vert continue de connaitre un succès certain.

La nouvelle administration américaine, nettement plus favorable aux énergies renouvelables et la crise sanitaire, constituent des soutiens indéniables pour la poursuite d'une prise de conscience environnementale qui passe naturellement par les énergies non fossiles.

Solaria et Grenergy vs leurs pairs

Nous initions Grenergy avec une recommandation Surperformance et un objectif de cours de 52.5 € et Solaria avec une recommandation Sous-performance et un objectif de cours de 15.8 €.

Synthèse des valorisations

En €	%	Solaria	%	Grenergy
DCF	50	17.4	80	55.5
Somme des parties	50	14.1	20	40.4
Objectif de cours (moyenne)		**15.8**		**52.5**

Tableau n°5 - Source : ODDO BHF Securities

Nous initions Grenergy à Surperformance avec un OC de 52.5 € fondé sur une actualisation des flux de trésorerie (55.5 €/action) à 80% et une somme des parties (40.4 €/action) à 20%. Nous surpondérons la méthode DCF dans notre valorisation car celle-ci intègre la croissance future du groupe alors que la méthode SOP est plutôt une méthode statique qui n'intègre que la valorisation du pipeline actuel.

Le groupe se traite actuellement avec une décote de 10% en termes de VE/EBITDA 2023e par rapport aux producteurs indépendants d'énergie renouvelable.

Grenergy a un business model intégré qui couvre toutes les phases du développement, de la construction et de la structuration financière, à la vente et/ou exploitation de projets.

A fin 2020, le groupe dispose de 163 MW de capacité installée et d'un pipeline de projets de plus de 5,0 GW à différents stades de développement (~4 GW pour compte propres et ~1 GW qui devrait être cédés). Le groupe vise une capacité installée de 2.5 GW en 2023 avec une forte croissance attendue en Espagne et une poursuite de la croissance au Chili.

Sur la période 2020/2030 nous prévoyons un TMVA de l'EBITDA et des BPA de l'ordre de 30%.

D'un point vue bilanciel, le groupe devrait enregistrer un pic en termes de levier en 2022 avec un ratio de Dettes nettes/EBITDA de 7x, avant de bénéficier de l'effet de taille de son parc en termes de génération de cash-flows. Ceci ramènera le ratio de levier autour de 6.0x dès 2025 et 5.0x en 2030e, conforme à une vitesse de croisière chez certains concurrents.

Nous initions Solaria à Sous-performance avec un OC de 15.8 € fondé sur une actualisation des flux de trésorerie (17.4 €/action) et une somme des parties (14.1 €/action).

Le titre a été porté par la maitrise de la chaine de valeur qui a permis de faire croitre le portefeuille de projets, mais aussi par un facteur technique à savoir son intégration dans les deux plus importants ETF aux Etats-Unis dont l'augmentation des encours a été significative au cours de l'année 2020.

Solaria est un des seuls pure players du renouvelable qui repose sur une mono-technologie (solaire) et avec un tropisme Ibérique.

Solaria possède 440 MW de capacité installée et vise à atteindre 6.2 GW en 2025. Sur les 10 GW de portefeuille de projets, 5.7 GW, localisés en Espagne, bénéficient d'un statut de développement en phase avancée, ce qui donne corps à l'objectif de 2.15 GW fin 2021.

Sur la période 2019/2025, nous tablons sur des TMVA du CA de 28%/an porté par l'Espagne, de 44% pour l'EBITDA et 31% pour le RNpg, compte tenu d'un choix de financement des nouveaux projets essentiellement par dettes à partir de 2020 et d'une fiscalité qui perd peu à peu le bénéfice des reports déficitaires. Nos estimations 2020/2025e ressortent dans les fourchettes du consensus FactSet.

D'un point vue bilanciel, le groupe devrait enregistrer un pic en termes de levier en 2020 avec un ratio de Dettes nettes/EBITDA de 12.1x, avant de bénéficier de l'effet de taille de son parc en termes de génération de cash-flows combiné à la réduction de ses investissements. Ceci ramènera le ratio de levier autour de 5,4x dès 2025e, conforme à une vitesse de croisière chez certains concurrents.

Au sein de notre univers de couverture, compte tenu des performances boursières enregistrées par la plupart des titres que nous couvrons, la répartition de nos recommandations avec trois valeurs en Sous-performance, deux valeurs à Neutre et uniquement deux valeurs en Surperformance reflète cet état de fait.

L'approche par les comparables nous semble largement imparfaite. En effet, les multiples des pure players des énergies renouvelables sont dépendants de la croissance embarquée dans le cadre des plans stratégiques de progression des capacités installées et fonction de la vitesse avec laquelle les réalisations sont initiées.

Une analyse instantanée des multiples de valorisation est donc déformée par le prisme de la croissance.

Ratio de valorisation du segment énergie renouvelable de notre couverture

En x	Opinion	Cours	OC	Capi. B.	P/E			VE/EBITDA			VE/EBIT		
		(€)	(€)	(M€)	2021e	2022e	2023e	2021e	2022e	2023e	2021e	2022e	2023e
EDPR	Sous-performannce	22.7	11.0	19 801	56.3	50.3	45.4	14.4	13.7	13.0	24.3	22.9	21.6
Encavis	Neutre	22.1	20.0	3 022	42.7	39.9	35.7	19.2	17.9	16.7	31.7	30.4	28.2
ERG	Surperformannce	25.3	22.8	3 771	29.4	31.4	29.2	10.5	10.0	9.3	23.3	23.8	21.8
Neoen	Sous-performannce	59.0	43.0	5 010	ns	76.8	52.5	25.4	20.9	18.0	40.4	32.9	27.4
Voltalia	Neutre	25.6	21.0	2 300	51.2	32.7	25.5	19.1	15.4	12.4	26.7	20.5	15.8
Grenergy	Surperformance	**41.5**	**52.5**	1 009	**39.7**	**23.9**	**17.0**	**25.3**	**17.2**	**13.6**	**29.9**	**21.1**	**17.6**
Solaria	Sous-performance	**22.3**	**15.8**	2 789	**70.8**	**42.3**	**33.7**	**37.7**	**24.6**	**20.8**	**60.0**	**35.5**	**29.5**
Moyenne					**48.3**	**42.5**	**34.1**	**21.7**	**17.1**	**14.8**	**33.8**	**26.7**	**23.1**
Mediane					**46.9**	**39.9**	**33.7**	**19.2**	**17.2**	**13.6**	**29.9**	**23.8**	**21.8**

Tableau n°6 - Source : ODDO BHF Securities

Nous considérons que l'approche par les multiples de valeur d'entreprise n'est pas la plus pertinente, compte tenu de l'impact de la vitesse de développement des projets sur le niveau de dettes et entraine une distorsion haussière de la valeur d'entreprise sans prendre en compte le dénominateur qui, de son côté, ne sera alimenté qu'après la mise en service.

Afin de réduire autant que faire se peut cette distorsion, nous avons pris le parti de capitaliser les multiples de VE/EBITDA des guidances 2022/2023/2025 de chacun des groupes que nous suivons à savoir EDPR, Encavis, ERG, Grenergy Neoen, Solaria et Voltalia. Ainsi, les financements mis en place auront pour contrepartie les EBITDA générés par les projets financés.

Pour prendre en compte les spécificités de chacun des groupes dans leurs développements, notre facteur d'actualisation est le CPMC de chacune de ces sociétés.

Sur cette base, la moyenne des VE/EBITDA 2022, 2023 et 2025 actualisée au CMPC à 2021 ressort à 16.0x. Toutefois, retraité des multiples d'Encavis, Neoen et Solaria qui sont intégrés dans les deux plus importants trackers américains dédiés aux énergies renouvelables à savoir le Ishare Global Clean Energy de BlackRock et l'Invesco Solar, la moyenne de VE/EBITDA 2021 actualisée ressort à 13.7x.

Notons que nous intégrons dans notre moyenne EDPR, qui bien que faisant partie de ces deux ETF affiche un multiples de VE/EBITDA 2021 actualisé proche de la moyenne

De son côté, Grenergy affiche un multiple de VE/EBITDA 2021 de 15.4x sur la base de nos estimations, supérieur à la moyenne compte tenu de la volatilité du titre, mais largement inférieure aux autres titres qui bénéficient de cet effet indiciel.

Valorisation des comparables de VE/EBITDA actualisée (au 02/02/2021)

En x	Année de l'objectif	MW	2022e	2023e	2025e	CMPC	2021e
EDPR	2022	14 000	13.7			5.80%	14.5
Neoen	2022	5 000	20.9			4.89%	21.9
Voltalia	2023	2 600		12.4		8.07%	14.4
ERG	2022	3 600	10.0			5.00%	10.5
Encavis	2025	3 400			14.8	3.17%	16.8
Solaria	**2025**	**6 200**			15.2	5.30%	18.7
Grenergy	**2023**	**2 500**		13.6		6.10%	15.4
Moyenne							**16.0**
Moyenne hors effet tracker							**13.7**

Tableau n°7 - Source : ODDO BHF Securities

RENOUVELABLES : TOUJOURS UN CAP SUR LA CROISSANCE

Les énergies renouvelables (éolienne et photovoltaïque) ont connu depuis les premières implantations une croissance remarquable sur l'ensemble des géographies du monde. Elles représentent aujourd'hui environ 25% des capacités installées électriques dans le monde (2 537 GW) et plus du tiers des volumes produits (soit environ 8 500 TWh sur les 26 000 TWh d'électricité produite dans le monde).

Elles ont bénéficié des tendances liées à la décarbonation des mix de production aidées dans leur début par des mécanismes de tarifs subventionnés. La baisse continue des coûts de production permettant de passer sous la parité réseau et la généralisation des mécanismes d'enchères ont largement contribué à l'essor des capacités installées au cours de la dernière décennie.

Les trajectoires attendues par les organismes sectoriels de prévisions permettent raisonnablement de tabler sur une poursuite de la croissance (TMVA 2018/2030 de 3.9% pour l'éolien terrestre, de +10.7% pour le solaire et de 20.7% pour l'éolien maritime), avec toutefois un ralentissement de l'éolien terrestre au profit de l'éolien maritime et du solaire photovoltaïque.

L'éolien européen : une production équivalente à 42% de la base nucléaire en exploitation

De 6.5 GW en 1998, l'éolien européen a atteint à fin 2019 près de 193 GW de capacité installée, dont 28.7 GW d'éolien maritime. Cela représente une croissance moyenne annuelle de 17.6%. Ce volume de capacité installée correspond à une production moyenne de 383 TWh sur la base d'un taux d'utilisation moyen de 22%. Cette production est équivalente à celle de 51 réacteurs nucléaires de 1 GW de capacité installée affichant un taux d'utilisation moyen de 85%. En janvier 2021, 121 réacteurs nucléaires sont opérants en Europe dont 56 en France.

L'évolution de l'éolien au sein de l'Union Européenne a été très différente entre le bloc des pays « historiques » (UE à 15) et celui des 12 derniers entrants. Les capacités installées d'éolien terrestre et maritime dans les pays historiques ont cru de 17.7% en moyenne par an entre 1998 et 2018 alors que l'essor, à partir de 2002, de l'éolien terrestre dans l'ancien « bloc de l'Est » a entrainé une croissance de 36.0% en moyenne par an sur la même période.

TMVA des capacités installées éoliennes au sein de l'Union Européenne

En %	UE 28	UE 15	UE 13
TMVA historique	17.6	17.2	36.0
TMVA 1998/2005	30.0	29.9	51.2
TMVA 2005/2019	11.8	11.3	33.0

Tableau n°8 - Source : WindEurope

Evolution des capacités installées éoliennes (terrestres et maritimes) au sein de l'Union Européenne

MW	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Autriche	34	77	94	140	415	606	819	965	982	995	995	1 014	1 087	1 377	1 684	2 095	2 412	2 632	2 828	3 045	3 159
Belgique	6	13	32	35	68	96	167	194	287	415	563	886	1 078	1 375	1 651	1 959	2 229	2 386	2 843	3 360	3 937
Bulgarie	0	0	0	0	0	10	10	36	57	120	177	500	612	674	681	691	691	691	691	691	699
Croatie	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	180	302	347	423	422	613	583	606
Chypre	0	0	0	2	0	0	0	0	0	0	0	82	134	147	147	147	158	158	158	158	158
Republique Tchèque	0	0	0	3	9	17	28	54	116	150	192	215	217	260	269	282	282	281	308	317	339
Danemark	1 771	2 417	2 489	2 889	3 116	3 118	3 128	3 136	3 125	3 163	3 465	3 749	3 927	4 162	4 772	4 845	5 064	5 227	5 476	5 758	6 160
Estonie	0	0	0	2	2	6	32	32	59	78	142	149	184	269	280	303	303	310	310	310	320
Finlande	39	39	39	43	52	82	82	86	110	143	146	197	197	288	448	627	1 001	1 539	2 113	2 041	2 282
France	25	66	93	148	257	390	757	1 567	2 454	3 404	4 492	5 790	6 620	7 623	8 254	9 285	10 358	12 075	13 759	15 309	16 645
Allemagne	4 442	6 113	8 754	11 994	14 609	16 629	18 415	20 622	22 247	23 897	25 777	27 191	29 277	30 989	33 730	39 165	44 946	50 019	56 132	59 311	61 500
Grèce	112	189	272	297	383	473	573	746	871	985	1 087	1 323	1 634	1 749	1 865	1 980	2 152	2 369	2 651	2 844	3 571
Hongrie	0	0	0	3	3	3	17	61	65	127	201	295	329	329	329	329	329	329	329	329	329
Irlande	74	118	124	137	190	339	496	746	795	1 027	1 260	1 392	1 631	1 749	2 037	2 272	2 486	2 830	3 127	3 564	4 172
Italie	277	427	682	788	905	1 266	1 718	2 123	2 726	3 736	4 850	5 797	6 747	8 118	8 551	8 663	8 958	9 227	9 479	9 958	10 758
Lettonie	0	0	0	24	27	27	27	27	27	27	28	30	31	68	62	62	62	70	66	66	78
Lituanie	0	0	0	0	0	6	6	48	51	54	91	163	179	263	279	279	424	493	493	439	546
Luxembourg	10	10	15	17	22	35	35	35	35	35	35	44	44	58	58	58	58	120	120	120	136
Malte	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Pays-Bas	433	446	486	693	910	1 079	1 219	1 558	1 747	2 225	2 229	2 269	2 337	2 391	2 693	2 805	3 431	4 328	4 341	4 471	4 463
Pologne	0	0	0	27	63	63	83	153	276	544	725	1 180	1 616	2 496	3 390	3 834	5 100	6 355	6 397	5 864	5 917
Portugal	61	100	131	195	296	522	1 022	1 716	2 150	2 862	3 535	3 706	4 083	4 529	4 724	4 914	5 079	5 316	5 316	5 380	5 223
Romanie	0	0	0	0	1	1	2	3	8	11	14	462	982	1 905	2 599	2 954	2 976	3 024	3 029	3 029	3 040
Slovaquie	0	0	0	0	3	5	5	5	5	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3
Slovénie	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	2	3	3	3	3	3	5
Espagne	1 812	2 235	3 337	4 825	6 203	8 264	10 028	11 623	15 131	16 689	19 149	20 623	21 673	22 784	22 959	22 987	23 025	23 075	23 170	23 494	25 813
Suède	220	231	293	345	399	442	509	571	788	1 048	1 560	2 163	2 926	3 582	4 470	5 425	6 025	6 494	6 691	7 407	8 995
Royaume-Uni	362	406	474	552	667	904	1 332	1 962	2 406	2 974	4 051	5 204	6 497	8 649	10 531	12 440	13 603	14 542	18 872	20 970	24 128
Total EU -28	**9 678**	**12 887**	**17 315**	**23 159**	**28 599**	**34 383**	**40 511**	**48 069**	**56 517**	**64 712**	**74 767**	**84 427**	**94 045**	**106 017**	**116 770**	**128 752**	**141 579**	**154 318**	**169 318**	**178 824**	**192 982**
Total EU -15	**9 678**	**12 887**	**17 315**	**23 098**	**28 491**	**34 244**	**40 301**	**47 651**	**55 854**	**63 598**	**73 194**	**81 348**	**89 758**	**99 423**	**108 427**	**119 520**	**130 826**	**142 179**	**156 918**	**167 032**	**180 942**
Total EU -13	**0**	**0**	**0**	**61**	**108**	**139**	**211**	**419**	**663**	**1 114**	**1 573**	**3 079**	**4 287**	**6 414**	**8 041**	**8 885**	**10 331**	**11 717**	**11 787**	**11 209**	**11 434**

Tableau n°9 - Source : WindEurope

Le solaire photovoltaïque européen : une production équivalente à 20% de la base nucléaire européenne

De 0 GW en 1999, le solaire photovoltaïque européen et mondial a atteint à la fin d'année 2019 plus de 580 GW de capacité installée. Cette technologie a bénéficié de la baisse rapide et significative, de son coût de production.

Cette composante technologique couplée à la disparition des tarifs subventionnés au profit d'appels d'offres explique les croissances moyennes annuelles significatives à deux chiffres.

Sur la période 2009-2019, le TMVA des mises en service de MW photovoltaïques ressort en Europe à 23% et dans le reste du monde à 54%.

A l'échelle du monde, ce volume de capacité installée correspond à une production moyenne de 762 TWh sur une base d'un taux d'utilisation moyen de 15%. Cette production est équivalente à celle de 102 réacteurs nucléaires de 1 GW de capacité installée affichant un taux d'utilisation moyen de 85%. En janvier 2021, 442 réacteurs nucléaires sont opérants dans le monde. La contribution du photovoltaïque correspondant à un équivalent de 23% de la base installée mondiale de réacteurs nucléaires.

Sur l'Europe uniquement, ce volume de capacité installée correspond à une production moyenne de 174 TWh sur une base d'un taux d'utilisation moyen de 15%. Cette production est équivalente à celle de 23 réacteurs nucléaires de 1 GW de capacité installée affichant un taux d'utilisation moyen de 85% ce qui représente 19% de la base installée nucléaire européenne en équivalent réacteurs.

TMVA des capacités installées photovoltaïques au sein de l'Union Européenne et dans le monde

En MW	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	TMVA	Poids
Allemagne	10 565	18 005	25 915	34 075	36 709	37 898	39 243	40 714	42 337	45 930	48 962	17%	37%
Espagne	3 423	4 605	5 432	6 569	6 994	7 001	70 008	7 017	7 027	7 068	11 065	12%	8%
Italie	1 264	3 592	13 131	16 785	18 185	18 594	18 901	19 283	19 682	20 120	20 906	32%	16%
République Tchèque	465	1 727	1 913	2 022	2 064	2 068	2 075	2 068	2 070	2 078	2 070	16%	2%
France	277	1 044	3 004	4 359	5 277	6 034	7 138	7 702	8 610	9 483	10 571	44%	8%
Belgique	386	1 007	1 979	2 647	2 902	3 015	3 131	3 325	3 610	4 026	4 531	28%	3%
Reste de l'Europe	435	899	3 166	6 829	10 927	14 927	20 177	23 625	26 116	28 853	34 107	55%	26%
S/total Europe	**16 815**	**29 777**	**52 801**	**69 899**	**79 964**	**87 233**	**95 369**	**101 433**	**107 150**	**115 234**	**132 212**	**23%**	**100%**
Asie Pacifique	3 620	5 573	8 993	13 088	21 343	33 171	46 984	65 200	82 780	109 602	141 292	44%	32%
Amérique du Nord	1 734	3 159	5 708	8 963	13 051	17 943	24 374	36 008	44 944	55 346	68 276	44%	15%
Chine	415	1 022	3 108	6 718	17 748	28 388	43 538	77 788	130 801	175 018	205 072	86%	46%
Moyen-Orient Afrique	36	85	208	269	512	799	1 047	1 529	2 077	3 025	5 134	64%	1%
Reste du monde	17 011	30 437	54 061	72 533	83 154	91 295	101 431	110 450	122 715	137 366	28 173	64%	6%
S/total hors Europe	**6 001**	**10 485**	**18 177**	**32 113**	**57 370**	**84 364**	**122 004**	**189 542**	**276 167**	**365 123**	**447 947**	**54%**	**100%**
Total Monde	**22 816**	**10 485**	**18 177**	**32 113**	**57 370**	**171 597**	**217 373**	**290 975**	**383 317**	**480 357**	**580 159**	**38%**	

Tableau n°10 - Source : Irena

Une trajectoire des volumes toujours haussière

Une vision européenne poussée par le « Pacte vert »

Annoncé en janvier 2020 avec la mise en place de l'exécutif de la nouvelle Commission Européenne, le pacte vert pour l'Europe constitue un soutien supplémentaire au secteur des énergies renouvelables avec un renforcement des mesures de décarbonation du mix énergétique européen.

Ce plan va mobiliser un montant de 1 000 Md€. L'objectif est d'atteindre la neutralité carbone en 2050. Il nécessitera la réduction de 40% des émissions d'ici 2030 et par ricochet, 260 Md€ d'investissement annuel supplémentaire.

Environ la moitié des 1 000 Md€ sera allouée par le budget de l'Union européenne à travers différents fonds. Cet investissement permettra d'attirer 114 Md€ supplémentaires, sous forme de cofinancement auprès des pays de l'Union.

300 Md€ seront mobilisés auprès des investisseurs publics et privés à travers des investissements de l'Union européenne et des fonds ETS, et 100 Md€ grâce au mécanisme de transition juste. Ce dernier a été mis en place pour accompagner les régions et les communautés les plus affectées par la transition, car dépendant des ressources fossiles.

Ce plan valide un effort significatif dans la transition énergétique et va soutenir le développement des énergies renouvelables.

Rappelons que dans son rapport sur le développement d'ici à 2030 du segment éolien en Europe, publié par en septembre 2017, WindEurope tablait sur trois scénarios. La trajectoire européenne actuelle semble migrer du cas de base au plus optimiste.

Le scénario central tablait sur 323 GW de capacité installée éolienne cumulée répartis entre terrestre pour 253 GW et 70 GW pour le maritime. Cette trajectoire représente une croissance de 81% en cumulé sur la période 2018/2030. Avec cette capacité, l'énergie éolienne produirait environ 888 TWh d'électricité, soit 30% de la demande d'électricité de l'UE, à cet horizon.

L'industrie éolienne investirait 239 Md€ d'ici 2030 et cela supposerait que la chaîne d'approvisionnement de l'Union européenne reste compétitive grâce à ce marché robuste.

Ce scénario central suppose que l'Union Européenne atteigne son objectif de couvrir la demande d'électricité à hauteur de 27% par le biais des énergies renouvelables en 2030 et que les infrastructures de réseau demeurent suffisantes pour atteindre l'objectif de 15% d'interconnexion de l'Union Européenne.

Notons que cette trajectoire ressort très en deçà des nouveaux objectifs du pacte vert pour l'Europe de janvier 2020.

Dans le scénario optimiste, WindEurope table sur la réalisation d'un objectif de 35% pour les énergies renouvelables dans l'Union Européenne. La capacité installée atteindrait 398 GW d'ici à 2030, avec 299 GW d'éolien terrestre et 99 GW de maritime, soit une croissance de 23% des capacités par rapport au scénario central et plus qu'un doublement par rapport à celles de fin 2018. La production atteindrait 1 128 TWh, soit 38% de la demande électrique de l'Union Européenne. Ce scénario prend en compte 351 Md€ d'investissements d'ici à 2030, soit 19% de plus que dans le scénario central.

Dans le scénario pessimiste, les capacités installées représenteraient 253 GW en 2030, dont 207 GW terrestre et 49 GW maritime permettant de couvrir 21,6% de la demande d'électricité de l'Union Européenne en 2030. Ce scénario implique une baisse de 20% de capacité par rapport au scénario central et un investissement de 147 Md€ en recul de 39% par rapport au cas central.

Résumé des trois scénarios 2030 de WindEurope

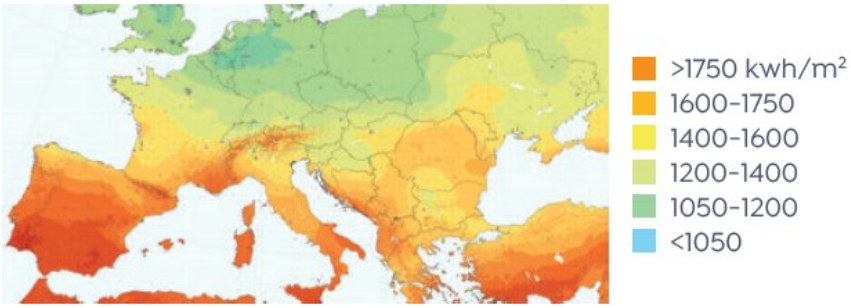
Scénario	Capacité installée (GW)						Production (TWh)			Niveau de couverture de la demande (%)		
	Terrestre	TMVA 18/30	Maritime	TMVA 18/30	Total	TMVA 18/30	Terrestre	Maritime	Total	Terrestre	Maritime	Total
Central	253	3.9%	70	12.0%	323	5.0%	599	290	889	19.9%	9.9%	29.8%
Optimiste	299	5.3%	99	15.3%	398	6.9%	706	422	1128	23.5%	13.9%	37.4%
Pessimiste	207	2.2%	46	8.1%	253	2.9%	453	195	648	15.1%	6.5%	21.6%

Tableau n°11 - Source : WindEurope ("Wind energy in Europe, Scenarios for 2030" publié le 22 septembre 2017)

En ce qui concerne le photovoltaïque, la progression attendue des capacités installées est aussi remarquable avec un TMVA de 8% des capacités installée attendu sur la période 2018/2030.

Cette faiblesse relative de la croissance, par rapport à l'éolien, s'explique par le volume de la ressource qui pâtit de la latitude de la zone géographique.

Ressource solaire en Europe



Graphique n°12 - Source : Irena

Notons néanmoins qu'en termes de volume, les estimations de l'Irena à 291 GW en 2030 se situent entre le scénario central et le pessimiste du développement de l'éolien.

Trajectoire 2030/2050 du solaire photovoltaïque en Europe

En GW	2018	2030e	TMVA 18/30e	2050e	TMVA 30/50e	TMVA 18/50e
Europe	115	291	8.0%	891	5.8%	6.6%

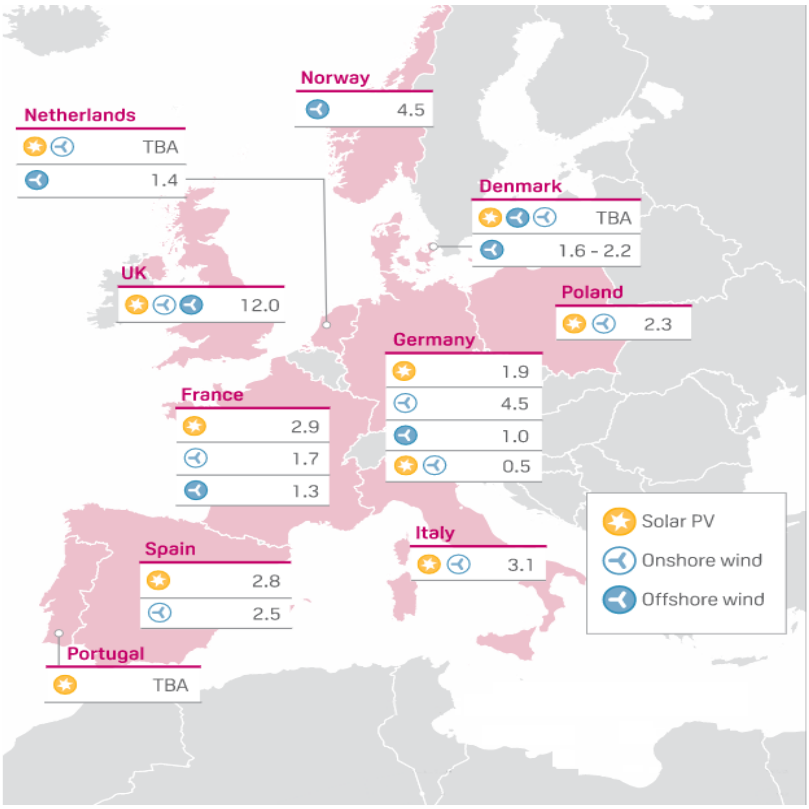
Tableau n°13 - Source : Irena

Ces trajectoires sont aujourd'hui en partie confirmées par les appels d'offres en préparation en Europe. Ainsi, plus de 40 GW de capacité renouvelable devraient être mis aux enchères en 2021 au sein des dix plus grands marchés d'énergies renouvelables du continent.

Les processus d'appels d'offres programmés comprennent le plus grand tour d'enchères jamais réalisé au Royaume-Uni et certains des premiers appels d'offres tenus sur le marché très actif des énergies renouvelables en Espagne depuis près de quatre ans.

Au sein de ces dix pays, au moins 13 GW de capacité solaire et plus de 30 GW de capacité éolienne terrestre et maritime seront probablement mis aux enchères au cours des 12 prochains mois.

Principaux appels d'offres en 2021en Europe



Graphique n°14 - Source : Platts

Au total, les nouveaux volumes équivaudraient à 15% de la capacité installée dans les trois technologies pour ces pays, même si certains des projets ne seront attribués qu'après 2021, voire demanderont un temps de construction plus important.

Certains pays devraient également organiser des enchères d'énergies renouvelables terrestres mais n'ont pas encore publié les volumes prévus, notamment les Pays-Bas, le Portugal, le Danemark et l'Irlande.

Cet environnement d'augmentation des volumes intervient dans un cadrage de politique énergétique nationale fondée une accélération du déploiement des énergies renouvelables et dans une volonté affichée des acteurs du segment, quel que soit leur taille, de poursuivre la croissance de leur capacité installée.

Hors d'Europe, poursuite du verdissement de la production d'électricité

Pour l'éolien terrestre hors d'Europe, la grande disponibilité des ressources existantes devrait porter la progression des capacités installées dans plusieurs régions au cours de la prochaine décennie, pour atteindre 1 571 GW en 2030 sur un total de 1 824 GW en 2030 y compris Europe. Ce développement sous-tend un taux de croissance moyen annuel implicite de 12.7% (vs 3.9% pour l'Europe et 10.7% pour le monde).

Les zones affichant le plus fort taux de développement seront le Moyen-Orient/Afrique et l'Asie avec des croissances respectives de 24.6% et 13.6% par an.

Dans la zone Moyen-Orient/Afrique, les énergies renouvelables, parmi lesquelles l'éolien terrestre, jouent un rôle clé dans la transition énergétique durable. Les initiatives politiques régionales telles que la "Pan-Arab Strategy for the Development of Renewable Energy 2010/2030" adoptée lors du troisième sommet de développement économique arabe par la Ligue Arabe en 2013 constituent le creuset de cette trajectoire.

Pour ce qui est de l'Asie, son principal moteur est sans surprise la Chine dont les capacités installées en éolien terrestre devraient être multipliées par dix pour atteindre 2 150 GW entre 2018 et 2050.

Au-delà de 2030 et jusqu'à l'horizon de 2050, l'Irena table sur un TMVA de cette technologie de 7.3% avec l'atteinte d'un volume de capacité installée mondial de 5 044 GW dont près de la moitié sera située en Chine

Trajectoire 2030/2050 de l'éolien terrestre dans le monde

En GW	2018	2030e	TMVA 18/30e	2050e	TMVA 30/50e	TMVA 18/50e
Europe	160	253	3.9%	483	3.3%	3.5%
Amérique du Nord	107	330	9.8%	1 146	6.4%	7.7%
Amérique du Sud	25	71	9.1%	182	4.8%	6.4%
Moyen-Orient Afrique	6	84	24.6%	525	9.6%	15.0%
Asie	231	1 067	13.6%	2646	4.6%	7.9%
Océanie	7	19	8.7%	62	6.1%	7.1%
Total	**536**	**1 824**	**10.7%**	**5 044**	**5.2%**	**7.3%**

Tableau n°15 - Source : Irena

L'éolien maritime permet aux pays d'exploiter des conditions de vent généralement plus élevées avec des taux d'utilisation supérieurs à 50% (vs en moyenne 22% en Europe continentale) et d'établir des projets dont la taille unitaire est significativement plus importante que dans l'éolien terrestre. Les parcs d'éolien maritime dépassent le GW et sont très souvent installés près de zones côtières densément peuplées et fortement consommatrices d'électricité.

Cet ensemble de facteurs explique la croissance attendue du segment avec essentiellement trois zones géographiques de développement d'ici à 2030 à savoir l'Europe sur sa façade maritime septentrionale, l'Amérique du Nord et plus précisément la côte est et enfin l'Asie.

Sur la période 2018/2030, le TMVA de l'éolien maritime dans le monde (20.7%) devrait être le double de celui de l'éolien terrestre (10.7%).

Notons enfin, qu'en Asie, les potentiels de développement sont moins concentrés que pour l'éolien terrestre avec outre la Chine, qui devrait représenter 382 GW soit 50% des capacités installées de la zone à l'horizon 2050, des potentiels importants en Inde, à Taiwan, en République de Corée, au Japon, en Indonésie, aux Philippines et au Vietnam.

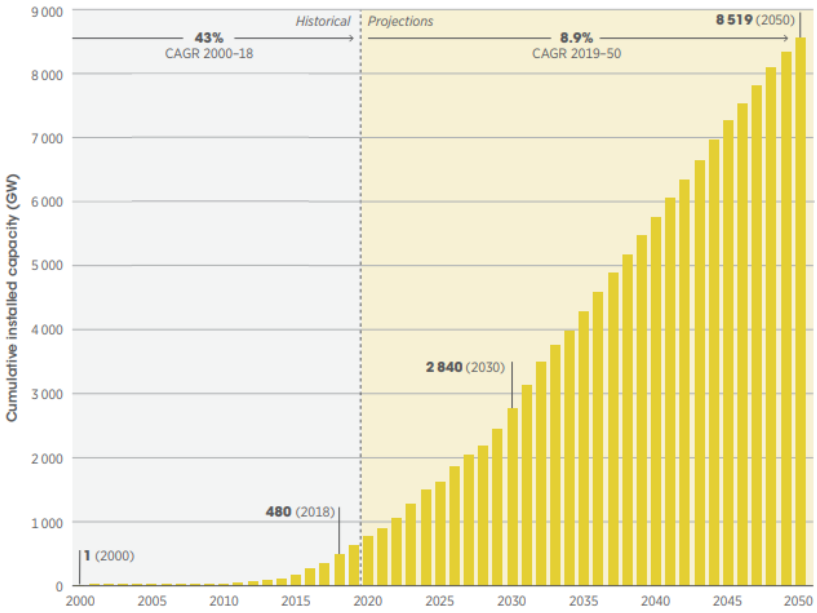
Trajectoire 2030/2050 de l'éolien maritime dans le monde

GW	2018	2030e	TMVA 18/30	2050e	TMVA 30/50	TMVA 18/50e
Europe	19	78	12.5%	215	5.2%	7.9%
Amérique du Nord	0	23	na	164	10.3%	na
Amérique du Sud	0	1	na	5	8.4%	na
Asie	5	126	30.9%	613	8.2%	16.2%
Océanie	0	1	na	3	5.6%	na
Total	**24**	**229**	**20.7%**	**1 000**	**7.6%**	**12.4%**

Tableau n°16 - Source : Irena

Pour le solaire, la trajectoire mondiale retenue par l'International Renewable Energy Agency (Irena) repose sur une multiplication par 7 des capacités installées photovoltaïques entre 2018 et 2030 pour atteindre 2 840 GW en 2030, soit un TMVA de 16% sur la période.

Trajectoire des capacités installées photovoltaïques 2030 et 2050



Graphique n°17 - Source : WindEurope

Cette croissance annuelle moyenne comparable à celle de l'éolien maritime se fonde sur :

- La grande disponibilité des ressources.
- Le potentiel de marché.
- La compétitivité des coûts du solaire photovoltaïque.

Cet ensemble de facteurs devrait continuer de stimuler la croissance dans les régions les plus favorisées par la ressource au cours de la prochaine décennie.

Trajectoire 2030/2050 du solaire Photovoltaïque dans le monde

GW	2018	2030e	TMVA 18/30e	2050e	TMVA 30/50e	TMVA 18/50e
Europe	115	291	8.0%	891	5.8%	6.6%
Amérique du Nord	55	437	18.9%	1 728	7.1%	11.4%
Amérique du Sud	7	97	24.5%	281	5.5%	12.2%
Moyen-Orient Afrique	3	131	37.0%	673	8.5%	18.4%
Asie	290	1 860	16.8%	4 837	4.9%	9.2%
Océanie	10	25	7.9%	109	7.6%	7.8%
Total	**480**	**2 841**	**16.0%**	**8 519**	**5.6%**	**9.4%**

Tableau n°18 - Source : Irena

SOLARIA CENTRE SUR LE SOLEIL D'ESPAGNE, GRENERGY PROFITE DU CHILI

En amont des études d'initiation de couverture de Solaria et Grenergy, nous avons souhaité réaliser une présentation synthétique de ces deux groupes. Bien qu'une grande partie de leur histoire passée soit commune avec des positionnements en amont de la chaine de valeur des énergies renouvelables (développement et construction pour compte de tiers), les deux sociétés ont abordé un virage stratégique vers la production indépendante d'électricité il y a peu. A partir de ce choix, les stratégies ont divergé avec pour Solaria une trajectoire fondée uniquement sur le développement de capacités photovoltaïques en Ibérie, alors que Grenergy poursuit une croissance éolienne et solaire de ses actifs de production dans un environnement international marqué et très sud-américain avec le Chili, la Colombie et le Pérou en complément de l'Espagne.

Une présentation synthétique de Solaria et Grenergy

Grenergy Renovables (Grenergy) et Solaria Energia et Medio Ambiente (Solaria) sont deux groupes espagnols intervenant dans les énergies renouvelables mais au profil industriel différent.

Grenergy : un IPP solaire/éolien en Espagne et au Chili

Grenergy Renovables (Grenergy) est une société espagnole créée en 2007 par son CEO actuel et son principal actionnaire Mr David Ruiz de Andrés qui détient 68% du capital. Elle a été cotée en 2015 sur le marché alternatif espagnol (MAB) puis depuis 2019 sur le marché continu.

Grenergy est un producteur d'énergie renouvelable indépendant (IPP) qui se développe dans les technologies du solaire photovoltaïque et de l'éolien terrestre.

Le groupe a un business model intégré qui couvre toutes les phases du développement, de la construction et de la structuration financière à la vente et/ou exploitation de projets.

Jusqu'en 2019, le groupe a exclusivement opéré sur un modèle de ventes de projets « Build to Sell » ou « B2S ». Depuis 2020, il a décidé de s'engager vers un modèle un modèle « Build to Own » ou « B2O » tout en continuant son acticité « B2S ».

Solaria : 100% solaire en Espagne

Solaria est une société espagnole cotée à la bourse de Madrid depuis juillet 2007. Son principal actionnaire est la famille Diaz Tejeiro qui possède 41.32% du capital. Solaria est un des seuls pure players producteur d'énergie renouvelable reposant sur une mono-technologie, le solaire.

Solaria affiche un business model intégré qui couvre toutes les phases du développement, de la construction et de la structuration financière à l'exploitation de projets.

Entre 2003 et 2007, le groupe était positionné sur le développement de projets solaires, la fourniture de panneaux photovoltaïques, la construction de projets solaires pour compte de tiers et les opérations de maintenance. Entre 2006 et 2014, il effectue un premier virage stratégique en ajoutant, outre la vente de cellules destinées aux panneaux photovoltaïques, ses premiers actifs de génération pour compte propre. A partir de 2015, Solaria se positionne sur l'ensemble de la chaine de valeur : du développement à la production pour compte propre d'électricité solaire à partir de capacités photovoltaïques.

Aujourd'hui l'intégralité de ses développements demeure dans son patrimoine sur la base de l'application exclusive d'un modèle Build to Own (B2O). Le groupe ne procède pas à des cessions partielles ou intégrales de ses actifs.

Il axe sa croissance à partir de mécanismes d'enchères gouvernementaux de volumes ainsi que sur les contrats de vente d'électricité à long terme avec des contreparties privées (Corporates PPA) essentiellement sur l'Espagne, qui demeure sa seule zone de développement.

Tableau synoptique des profils industriels de Solaria et Grenergy

En MW	Solaria	Grenergy
Données opérationnelles		
Capacités installées	**440**	**163**
Dont éolien		63
Dont photovoltaïque	440	100
Géographies actuelles		
Espagne	400.4	
Italie	16.7	
Grèce	0.4	
Argentine		24
Chili		103
Colombie		
Pérou		36
Uruguay	22.7	
Capacités en constructions	**935**	**300**
Dont éolien		
Dont photovoltaïque	935	300
Géographies des constructions en cours		
Espagne	935	200
Chili		65
Mexico		35
Portefeuille de projets en développement	**10 118**	**4 726**
Dont capacités sécurisées		322
Dont en phase avancée	5 793	2 195
Dont en phase préliminaire	4 325	2 209
Dont éolien		614
Dont photovoltaïque	10 118	4 112
Géographies des développements		
Espagne	9 615	1 188
Italie		100
Portugal	503	
Chili		2 571
Colombie		524
Pérou		343
Date de l'objectif	**2025**	**2023**
Objectif	**6 200**	**2 500**

Tableau n°19 - Sources :Solaria, Grenergy

Les principales zones de développement des deux groupes

A ce jour les deux groupes affichent des zones de développement relativement restreintes en nombre de pays. Si Solaria se concentre exclusivement sur l'Espagne et la péninsule Ibérique, Grenergy avance ses pions, en Espagne, mais surtout au Chili, en Colombie et au Pérou.

Espagne : relance avérée des volumes

Evolution des capacités installées en Espagne

En MW	2019	2025e	Variation
Eolien	24 128	32 628	35%
Solaire	11 085	21 085	90%
Total	35 213	53 713	53%
Capacités installées totales	110 292		
Poids éolien et solaire	*32%*		

Tableau n°20 - Source :Irena, Ministère de la transition écologique espagnol

Perspective volume

L'Espagne est le pays d'Europe ou la résurgence de l'énergie renouvelable est la plus forte actuellement. Le gouvernement espagnol, sous l'impulsion d'une filière portée par l'ensemble des intervenants du segment, est volontariste dans le développement de nouvelles capacités. Ainsi, le décret royal 960/2020 du 4 novembre 2020 officialise une trajectoire de 19.5 GW de capacités installées supplémentaires d'ici à 2025 qui se répartissent en 10 GW pour le photovoltaïque, 8.5 GW pour l'éolien terrestre et le solde sur diverses technologies.

Cadencement des volumes d'enchères

MW		2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e
Eolien	Volume annuel	1 000	1 500	1 500	1 500	1 500	1 500
	Cumul	1 000	2 500	4 000	5 500	7 000	8 500
Photovoltaïque	Volume annuel	1 000	1 800	1 800	1 800	1 800	1 800
	Cumul	1 000	2 800	4 600	6 400	8 200	10 000
Solaire thermoélectrique	Volume annuel		200		200		200
	Cumul		200	200	400	400	600
Biomasse	Volume annuel		140		120		120
	Cumul		140	140	260	260	380
Autres technologies (biogaz, hydraulique, tidal, etc.)	Volume annuel		20		20		20
	Cumul		20	20	40	40	60

Tableau n°21 – Sources : Watson, Fairley & WWillians

Outre les volumes, les durées de contrats à long terme de vente d'électricité sont fixées en, moyenne à 12 ans pour les technologies les plus communes, voire 15 ans pour les autres. Il s'agit d'une durée qui impose aux parties prenantes attributaires d'anticiper à minima une période 13 années à l'issue du contrat de vente garantie qui sera rémunérée sur la base des prix de marché, si une aucune autre contractualisation n'est pas réalisée.

Durée des contrats à long terme et dernière date de mise en service

	Durée du contrat de vente d'électricité (année)	Dernière date de mise en service
Eolien terrestre	12	29/02/2024
Eolien Maritime	12	28/02/2025
Photovoltaïque	12	28/02/2023
Solaire thermoélectrique	12	29/02/2024
Hydroélectrique	12	28/02/2025
Biomasse	15	28/02/2025
Autres technologies (biogaz, tidal, etc.)	15	02/02/2025

Tableau n°22 – Sources : Watson, Fairley & WWillians

Mode tarifaire

L'histoire tarifaire du renouvelable en Espagne ne fut pas un long fleuve tranquille. Porté par l'engouement des années 2000, le pays a massivement subventionné les énergies renouvelables entrainant par la même un déficit financier de plusieurs dizaines de milliards d'euros de son système électrique (différence entre le chiffre d'affaires de l'ensemble des électriciens et la somme des coûts du système électrique espagnol y compris les subventions).

La résolution de ce déséquilibre a été trouvée par des révisions tarifaires à la baisse rétroactives sur les mécanismes tarifaires subventionnés mis en place au cours des années 2000 à 2018.

La publication du décret royal du 22 novembre 2019 a permis de clarifier la trajectoire des installations de production d'énergie renouvelables en catégorisant les équations tarifaires sur la base des dates de mise en service (préalable ou non à la promulgation du décret royal du 9/2013 du 12 juillet 2013), fixant une durée d'utilisation standard de 30 ans et une tarification spécifique qui permet d'obtenir un retour garanti sur la période d'utilisation restante.
Ainsi, à titre d'illustration, Solaria, dont certains actifs (34.8 MW) affichent des dates de mise en service bien antérieures à 2013, bénéficie sur ces parcs en exploitation d'une équation tarifaire qui attribue un retour sur investissement annuel de 7.98%, soit un prix du KWh de l'ordre de 450 €/MWh. Ce mécanisme, qui fait l'objet d'une révision tous les six ans perdurera pour ces installations jusqu'à la fin de leur exploitation. Dans le cas de Solaria, leur durée d'exploitation restante est de 18 années

Ce schéma tarifaire particulier, ne s'applique pas aux installations nouvelles mises en services à partir de 2018. Celles-ci entrent dans le champ d'application des enchères gouvernementales, avec un contrat de vente d'électricité à long terme (25 ans) sur la base d'un prix retenu (qui fera l'objet d'une indexation).

Rappelons que pour les nouvelles capacités qui entreront dans le champ d'application du décret royal 960/2020, la durée du contrat à long terme sera de 12 ans.

Il en est de de même pour les corporates PPA fondés sur des contrats de vente à long terme d'électricité dont les durées contractuelles ressortent entre 7 ans et 10 ans.

Chili : un potentiel solaire indéniable

Evolution des capacités installées au Chili

En MW	2020	2025e	Variation
Eolien	2 484	13 258	434%
Solaire	2 962	19 752	567%
Total	5 446	33 010	506%
Capacités installées totales	25 624		
Poids éolien et solaire	*21%*		

Tableau n°23 – Source : Climate change.org

Perspective volume

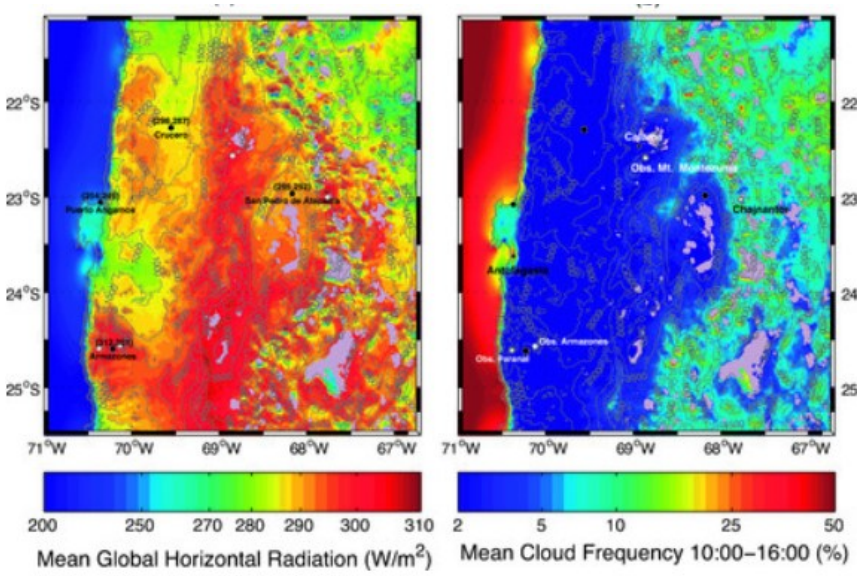
Avec près 26.0 GW, la capacité de production d''électricité au Chili devrait bénéficier de la combinaison actuelle de sources d'énergie renouvelables du pays qui est susceptible de gagner en importance au cours des prochaines années.

Le gouvernement chilien s'est fixé pour objectif d'alimenter 20% du pays à partir de ce qu'il appelle des sources d'énergie renouvelable non conventionnelle (NCRE) d'ici à 2025. Le terme englobe l'énergie éolienne, solaire, géothermique et hydraulique.

Le Chili espère produire 23% de son électricité à l'aide de l'énergie éolienne et 10% de son électricité à l'aide de l'énergie solaire d'ici 2050. Il doit, compte tenu de ses réserves en ressources naturelles (plus grandes réserves de cuivre et de minéraux non métalliques du monde et l'une des plus grandes réserves de lithium), poursuivre l'accroissement de ses capacités installée tout en réduisant fortement son empreinte carbone.

Le pays bénéficie d'une ressource solaire exceptionnelle dans le désert de l'Atacama (105 000 km^2). Cette zone au nord du pays reçoit les niveaux de rayonnement solaire les plus élevés au monde.

Irradiation solaire (W/m^2) et fréquence des nuages de 10h00 à 16h00 (%)

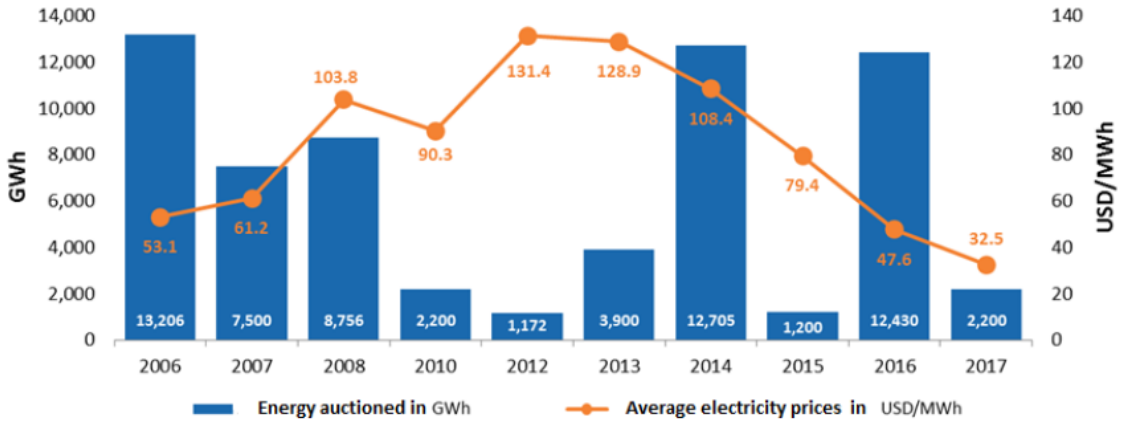


Graphique n°24 – Source : journals.ametsoc.org

A titre d'illustration, une couverture de 4% de la surface de ce désert avec des panneaux photovoltaïques produirait suffisamment d'énergie solaire pour alimenter le Chili dans son intégralité.

En novembre 2017, le gouvernement a organisé des enchères publiques, extrêmement compétitives, où il avait obtenu 2.2 TWh par an pour un prix moyen de 32.5 $/MWh.

Evolution des volumes mis aux enchères et des prix moyens de 2006 à 2017



Graphique n°25 – Source : iaae.org

En juillet 2020, il a procédé à l'attribution de lots de foncier fédéraux permettant le développement de 2614 MW de capacités photovoltaïques qui représentaient un investissement de plus de 2.5 Md$. Huit groupes ont été sélectionnés pour développer onze parcelles de terrain louées par le gouvernement pour une période de 40 ans aux attributaires.

Toujours afin de soutenir sa transition énergétique, le gouvernement chilien a lancé un appel le 23 décembre 2020 qui portait sur une production de 2310 GWh/an à partir de 2026, avec à la clé un contrat de vente d'électricité à long terme de 15 ans

Les offres devront être présentées d'ici au 28 mai 2021, tandis que l'attribution et l'annonce des résultats auront lieu le 22 juin 2021.

Mode tarifaire

Les premiers projets dans les énergies renouvelables étaient rémunérés sur la base des prix de marché. Cependant, en raison de la forte volatilité et de la baisse considérable des prix de gros du KWh au fil du temps, les banques ont cessé de financer ce type de projets.

Les producteurs d'énergie renouvelable ont par conséquent commencé à se tourner vers des projets rémunérés par des contrats à long terme de vente d'électricité tant à travers des appels d'offres publics (sur une durée de 15 ans) qu'avec des contreparties privées (corporates PPA).

Afin de dynamiser l'investissement le gouvernement chilien a mis en place d'un mécanisme tarifaire spécifique permettant de sécuriser les investissements tout en poursuivant le développement de nouvelles capacités nécessaires à la croissance du pays.

Dans ce cadre, le décret gouvernemental 101 présente le concept de petit actif de génération dit PMG (Pequeños Medios de Generación) et de petit actif de génération distribué appelé PMGD (Pequeños Medios de Generación Distribuida) qui ont tous deux des caractéristiques particulières.

Les PMG sont des projets d'une capacité installée allant jusqu'à 9 MW. Les projets PMG de plus de 3 MW doivent obtenir une déclaration d'impact environnemental. Pour les projets de moins de 3 MW, cette autorisation administrative n'est pas obligatoire, ce qui réduit considérablement le temps de développement et l'investissement du projet Capex.

En ce qui concerne la rémunération, il s'agit d'un mécanisme dit de prix stabilisé qui est destiné stabiliser les rémunérations de projets entrants dans le champ d'application de PMG et PMGD. Ce prix stabilisé n'est pas et n'intègre pas de subvention d'aucune sorte.

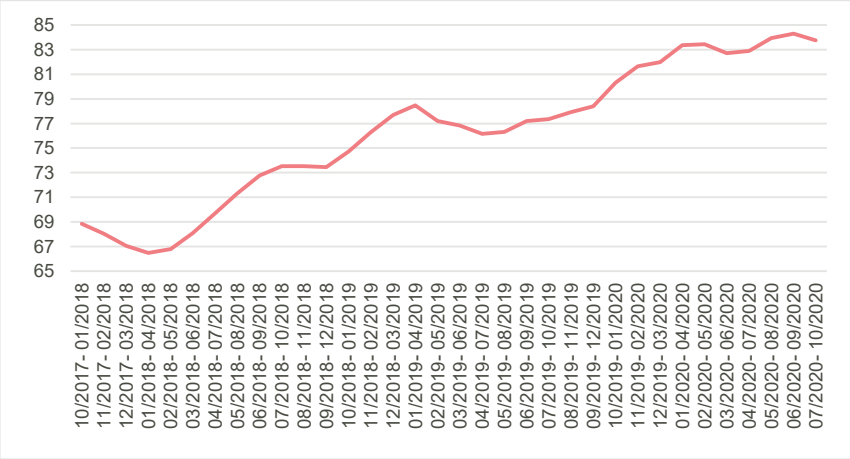
Le prix stabilisé est calculé sur la base de deux références tarifaires :

- Le prix de base de l'énergie (Precio Basico de la Energía ou PBE) fondé sur une projection des coûts marginaux de l'énergie dans le système. Cette projection est simulée sur un scénario à 10 ans prenant en compte toutes les variables possibles (hydrologie, prix variable des carburants, futurs projets à construire, demande, décarbonisation de la matrice, etc.).
- Le prix moyen du marché ou Precio Medio de Mercado (PMM). Ce prix prend les références des prix du KWh à terme tant en ce qui concerne les contrats négociés sur le marché électrique que les prix des contrats de gré à gré.

Sur la base du PBE (qui est une estimation du coût marginal) et du PMM (qui reflète tous les contrats d'énergie) dont les volatilités sont différentes (écart de -30% et +5% entre les deux prix), le gouvernement procède à l'établissement du prix stabilisé à travers une méthode qui consiste à déterminer une bande de fluctuation.

On peut ainsi conclure que, le prix stabilisé est un mélange entre le marché spot et les contrats à long terme. Il convient de retenir au final que si le prix stabilisé fluctue entre les bornes de référence, il tend en général à être plus proche du PMM, moins volatile que le prix spot.

Evolution du PNM en €/MWh



Graphique n°26 – Source : CNE

Colombie : déjà bien bleu mais qui aspire à être plus vert

Evolution des capacités installées

En MW	2019	2030e	Variation
Eolien	18	na	ns
Solaire	90	na	ns
Total	108	4 000	ns
Capacités installées totale	18 039	22 000	
Poids éolien et solaires	*0.6%*	*18%*	

Tableau n°27 – Source : Irena

Perspective volume

La Colombie affiche un mix électrique particulier. Le pays bénéficie de ses ressources hydroélectriques qui représentent 66% de ses capacités installées (11 927 MW) et 79% de sa production d'électricité annuelle.

Les enchères réussies de la Colombie sur les énergies renouvelables, qui ont abouti à l'achat de plus de 2 GW, sont un « exemple inspirant pour d'autres pays de la région ». La Colombie a proposé un objectif d'au moins 4 GW d'ici 2030 provenant des énergies renouvelables non conventionnelles au niveau national, atteignant 74% des énergies renouvelables à l'échelle nationale dans le réseau de production d'électricité

La Colombie a alloué 1.374 GW de capacité de production d'énergie renouvelable, dont 297 MW solaire et 1077 MW éolien, lors de la première vente aux enchères d'énergie renouvelable qui ont été finalisée en octobre 2019. Le prix moyen final était de 95 COP/kWh (soit environ 20 €/MWh), et l'offre la plus élevée a été atteinte à 110 COP/KWh (soit environ 24 €/MWh).

Le gouvernement colombien prévoit d'allouer environ 5 GW de capacité d'énergie renouvelable. Les projets sélectionnés dans de ce nouveau round d'enchères devront être connectés au réseau d'ici la fin de 2022. Les conditions des enchères seront définies par le ministère des Mines et de l'Énergie au cours des prochains mois.

Les projets sélectionnés dans le cadre de l'enchère ont droit à un contrat de vente à long terme d'électricité de 15 ans et doivent entrer en vigueur au plus tard le 1er janvier 2022. Les contrats seront liés au peso colombien et mis à jour sur la base d'un indice des prix à la production certifié par le Département administratif national des statistiques de Colombie.

Le pays ambitionne d'atteindre 4 GW de capacités installées renouvelable d'ici à 2030.

Mode tarifaire

Les projets sélectionnés dans le cadre des mécanismes d'enchère ont droit à un contrat de vente à long terme d'électricité de 15 ans. Les contrats sont liés au peso colombien et mis à jour sur la base d'un indice des prix à la production certifié par le Département administratif national des statistiques de Colombie.

Pérou : un profil à la colombienne

Evolution des capacités installées

En MW	2019	2030e	Variation
Eolien	372	na	ns
Solaire	326	na	ns
Total	698	2800	x4
Capacités installées totale	15 011	17011	
Poids éolien et solaires	*4.7%*	*16%*	

Tableau n°28 – Source : Irena

Perspective volume et mode tarifaire

Comme la Colombie, le Pérou affiche un profil de son mix électrique particulier. Le pays bénéficie, au même titre que son voisin du nord, de ses ressources hydroélectriques qui représentent 38% de ses capacités installées (5 715 MW) et 56% de sa production d'électricité annuelle.

Le Pérou compte parmi les plusieurs pays d'Amérique latine (comme le Brésil, la Colombie, le Panama et le Chili) qui font figure de pionnier dans le recours aux ventes aux enchères pour se procurer une nouvelle capacité de production d'électricité.

Le pays utilise des procédures d'appel d'offre depuis 2009 dans une logique de réduction de ses coûts d'approvisionnement en énergie. Ces dernières se décomposent en trois catégories :

- Vente aux enchères scellées au premier prix. Les enchérisseurs soumettent simultanément des offres sous plis fermés sans avoir été préalablement informés des autres offres.
- Vente aux enchères descendantes. Le mécanisme d'enchères descendantes est une des façons de découvrir le prix que le marché est prêt à payer. Avec cette approche, un prix initial élevé et une quantité fixe sont fixés. Les quantités que les enchérisseurs sont prêts à vendre à ce prix sont récoltées. Si les quantités des offres dépassent le total requis, le prix est réduit et le processus répété jusqu'à ce que les offres correspondent à la quantité totale désirée. Tous les enchérisseurs sont payés au prix d'équilibre.
- Vente aux enchères discriminatoires. Cette méthode est souvent utilisée lorsque l'enchère est composée de plusieurs contrats d'approvisionnement électrique. Les offres sont totalisées en commençant par la plus basse jusqu'à ce que l'approvisionnement soit égal aux volumes offerts. À ce moment, le prix d'équilibre est décidé. Toutes les offres inférieures au prix d'équilibre sont confirmées.

En termes de durée des contrats de vente à long terme d'électricité, les exemples récents d'attributions de capacités installées montrent qu'une durée de 20 ans est plutôt standard.

La stratégie de développement énergétique du Pérou vise à tripler la part des énergies renouvelables d'ici à 2030 pour représenter environ un sixième de toute la capacité de production installée.

Initiation de couverture
Energies Renouvelables | Espagne

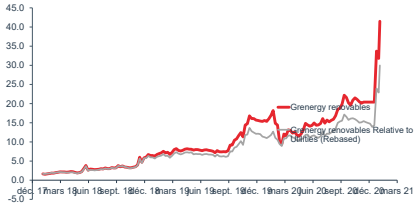
Grenergy renovables

Surperformance ➔ | Objectif 52.5 €
Cours (02/02/2021) : 41.50 € | Potentiel : 27 %

Révision	2020e	2021e
BPA	ns	ns

Parée pour la croissance !

Mercredi 03 Février 2021



Données produit			
GRE SM | GREG.MC			
Capitalisation boursière (M€)			1 009
VE (M€)			1 363
Extrêmes 12 mois (€)		9.12	41.50
Flottant (%)			32.0
Performance (%)	**1m**	**3m**	**12m**
Performance absolue	103.4	118.4	170.4
Perf. rel. Indice Pays	100.0	87.2	179.3
Perf. rel. Utilities	102.9	94.9	172.3
Comptes	**12/21e**	**12/22e**	**12/23e**
CA (M€)	134	203	294
EBITDA (M€)	53.8	97.8	147
EBIT courant (M€)	45.6	79.7	114
RNpg (M€)	24.9	41.2	58.0
BPA (€)	1.05	1.73	2.44
DNA (€)	0.00	0.00	0.00
P/E (x)	39.7	23.9	17.0
P/B (x)	16.1	11.4	7.7
Rendement (%)	0.0	0.0	0.0
FCF yield (%)	ns	ns	ns
VE/CA (x)	10.2	8.3	6.8
VE/EBITDA (x)	25.3	17.2	13.6
VE/EBIT courant (x)	29.9	21.1	17.6
Gearing (%)	ns	ns	ns
Dette nette/EBITDA (x)	6.7	6.9	6.8

D'un modèle "B2S" à un modèle mixte "B2O + B2S"

Grenergy Renovables (Grenergy) est une société espagnole créée en 2007 par son CEO actuel et son principal actionnaire Mr David Ruiz de Andrés qui détient 68% du capital. Elle a été cotée en 2015 sur le marché alternatif espagnol (MAB) puis depuis 2019 sur le marché continu. Sa capitalisation boursière est de ~1Md€. Grenergy est un producteur d'énergie renouvelable (principalement solaire) indépendant « IPP ». Elle a un business model intégré qui couvre toutes les phases du développement, de la construction et de la structuration financière à la vente et/ou exploitation de projets. Jusqu'en 2019, le groupe a exclusivement opéré sur un modèle de ventes de projets « Build to Sell » ou « B2S ». Depuis 2020, il a décidé de s'engager également dans un modèle « Build to Own » ou « B2O » tout en poursuivant son acticité « B2S ». Ce passage à un modèle mixte a été bien reçu par le marché puisque depuis le T3 2019 le cours de Bourse de Grenergy a été multiplié par plus de 4 passant de ~10 € à plus 40 € actuellement en faisant le meilleur performer au sein des IPP sur les 15 derniers mois.

Un pipeline de plus de 5 GW essentiellement au Chili et en Espagne

A fin 2020, Grenegy disposait d'un pipeline de projets de plus de 5,0 GW à différents stades de développement dont ~4 GW qui devraient être gardés en propre et ~1 GW à céder. De ce pipeline le Chili compte pour 2.6 GW (52%), l'Espagne 1.4 GW (28%) et la Colombie 524 MW (10%). Le reste soit 10% est reparti entre l'Italie et le Pérou. Le pipeline du groupe en Italie est cependant amené à croitre fortement sur les prochains exercices étant donné l'attractivité de ce marché et le focus particulier que Grenergy veut mettre sur ce pays.

Forte croissance attendue pour les capacités propres « B2O »

Pour l'acticité B2O, le groupe vise une capacité installée de 2.5 GW en 2023 avec une forte croissance attendue en Espagne (+200 MW en 2021, +400 MW en 2022 et +500 MW en 2023) et une poursuite de la croissance au Chili à un rythme de 200 MW par an où le groupe dispose d'un portefeuille de projets de plus de 2.5 GW constitué principalement de projets PMGD (petits projets à prix régulés). Au-delà de 2023, Grenergy vise un développement de projets entre 1 GW et 2 GW par an qui devrait continuer d'alimenter un rythme de construction de projets de près de 1 GW par an (80% B2O et 20% B2S). Dans nos hypothèses, nous avons retenu une croissance, sur 2024/2031, de l'activité B2O de 800 MW par an en moyenne répartis en proportions égales entre le LATAM (principalement en Chili et en Colombie) et l'Europe (l'Espagne et l'Italie).

Rythme de croisière de 200 MW/an pour l'activité B2S

Sur la période 2015/2020, le groupe a construit et vendu près de 300 MW en B2S (incluant notre estimation de 100 MW en 2020). Cette activité est pour l'instant le principal contributeur aux résultats du groupe. Entre 2020 et 2023, nous retenons une croissance graduelle du volume des projets vendus de 100 MW par an à 200 MW par an et au-delà de 2023 une vitesse de croisière de 200 MW par an.

Initiation à Surperformance avec un OC de 52.5 €

Nous initions Grenergy à Surperformance avec un OC de 52.5 €. Notre objectif de cours est fondé sur une actualisation des flux de trésorerie (55.5 €/action) à 80% et une somme des parties (40.4 €/action) à 20%. Notre valorisation est basée sur une parité €/$ de 1.2, sachant que, selon nos estimations, une variation de 1% du dollar par rapport à l'euro a un impact sur la valorisation de ~0.6%. Malgré la surperformance de Grenergy depuis plus d'un an, elle reste une valeur relativement peu chère. Le groupe se traite actuellement avec une décote de 10% en termes de VE/EBITDA 2023e par rapport aux producteurs indépendants d'énergie renouvelable. Nos estimations sont en moyenne +8.7% au-dessus du consensus au niveau de l'EBITDA et ~+5% au niveau du BPA sur la période 2021/2023. Sur la période 2020/2030 nous prévoyons un TMVA de l'EBITDA et des BPA de l'ordre de 30%.

Anis Zgaya (Analyste)
+33 (0)1 44 94 56 08
anis.zgaya@oddo-bhf.com

Philippe Ourpatian (Analyste)
+33 (0)1 55 35 42 71
philippe.ourpatian@oddo-bhf.com

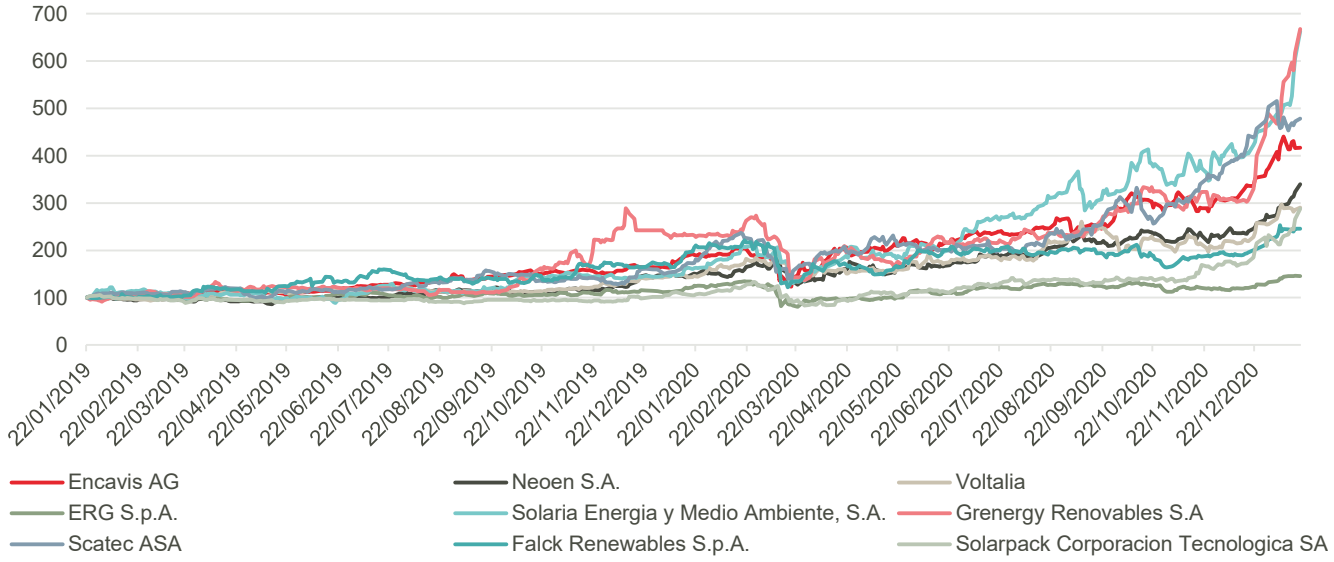
Grenergy « in a Nutshell »

Grenergy Renovables (Grenergy) est une société espagnole créée en 2007 par son CEO actuel et son principal actionnaire Mr David Ruiz de Andrés qui détient 68% du capital. Elle a été cotée en 2015 sur le marché alternatif espagnol (MAB) puis, depuis 2019, sur le marché continu. Sa capitalisation boursière est de ~1 Md€. Grenergy est un producteur d'énergie renouvelable (principalement solaire) indépendant « IPP ». Le groupe dispose d'un business model intégré qui couvre toutes les phases du développement, de la construction et de la structuration financière à la vente et/ou exploitation de projets. Jusqu'en 2019, il a exclusivement opéré sur un modèle de ventes de projets « Build to Sell » ou « B2S ». Depuis 2020, Grenergy s'est engagé vers un modèle « Build to Own » ou « B2O » tout en poursuivant son acticité « B2S ». Cette évolution vers un modèle mixte a été bien reçu par le marché puisque, depuis le T3 2019, le cours de Bourse de Grenergy a été multiplié par plus de 4 passant de ~10 € à plus 40 € actuellement faisant de Grenergy un des IPP qui a le mieux performé sur les 15 derniers mois.

Evolution du cours de bourse de Grenergy depuis son IPO de 2015

Graphique n°29 - Sources : FactSet, ODDO BHF Securities

Performance des IPP sur les deux dernières années (basée à 100 début 2019)



Graphique n°2 – Sources : FactSet, ODDO BHF Securities

Décote de 10% en VE/EBITDA 2023e sur les pairs

Malgré la surperformance de Grenergy depuis plus d'un an, elle reste une valeur relativement peu chère si nous considérons les multiples 2023 (à l'horizon de son plan). Le groupe se traite actuellement avec un discount de 10% en VE/EBITDA 2023 et de 54% sur le PE 2023.

Multiples de Grenergy vs comparables de notre couverture sur 2021/2023 (au 2 Février 2021)

En x	EV / sales			EV / EBITDA			PE		
	2021e	2022e	2023e	2021e	2022e	2023e	2021e	2022e	2023e
Voltalia	9.3	8.4	7.0	19.1	15.4	12.4	51.2	32.7	25.5
Solaria	29.7	19.9	16.7	37.7	24.6	20.8	70.8	42.3	33.7
Neoen	19.5	16.0	13.9	25.4	20.9	18.0	ns	76.8	52.5
Encavis	14.7	13.6	12.7	19.2	17.9	16.7	42.7	39.9	35.7
ERG	5.5	5.3	5.1	10.5	10.0	9.3	29.4	31.4	29.2
EDPR	11.3	10.8	10.3	14.4	13.7	13.0	56.3	50.3	45.4
Average	**15.0**	**12.3**	**11.0**	**21.0**	**17.1**	**15.0**	**50.1**	**45.6**	**37.0**
Grenergy	**10.2**	**8.3**	**6.8**	**25.3**	**17.2**	**13.6**	**39.7**	**23.9**	**17.0**
(Discount) / Premium	**-32.1%**	**-33.0%**	**-37.6%**	**20.4%**	**0.5%**	**-9.5%**	**-20.8%**	**-47.5%**	**-54.0%**

Tableau n°3 - Sources: ODDO BHF Securities

D'un modèle "B2S" à un modèle mixte "B2O + B2S"

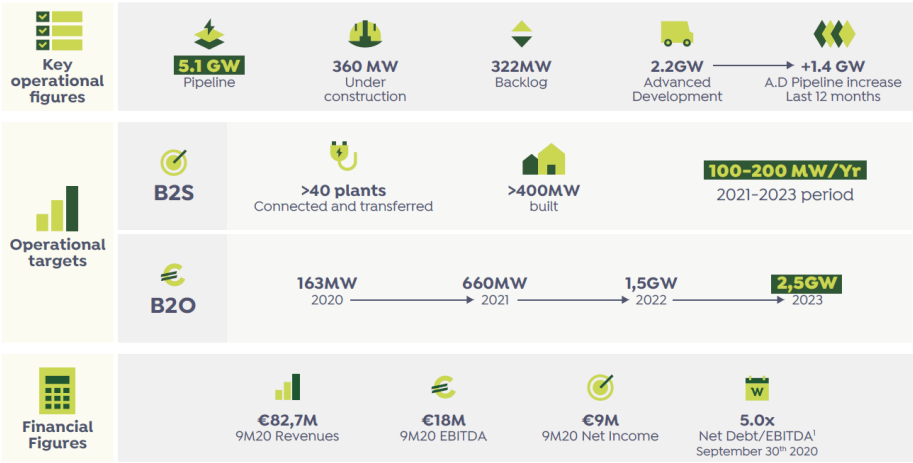
De 2007 à 2012 Grenergy a développé et vendu des petits projets en Espagne.

En 2012, la société est entrée sur le marché Chilien profitant de l'essor des projets « PMGD » (régime spécial au Chili pour les projets de production d'énergie renouvelable décentralisée). Les projets PMGD sont habilités à recevoir des rémunérations pour leur production à un prix stable réglementé redéfini tous les 6 mois en fonction des prix H24 des derniers 6 mois. Le prix actuel est entre 50 et 55 $/MWh supérieur au prix de marché qui est de l'ordre de 35 $/MWh. De 2015 à 2019 le groupe a construit et vendu près de 200 MW de ces projets.

Depuis fin 2019 le groupe a décidé de construire aussi des capacités en propre « Build to Own » ou « B2O » pour devenir un producteur d'énergie indépendant avec un objectif actualisé au T3 2020 à 2.5 GW à horizon 2023 tout en continuant l'activité de vente de projets « B2S » à un rythme de 100-200 MW par an.

Au cours de l'année 2020 Grenergy a construit pour son propre compte 163 MW de capacité composés d'un parc solaire de 103 MW au Chili et de 60 MW de capacités éoliennes au Pérou et en Argentine.

Principaux chiffres opérationnels du groupe au T3 2020



Graphique n°4 - Sources : Grenergy, ODDO BHF Securities

Un pipeline de plus de 5 GW essentiellement au Chili et en Espagne

A fin 2020 Grenegy disposait d'un pipeline de projets de plus de 5,0 GW à différents stades de développement dont ~4 GW qui devraient être gardés en propre et ~1 GW qui seront revendus. De ce pipeline, le Chili compte pour 2.6GW (52%), l'Espagne 1.4 GW (28%) et la Colombie 524 MW (10%). Le reste soit 10% est reparti entre l'Italie et le Pérou. Le pipeline du groupe en Italie est cependant amené à croitre fortement sur les prochains exercices étant donné l'attractivité de ce marché et le focus particulier que Grenergy veut mettre sur ce pays.

Pipeline de Grenergy à fin septembre 2020

En MW	In operation	Under construction	Bakclog	Advanced developpement	Early stage	Total
Probability of execution	100%	100%	80%	>50%	<50%	
Solar PV						
Chile	103	65	322	1 088	660	**2 135**
Spain		200		660	528	**1 388**
Colombia				104	420	**524**
Mexico		35				**35**
Italy					100	**100**
Peru				230		**230**
Total Solar	**103**	**300**	**322**	**2 082**	**1 708**	**4 412**
Wind						
Argentina	24					**0**
Peru	36			113		**113**
Chile					501	**501**
Total wind	**60**	**0**	**0**	**113**	**0**	**614**
Total	**163**	**300**	**322**	**2 195**	**2 209**	**5 026**

Tableau n°5 - Sources: Grenergy, ODDO BHF Securities

Notre objectif de cours à 52.5 €

Notre objectif de cours ressort à 52.5 €, fondé sur une actualisation des flux de trésorerie à 80% (55.5€/action) et une somme des parties (40.4 €/action) à 20%. Nous surpondérons la méthode DCF dans notre valorisation car celle-ci intègre la croissance future du groupe alors que la méthode SOP est plutôt une méthode statique qui n'intègre que la valorisation du pipeline du groupe.

Synthèse des valorisations

En €	Poids	Valorisation par action
DCF	80%	55.5
Somme des parties	20%	40.4
Objectif de cours (moyenne)	**100%**	**52.5**

Tableau n°6 - Source : ODDO BHF Securities

DCF une valorisation de 55.5 €/action

Nos prévisions se fondent sur la trajectoire stratégique délivrée par le groupe en septembre dernier à savoir l'atteinte de 2.5 GW de capacité installée en 2023.

Le coût moyen pondéré du capital (CMPC) de 6.1% que nous utilisons est fondé sur :

- La géographie de l'investissement, sachant que Grenergy réalisera environ 60% de ses investissements au LATAM.

- Le risque attaché à l'investissement avec un Beta Asset estimé à 0.70 qui dérive d'une moyenne entre des projets sous PPA (à plus de 80%) avec un Beta Asset à 0.55 et des projets sans PPA ou avec un PPA ne couvrant que 60% de la production (Chili) avec un Beta Asset à 0.85.
- Le taux sans risque retenu est celui de la zone étudiée.
- La prime de risque pays est celle du pays considéré (CDS à 5 ans obtenu sur la base de données Bloomberg).
- Le risque de crédit (prime High Yield) est estimé à 351 pb : équivalent au niveau de spread identifié sur les émetteurs high yields membre du S&P 500 (seul marché suffisamment liquide pour constituer une référence de marché dans le domaine des spreads de crédit).
- Le coût de l'endettement en Argentine de 5% ne reflète pas la prime de risque du pays parce que le projet éolien de Grenergy en Argentine bénéficie de la garantie de la banque mondiale.
- La prime de risque de marché retenue est de 7.8%

Une fois l'ensemble des hypothèses et des variables prises en compte, le modèle permet d'obtenir un CMPC par pays que nous pondérons par la capacité installée à l'horizon du plan du groupe en 2023.

Calcul du coût moyen pondéré du capital au 25/01/2021

Pays	EBITDA 2023e (MW)	%	Taux sans risque	P. risque pays (bp)	Prime HY (bp)	Impots	Beta asset	D/EV	Beta Equity	Coût FP	Coût dette	CMPC
Chili	934	39%	2.89%	53	351	27.0%	0.70	80%	0.94	7.5%	6.9%	7.0%
Espagne	1 100	45%	0.07%	42	351	25.0%	0.70	80%	0.93	7.3%	4.0%	4.7%
Columbia	226	9%	4.80%	106	351	30.0%	0.70	80%	0.95	7.6%	9.4%	9.0%
Peru	36	2%	3.66%	61	351	29.5%	0.70	80%	0.95	7.6%	7.8%	7.7%
Argentine	24	1%	57.0%	603	351	30.0%	0.70	80%	0.95	10.3%	5.0%	6.1%
Italie	100	4%	0.59%	101	351	24.0%	0.70	80%	0.93	7.3%	5.1%	5.5%
Moy. pondérée	**2 420**	**100%**	**2.2%**	**60.4**	**351.0**	**26.3%**	**0.70**	**80%**	**0.94**	**7.4%**	**5.7%**	**6.1%**

Tableau n°7 – Source: Bloomberg, FactSet, ODDO BHF Securities

Au-delà de 2023e, nous avons retenu un rythme de capacités nouvelles de 800 MW/an jusqu'en 2031 fondé sur un ratio de développement tel qu'avancé par le groupe et financé par un recours à l'endettement (notre hypothèse de levier est de 80%). En 2032, la capacité installée de Grenergy devrait atteindre 8.9 GWe en opération, soit une progression moyenne annuelle de 15.0% entre 2023 et 2031. Grâce à son modèle intégré et l'internalisation des opérations O&M, la marge d'EBITDA de cette activité devrait se situer parmi les meilleurs IPP, c.à.d à un niveau proche de 80%. Dans nos estimations nous attendons une marge de 79%.

Nous avons également intégré l'activité de développement-construction pour compte de tiers « B2S » avec une vitesse de croisière de 200 MW par an. Cette activité de farm down va continuer à contribuer au financement de la croissance du groupe. Dans nos estimations nous retenons une marge d'EBITDA jusqu'en 2023 à 30% en moyenne puis une baisse graduelle à un niveau de 20% à moyen terme et 15% à plus long terme. Le niveau élevé actuel de la marge d'EBITDA est justifié par les projets PMGD au Chili sur lesquels le groupe réalise une marge de plus de 30%. Nous considérons que le niveau normatif de marge d'une activité de farm-down est plutôt entre 15 et 20%.

Nous intégrons également l'activité Services pour compte de tiers qui devrait générer autour de 4 M€e de CA en 2023 contre 2 M€e en 2020 avec une marge d'EBITDA de l'ordre de 15%.

Notre modèle est basé sur une parité €/$ de **1.20**. Nous présentons ci-dessous une sensibilité de la valorisation à la variation du dollar, la principale devise (hors euros) à laquelle Grenergy est exposée.

Notre modèle FCF se base sur une actualisation des flux futurs jusqu'en 2060, soit 30 ans après les derniers projets que nous intégrons dans nos estimations, et nous ne calculons donc pas de valeur terminale.

Modèle d'actualisation des cash-flows libres

En M€	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	…2060e
EBITDA	97.8	147.4	191.9	228.6	272.2	316.8	361.4	439.7	450.3	492.1	64.4
- Taxes	-20.9	-30.1	-37.3	-43.2	-51.0	-59.0	-67.0	-83.8	-82.9	-90.2	-16.7
- BFR	-0.5	-0.6	-0.4	-0.3	-0.4	-0.4	-0.4	-0.7	-0.1	-0.4	0.3
- Capex	-374.2	-422.5	-354.1	-354.1	-354.1	-354.1	-354.1	-354.1	-354.1	-273.6	0.0
Cash-flow opérationnel	-297.7	-305.7	-199.9	-169.0	-133.2	-96.6	-60.0	1.1	13.3	127.9	48.1
Discount Factor	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	39
DCF	-280.7	-271.6	-167.4	-133.5	-99.1	-67.8	-39.7	0.7	7.8	70.9	4.8
VE (Σ des CF actualisés)	1 673										
Actifs financiers	7.9										
Provisions à décaisser	-2.7										
Endettement net fin 2021e	-359										
= Valeur des fonds propres	1 318										
Nb d'actions en circulation (m)	23.7										
Valorisation par action (€)	55.5										

Tableau n°8 - Source: ODDO BHF Securities

Nous avons analysé la sensibilité de la valeur par action à une variation du coût du capital, de celui de la dette nette et de la répartition entre capitalisation boursière et dette nette.

Sensibilité aux coûts des fonds propres (K) et de la dette nette (D)

En €	Valorisation	Ecart (%)	Termes	Valorisation	Ecart (%)
Var. coût K+50 pb	53.7	-3.3%	Var. coût K-50 pb	57.4	3.3%
Var. coût K+100 pb	51.9	-6.5%	Var. coût K-100 pb	59.3	6.7%
Var. coût K+150 pb	50.2	-9.6%	Var. coût K-150 pb	61.2	10.2%
Var. coût K+200 pb	48.5	-12.7%	Var. coût K-200 pb	63.1	13.8%
Var. coût D+50 pb	48.1	-13.3%	Var. coût D-50 pb	63.6	14.6%
Var. coût D+100 pb	41.3	-25.6%	Var. coût D-100 pb	72.4	30.5%
Var. coût D+150 pb	35.1	-36.8%	Var. coût D-150 pb	82.1	47.9%
Var. coût D+200 pb	29.4	-47.0%	Var. coût D-200 pb	92.7	66.9%

Tableau n°9 - Source: ODDO BHF Securities

Notre valorisation est basée sur une parité € / $ à 1.2. Dans le tableau suivant nous présentons la sensibilité de la valeur des fonds propres par action au dollar la principale monnaie du groupe hors euro. Il en ressort que la hausse ou la baisse du dollar par rapport à l'euro de 1% a un impact sur la valorisation de ~+-0.6%.

Sensibilité de la valeur par action aux variations du dollar

Variation du dollar	+3%	+2%	+1%	Spot	-1.0%	-2.0%	-3.0%
Parité € /USD	1.16	1.18	1.19	**1.20**	1.21	1.22	1.24
Valeur par action €	56.5	56.2	55.8	55.5	55.2	54.9	54.5
Ecart	*+1.9%*	*+1.3%*	*+0.6%*		*-0.6%*	*-1.2%*	*-1.7%*

Tableau n°10 - Source: ODDO BHF Securities

Somme des parties : une valorisation de 40.4 €/action

Afin de valoriser les différentes activités du groupe, nous avons retenu des méthodes propres à chaque catégorie d'actifs à savoir principalement :

- Une approche par la capacité installée pour les actifs de production ou en cours de construction. Sachant que Grenergy ne disposait pas de capacité en propre avant 2020, nous avons retenu des multiples récents : de 1.1 M€/MW pour le solaire qui correspond au prix de vente actuel observé par le groupe pour les projets au Chili et en Espagne et 1.2 M€/MW pour l'éolien dérivé de la moyenne de deux transactions récentes (EDF au Brésil et Engie en Australie).
- Nous valorisons le backlog (pré-construction), à savoir 322 MW en photovoltaïque sur la base des prix de vente moyen par MW (1.0 M€/MW) moins les coûts de construction actuels observés (0.45 M€/MW).
- En ce qui concerne les projets au stade développement avancés, à savoir 2.2 GW, nous avons retenu les multiples de transactions récentes observés sur des portefeuilles similaires soit 0.1 M€/MW pour le solaire et 0.15 M€/MW pour l'éolien. Pour le solaire, nous avons pris comme référence l'acquisition, début 2020, par Endesa d'un portefeuille solaire en Espagne de 1 GW auprès de Prodiel pour 101 M€. Pour l'éolien, nous avons considéré l'acquisition par RWE auprès de Nordex, au T3 2020, d'un portefeuille éolien en Europe de 2.7 GW pour 403 M€.
- En ce qui concerne les projets à un stade de développement peu avancé « Early Stage », à savoir aussi 2.2 GW, nous avons retenu 50% du multiple de valorisation des projets à un stade avancé de développement, soit à 0.06 M€/MW.

Valorisation de Grenergy par somme des parties

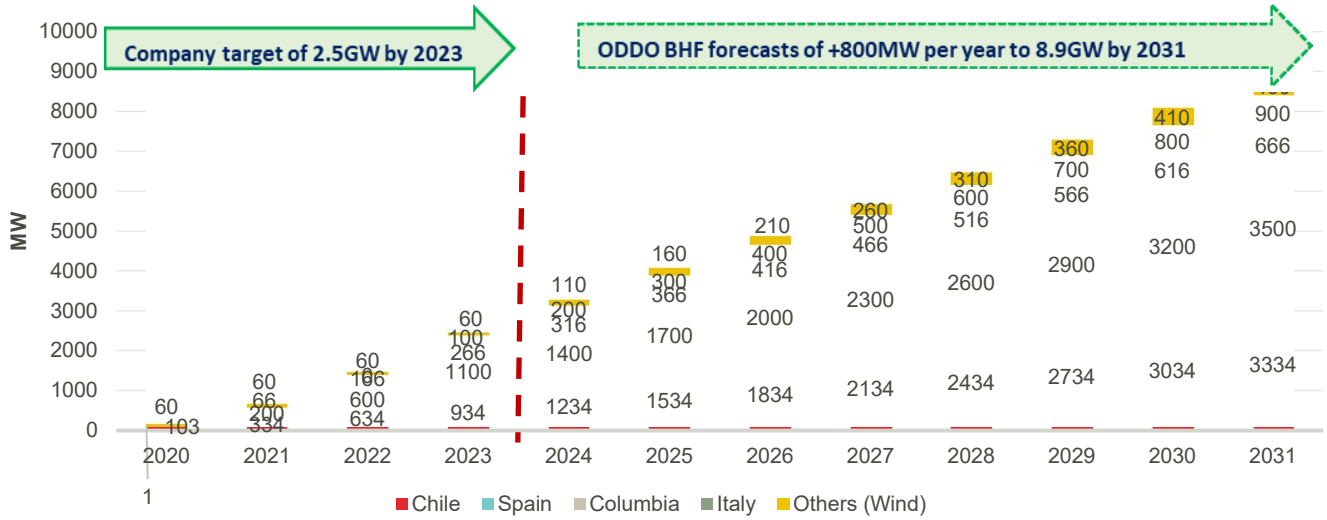
Production	MW	VE unitaire (M€/MW)	Valorisation (M€)	
MW en exploitation ou en cours de construction				
Solaire	403	1.1	443	Valorisation sur une moyenne des prix de ventes de projets solaire au Chili et en Espagne en 2020
Eolien	60	1.2	72	Valorisation sur une moyenne des récentes transactions en 2020
Backlog (pré-construction) PPA signed				
Solaire	322	0.65	209	Valorisation sur la base des prix de vente moyen par MW moins le coût de construction actuel (0.45 M€/MW).
Developpement avancé (success rate > 50%)				
Solaire	2 082	0.10	210	Prix de vente des portefeuilles en développement dans le solaire (ie Endesa de Prodiel)
Eoelien	113	0.15	17	Prix de vente du portefeuille en développement dans l'éolien (ie.Nordex à RWE)
Projets Early stage (success rate < 50%)				
Solaire	2 209	0.06	139	Valorisation à 50% du prix d'un portefeuille à un stade avancé de développement
Total SOP			**1 090**	
Endettement net 2020e			-142	Endettement net au 31/12/2020 (Estimation ODDO BHF) qui inclut l'endettement pour les projets en exploitation et en cours de construction
LT provisions			-2.7	
Financial Assets			7.9	
Valeur des fonds propres			**887**	
Valorisation par action (€)			**40.4**	

Tableau n11 - Source : ODDO BHF Securities

Forte croissance attendue pour les capacités propres « B2O »

Le groupe vise une capacité installée de 2.5 GW en 2023 avec une forte croissance attendue en Espagne (+200 MW en 2021, +400 MW en 2022 et +500 MW en 2023) et poursuite de la croissance au Chili avec un rythme de 200 MW par an où le groupe dispose d'un portefeuille de projets de plus de 2.5 GW constitué principalement de projets PMGD. Au-delà de 2023, Grenergy vise un rythme de développement de projets entre 1 GW et 2 GW par an qui devrait continuer d'alimenter un rythme de construction de projets de près de 1 GW par an (80% B2O et 20% B2S). Dans nos hypothèses nous avons retenu un rythme de croissance sur 2024/2031 de l'activité B2O de +800 MW par an en moyenne répartis en proportions égales entre le LATAM (principalement en Chili et en Colombie) et l'Europe (l'Espagne et l'Italie).

Croissance attendue des capacités « B2O » de Grenergy de 2020e à 2031e



Graphique n°12 - Sources: Grenergy, ODDO BHF Securities

Nos hypothèses de prix et de taux horaires par géographie

Dans nos prévisions de prix par géographie nous retenons un prix moyen au Chili de 45 $ par MWh qui provient d'une moyenne entre le prix de marché spot à 35 $/MWh et le prix règlementé des PMGD à 55 $/MWh étant donné que les PPA (Purchase Price Agreement) au Chili ne couvrent en général que 50%-60% de la production. En Espagne nous retenons un prix de 35 €/MWh qui correspond aux derniers prix observés sur le marché des PPA local. Par prudence, nous n'intégrons pas d'indexation sur les prix en Espagne car les contrats PPA ne couvrent généralement que 80% de la production ce qui laisse 20% d'exposition au prix de marché. Sur les autres marchés nous avons pris comme hypothèse +ou- le niveau de prix des PPA actuels signés par le groupe. Post PPA nous avons pris une baisse moyenne de 1.0% par an des prix sur 2030/2060.

En ce qui concerne les taux horaires (c-a-d les heures de fonctionnement des centrales) nous avons pris des estimations assez prudentes et qui correspondent plus aux moyennes observées dans chaque pays plutôt qu'à la moyenne des projets annoncés par le groupe qui est parfois supérieure.

Nos estimations de prix par MWh et de taux horaires par géographie

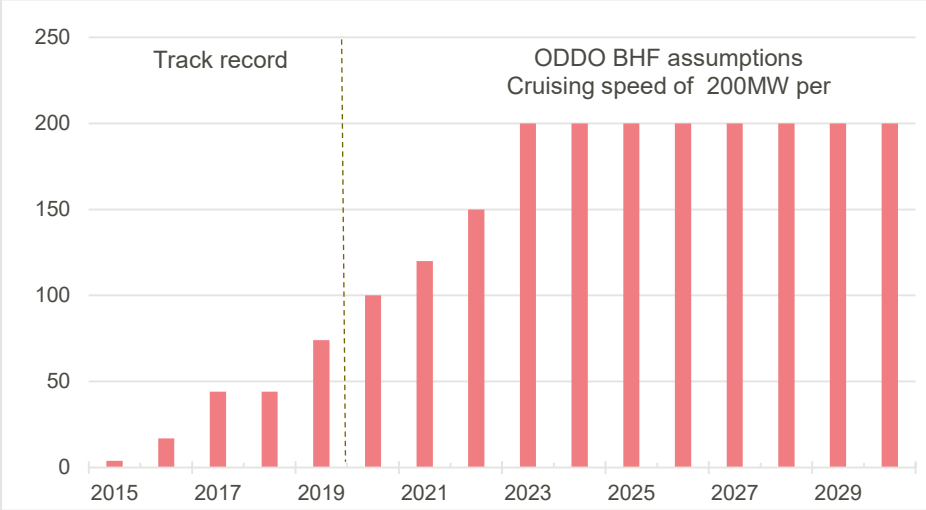
Estimations ODDO BHF	Average price (2021e)	Average hours
Solar		
Chile ($)	45	2200
Spain (€)	35	2000
Columbia ($)	45	1936
Italy (€)	40	1900
Wind		
Peru ($)	40	4900
Argentina ($)	70	5000

Tableau n°13 - Source: ODDO BHF Securities

L'activité B2S rythme de croisière à 200 MW/an

L'activité « B2S » est 'activité historique du groupe. Sur la période 2015/2020 le groupe a construit et vendu 280 MW (incluant notre estimation de 100 MW en 2020 sachant). Cette activité est pour l'instant le principal contributeur aux résultats du groupe. De 2020 à 2023 nous retenons une croissance graduelle du volume des projets vendus de 100 MW par an à 200 MW par an et au-delà de 2023 nous retenons une vitesse de croisière de 200 MW par an. Dans nos estimations nous retenons une marge d'EBITDA jusqu'en 2023 à 30% en moyenne puis une baisse graduelle à un niveau de 20% à moyen terme et 15% à plus long terme. Le niveau actuel élevé est justifié par les projets PMGD au Chili sur lesquels le groupe réalise une marge de plus de 30%. Nous considérons que le niveau normatif de marge d'une activité de farm-down est plutôt entre 15% et 20%.

Nos estimations pour l'activité B2S par MW sur 2020-2030



Graphique n°14 - Sources : Grenergy, ODDO BHF Securities

Nos projections par activité sur 2020e-2030e

Nos projections sont basées sur un taux Euro Dollar à **1.20**.

Nous vous présentons ci-dessous la synthèse de nos estimations sur 2020-2030 :

Synthèse de nos estimations par division sur 2020e-2030e

€ m	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e
External Sales	**75.7**	**133.7**	**203.0**	**294.2**	**354.7**	**404.6**	**461.5**	**519.5**	**577.4**	**678.1**	**693.3**
B2O	0.0	29.1	74.1	137.7	207.8	264.8	321.8	378.8	435.8	535.6	549.8
B2S	73.3	102	126	153	142	134	133	133	133	133	133
Services to third parties	2.3	2.3	2.9	3.6	4.5	5.5	6.4	7.3	8.3	9.2	10.1
EBITDA	**24.6**	**53.8**	**97.8**	**147.4**	**191.9**	**228.6**	**272.2**	**316.8**	**361.4**	**439.7**	**450.3**
B2O	0.0	23.0	58.5	108.8	164.2	209.2	254.2	299.3	344.3	423.1	434.4
B2S	28.8	35.3	44.1	43.8	33.2	25.2	24.2	24.2	24.2	24.2	24.2
Services	0.4	0.4	0.4	0.5	0.7	0.8	1.0	1.1	1.2	1.4	1.5
Corporate	-4.5	-4.9	-5.2	-5.7	-6.1	-6.6	-7.1	-7.7	-8.3	-9.0	-9.7
D&A	-0.4	-8.2	-18.2	-33.2	-50.1	-64.2	-78.4	-92.5	-106.7	-120.9	-135.0
EBIT	**24.2**	**45.6**	**79.7**	**114.3**	**141.9**	**164.4**	**193.8**	**224.3**	**254.7**	**318.8**	**315.3**
Financial results	-7.2	-12.5	-24.7	-37.0	-53.1	-64.4	-74.6	-83.7	-91.8	-98.8	-104.7
Taxes	-4.3	-8.3	-13.7	-19.3	-22.2	-25.0	-29.8	-35.1	-40.7	-55.0	-52.7
Net income	**12.8**	**24.9**	**41.2**	**58.0**	**66.6**	**75.0**	**89.5**	**105.4**	**122.2**	**165.0**	**158.0**
EPS (€)	0.54	1.05	1.73	2.44	2.80	3.16	3.76	4.44	5.14	6.95	6.65
Net debt/EBITDA (x)	5.7	6.7	6.9	6.8	6.5	6.4	6.0	5.8	5.5	4.8	4.9
EBITDA/Fin. results (x)	3.3	4.3	4.0	4.0	3.6	3.6	3.7	3.8	3.9	4.5	4.3

Tableau n°15 - Source: ODDO BHF Securities

Nos estimations sont supérieures au consensus

La couverture de la valeur par les analystes n'est pas très étendue. Le consensus FactSet de Grenergy est composé de 3 contributions. Nos estimations sont en moyenne +8.7% au-dessus du consensus au niveau de l'EBITDA et ~+5% au niveau de l'EPS sur la période 2021-2023

ODDO BHF vs consensus FactSet sur 2020/2023

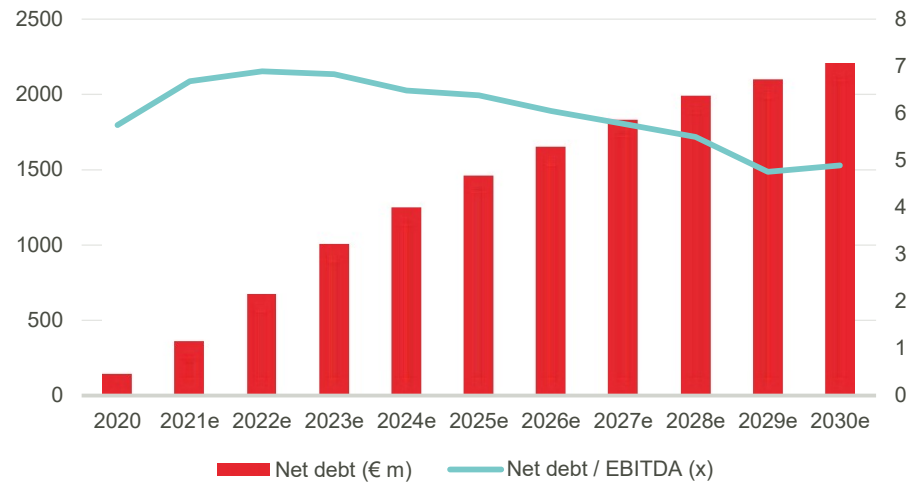
€ m	2020e	2021e	2022e	2023e
EBITDA Consensus	24.6	50.9	88.8	133.7
EBITDA ODDO BHF	24.6	53.8	97.8	147.4
Gap	0.3%	5.7%	10.2%	10.3%
EBIT consensus	24.0	43.3	74.2	107.0
EBIT ODDO BHF	24.2	45.6	79.7	114.3
Gap	1.1%	5.4%	7%	7%
NI consensus	12.6	23.5	39.4	56.0
NI ODDO BHF	12.8	24.9	41.2	58.0
Gap	1.5%	5.8%	4.5%	3.5%

Tableau n°16 - Sources: FactSet, ODDO BHF Securities

Ratio dette nette/EBITDA élevé mais dans la norme des entreprises « IPP »

Le développent de la capacité en propre du groupe en se basant sur de l'endettement (80% du cout de l'investissement dans nos hypothèses) et sur sa propre génération de cash-flow entrainerait selon nos estimations une hausse du ratio dette Nette / EBITDA de Grenergy de 5.7x à fin 2020 à près de 7.0x sur la période 2021/2023. Ce niveau qui peut sembler élevé dans l'absolu est dans la norme des producteurs indépendants d'énergie « IPP » compte tenu de la nature de leur activité qui se base sur des montages type financements de projets avec une dette qui peut aller jusqu'à 90% des investissements. Le groupe a une équipe de financements structurés qui a déjà structuré plus de 400 M$ de dettes projets pour les deux activités du groupe (B2O et B2S) et qui est actuellement en cours de négociation pour plus de 400 M$ pour les prochains projets du groupe (660 MW en Espagne, 111 MW au Chili et 90 MW en Colombie).

Evolution attendue du ratio dette nette/EBITDA sur 2020e-2030e



Graphique n°17 - Source : ODDO BHF Securities

Une société soucieuse des aspects ESG

Au cours du T1 2020, Grenergy a réalisé un diagnostic approfondi de ses performances ESG impliquant la consultation d'un large éventail de sources externes et plus de 40 entretiens internes. Les résultats de cet exercice lui ont permis de faire ressortir 21 sujets d'importance critique pour l'entreprise et les parties prenantes en raison de leur impact potentiel, y compris des indicateurs de performance clés dans quatre dimensions: gouvernance, sociale, environnementale et économique. Ces informations ont servi de base à la conception du plan d'action 2021/2023 de l'entreprise en matière d'ESG, que celle-ci a déjà commencé à mettre en œuvre. Cette feuille de route est un plan qui présente près de 70 actions concrètes dans les domaines de la bonne gouvernance, de la gestion des risques et des impacts et de la communication avec les parties prenantes.

Plan d'action ESG du groupe - 2023 ROADMAP

ESG Policy	Action areas	Number of actions	Aim
ESG Governance structure	Governance	10	✔ Create a solid ESG Governance structure
Prevention and mitigation of negative impacts	Strategy	5	✔ Integrate ESG objectives within Corporate strategy
	Risk management	9	✔ Integrate ESG risks
Promotion of positive impacts	ESG Impacts	23	✔ Boost positive impacts and mitigate negative
Stakeholder's relations	Communication	9	✔ Implement the necessary tools to quantify Grenergy's ESG footprint in the community

Graphique n°18 - Source : Grenergy

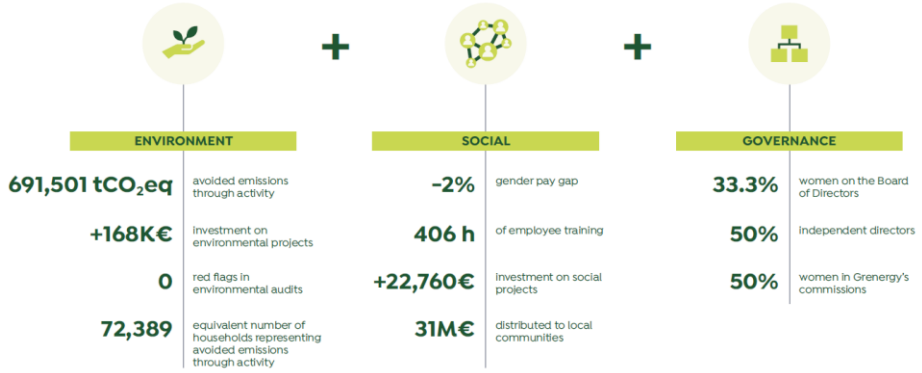
Une autre étape ESG importante en 2020 a été l'approbation de la politique de développement durable par le conseil d'administration et la création du comité de durabilité, qui rend compte directement et régulièrement au conseil d'administration de l'avancement du plan d'action ESG. La politique de développement durable définit les priorités dans le domaine du développement durable et établit les règles régissant la manière dont la politique est supervisée, dans le but d'améliorer et d'articuler la gouvernance dans ce domaine et de l'intégrer dans toute l'organisation en adoptant une approche descendante. En outre, Grenergy a mis en place en 2020 un ensemble supplémentaire de procédures pour réglementer la gouvernance interne comme le protocole de prévention de la criminalité d'entreprise et un code de conduite qui traite de sa chaîne d'approvisionnement.

Principaux indicateurs ESG du groupe à fin 2019

Le conseil d'administration de Grenergy comprend 50% de membres indépendants et 33,3% de femmes. Les deux comités indépendants de l'entreprise, le comité d'audit et le comité de nomination et de rémunération, présentent 50% de femmes. L'entreprise fait état d'un écart de rémunération négatif de 2% entre les hommes et les femmes.

En 2019, l'entreprise a fourni 406 heures de formation à 146 employés recensés à la fin de l'année 2019 et a déclaré 0 accident. Près de 89% des employés et 31% des fournisseurs sont locaux.
Grenergy rend compte publiquement et de manière transparente de son empreinte carbone ainsi que des déchets produits et de l'eau consommée et présente une approche bien définie de la gestion des risques.

Indicateurs ESG à fin 2019



Graphique n°19 - Source : Grenergy

Analyse SWOT

Analyse SWOT	
Forces	**Faiblesses**
- Business model intégré - Pipeline de plus de 5 GW principalement dans le solaire - Rythme de développent en accélération (+1.4 GW en 12 mois) - Présence sur des marchés en forte croissance (ie. PMGD au Chili et Espagne) - Management jeune et ambitieux - Forte sensibilité aux critères ESG	- Faible niveau de capacité installée à ce jour - A l'instar des IPP en forte croissance, hausse sensible attendue de la dette nette - Exposition au prix de marché (au Chili les PPA ne couvrent que 60% de la production)
Opportunités	**Menaces**
- Augmentation des appels d'offres dans la plupart des pays du groupe - Hausse du dollar (+1%$ = +0.6% dans la Valorisation par titre) - Stabilité ou hausse des prix de marché à LT - Hausse des prix de PPA - Le stockage et l'hydrogène vert	- Baisse des prix de marché (au Chili et en Espagne) - Baisse des PPA au Chili et en Espagne - Baisse du dollar - Risque d'exécution sur le plan de croissance 2023

Tableau n°20 - Source: ODDO BHF Securities

Annexes : liste des projets avancés du groupe (2.9 GW)

Les projets en cours de construction (à fin septembre 2020)

Country	Project	Type	MW	Resources (hrs)	Build & Own	COD
Argentina	Kosten	Wind	24	5,033	Yes	4Q20
Peru	Duna	Wind	18	4,900	Yes	4Q20
Peru	Huambos	Wind	18	4,900	Yes	4Q20
España	Escuderos	Solar	200	2.128	Yes	2Q21
Chile	PMGD (7 projects)	Solar	65	1,924-2,442	No	3Q20-1Q21
Mexico	S. Miguel de Allende	Solar	35	2,300	No	1Q21
Total UC			**360**			

Tableau n°21 - Source: Grenergy

Les projets en Backlog (à fin septembre 2020)

Country	Project	Type	MW	Resources (hrs)	Build & Own	COD
Chile	Quillagua2	Solar	111	2,950	Yes	4Q21
Chile	PMGD (11 projects)	Solar	118	2,000-2,734	Yes	2Q21-2Q22
Chile	PMGD (9 projects)	Solar	93	2,000-2,734	No	2Q22
Total Backlog			**322**			

Tableau n°22 - Source: Grenergy

Les développements avancés en MW

Country	Project	Type	MW	Resources (hrs)	COD
España	Belinchon	Solar	150	2,150	3Q22
España	Jose Cabrera	Solar	50	2,156	4Q22
España	Ayora	Solar	160	2,212	4Q22
España	Tabernas	Solar	300	2,358	4Q22
Colombia	Distribution (9 projects)	Solar	104	1,915-1,957	2Q21-4Q21
Peru	Emma_Bayovar	Wind	72	4,000	4Q22
Peru	Matarani	Solar	80	2,750	4Q22
Peru	Lupi	Solar	150	2,900	4Q22
Peru	Naira (1 y 2)	Wind	40	5.100	4Q22
Chile	PMGD (10 Projects)	Solar	104	2,200-2,700	2Q22-3Q22
Chile	Victor Jara	Solar	240	2,800	2Q23
Chile	Algarrobal	Solar	240	2,800	3Q23
Chile	Teno	Solar	240	2,186	2Q22
Chile	Gabriela	Solar	264	2,800	1Q23
Total			**2,195**		

Tableau n°23 - Source: Grenergy

GREG.MC | GRE SM **Surperformance** **Cours actuel 41.50 €**

Energies Renouvelables | Espagne **Upside 26.51%** **OC 52.5 €**

DONNEES PAR ACTION (€)	12/18	12/19	12/20e	12/21e	12/22e	12/23e
BPA corrigé	0.40	0.48	0.54	1.05	1.73	2.44
BPA publié	**0.41**	**0.48**	**0.54**	**1.05**	**1.73**	**2.44**
Croissance du BPA corrigé	-	20.7%	11.6%	94.7%	65.7%	40.7%
BPA consensus						
Dividende par action	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
FCF to equity par action	0.75	-1.69	-3.94	-9.17	-13.27	-13.98
Book value par action	1.08	1.56	2.04	2.58	3.63	5.36
Nombre d'actions ordinaires fin de période (M)	24.31	24.31	24.31	24.31	24.31	24.31
Nombre d'actions moyen dilué (M)	23.42	23.75	23.75	23.75	23.75	23.75
VALORISATION (M€)	**12/18**	**12/19**	**12/20e**	**12/21e**	**12/22e**	**12/23e**
Cours le plus haut (€)	6.0	19.2	22.2	41.5		
Cours le plus bas (€)	1.6	5.9	9.1	30.1		
(*) Cours de référence (€)	2.7	8.9	15.7	41.5	41.5	41.5
Capitalisation	66.8	217	382	1 009	1 009	1 009
Endettement net retraité	4.3	48.1	142	359	675	1 007
Intérêts minoritaires réévalués	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Immobilisations financières réévaluées	2.5	7.2	7.9	7.9	7.9	7.9
Provisions (y compris réserve)	0.0	2.7	2.7	2.7	2.7	2.7
VE	**68.6**	**261**	**518**	**1 363**	**1 678**	**2 010**
P/E (x)	**6.9**	**18.5**	**29.2**	**39.7**	**23.9**	**17.0**
P/CF (x)	20.9	31.6	28.3	29.8	16.6	10.8
Rendement	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
FCF yield	27.2%	ns	ns	ns	ns	ns
PBV incl. GW (x)	2.54	5.72	7.69	16.08	11.44	7.74
PBV excl. GW (x)	2.54	5.72	7.69	16.08	11.44	7.74
VE/CA (x)	1.48	3.61	6.85	10.19	8.27	6.83
VE/EBITDA (x)	3.7	14.1	21.1	25.3	17.2	13.6
VE/EBIT courant (x)	**4.4**	**14.9**	**21.4**	**29.9**	**21.1**	**17.6**
(*) cours moyen jusqu'à n-1 cours actuel à partir de n						
COMPTE DE RESULTAT (M€)	**12/18**	**12/19**	**12/20e**	**12/21e**	**12/22e**	**12/23e**
CA	46.3	72	76	134	203	294
EBITDA ajusté	18.5	18.5	24.6	54	98	147
Dotations aux amortissements	-3.1	-1.0	-0.4	-8.2	-18.2	-33.2
EBIT courant	**15.4**	**17.5**	**24.2**	**45.6**	**80**	**114**
EBIT publié	15.4	17.5	24.2	45.6	80	114
Résultat financier	-4.5	-3.4	-7.2	-12.5	-24.7	-37.0
Impôt sur les sociétés	-1.4	-2.7	-4.3	-8.3	-13.7	-19.3
Mise en équivalence	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
Intérêts minoritaires	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
RNpg publié	9.5	11.4	12.8	24.9	41.2	58
RNCpg ajusté	**9.3**	**11.4**	**12.8**	**24.9**	**41.2**	**58**
BILAN (M€)	**12/18**	**12/19**	**12/20e**	**12/21e**	**12/22e**	**12/23e**
Survaleurs	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Autres actifs incorporels	2.7	9.4	9.4	9.4	9.4	9.4
Immobilisations corporelles	15.1	75.1	178	410	751	1 126
BFR	8.4	-3.0	-0.5	-0.9	-1.3	-1.9
Immobilisations financières	3.5	10.7	11.7	11.7	11.7	11.7
Capitaux propres pg	25.3	37.1	48.5	61.3	86.1	127
Capitaux propres minoritaires	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Capitaux propres	25.3	37.1	48.5	61.3	86.1	127
Provisions	0.1	7.0	8.4	9.4	10.4	11.4
Endettement net	**4.3**	**48.1**	**142**	**359**	**675**	**1 007**
TABLEAU DE FLUX (M€)	**12/18**	**12/19**	**12/20e**	**12/21e**	**12/22e**	**12/23e**
EBITDA	**18.5**	**18.5**	**24.6**	**53.8**	**97.8**	**147.4**
Var. BFR	6.6	9.2	2.5	-0.4	-0.5	-0.6
Frais financiers & taxes	-4.1	-3.7	-11.4	-20.8	-38.5	-56.3
Autres flux opérationnels	-11.3	-8.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Operating Cash flow	9.7	15.9	15.7	32.6	58.9	90.5
Capex	7.8	-56.1	-109.2	-250.4	-374.2	-422.5
Free cash-flow	**17.5**	**-40.2**	**-93.5**	**-217.8**	**-315.3**	**-331.9**
Acquisitions / Cessions	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
Var. Capitaux propres	0.1	0.8	0.0	0.0	0.0	0.0
Autres	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Var. trésorerie nette	17.4	-39.4	-93.5	-217.8	-315.3	-331.9
CROISSANCE MARGES RENTABILITE	**12/18**	**12/19**	**12/20e**	**12/21e**	**12/22e**	**12/23e**
Croissance du CA publiée	-	56.1%	4.7%	76.7%	51.8%	45.0%
Croissance du CA organique	**-**	**-**	**-**	**-**	**-**	**-**
Croissance de l'EBIT courant	-	13.7%	38.1%	88.5%	74.6%	43.4%
Croissance du BPA corrigé	-	20.7%	11.6%	94.7%	65.7%	40.7%
Marge nette ajustée	20.2%	15.8%	16.9%	18.6%	20.3%	19.7%
Marge d'EBITDA	**39.9%**	**25.5%**	**32.5%**	**40.2%**	**48.2%**	**50.1%**
Marge d'EBIT courant	**33.3%**	**24.2%**	**32.0%**	**34.1%**	**39.2%**	**38.8%**
Capex / CA	-63.4%	-77.6%	ns	ns	ns	ns
BFR / CA	18.2%	-4.2%	-0.7%	-0.7%	-0.7%	-0.7%
Taux d'IS apparent	12.8%	18.9%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%
Taux d'IS normatif	26.3%	70.0%	80.0%	93.8%	7.4%	5.7%
Rotation de l'actif (CA / Actif Economique) (x)	-	1.3	0.6	0.4	0.3	0.3
ROCE post-tax (taux d'IS normatif)	**-**	**9.8%**	**3.6%**	**0.9%**	**12.5%**	**11.4%**
ROCE post-tax hors GW (taux d'IS normatif)	-	9.8%	3.6%	0.9%	12.5%	11.4%
ROE	-	36.6%	29.8%	45.3%	55.9%	54.3%
RATIOS D'ENDETTEMENT	**12/18**	**12/19**	**12/20e**	**12/21e**	**12/22e**	**12/23e**
Gearing	17%	130%	292%	586%	783%	791%
Dette nette / Capitalisation (x)	0.06	0.22	0.37	0.36	0.67	1.00
Dette nette / EBITDA (x)	**0.23**	**2.60**	**5.76**	**6.68**	**6.90**	**6.83**
EBITDA / frais financiers nets (x)	11.0	16.6	3.4	4.3	4.0	4.0

Sources: ODDO BHF Securities, SIX

Initiation de couverture
Energies Renouvelables | Espagne

Solaria

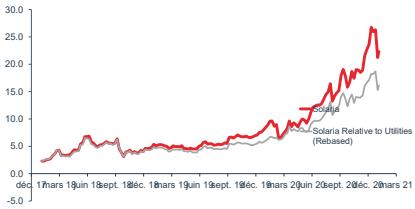
Sous-performance ➔ | Objectif 15.8 €

Cours (02/02/2021) : 22.32 € | Potentiel : -29 %

Révision	2020e	2021e
BPA	ns	ns

Traction solaire

Mercredi 03 Février 2021



Données produit			
SLR SM | SLRS.MC			
Capitalisation boursière (M€)			2 789
VE (M€)			3 732
Extrêmes 12 mois (€)		6.10	30.94
Flottant (%)			58.7
Performance (%)	**1m**	**3m**	**12m**
Performance absolue	-5.6	33.1	164.1
Perf. rel. Indice Pays	-7.2	14.1	172.9
Perf. rel. Utilities	-5.8	18.8	166.1
Comptes	**12/21e**	**12/22e**	**12/23e**
CA (M€)	126	196	243
EBITDA (M€)	99.1	158	194
EBIT courant (M€)	62.2	109	137
RNpg (M€)	39.4	65.9	82.8
BPA (€)	0.32	0.53	0.66
DNA (€)	0.00	0.00	0.00
P/E (x)	70.8	42.3	33.7
P/B (x)	10.9	8.7	6.9
Rendement (%)	0.0	0.0	0.0
FCF yield (%)	ns	ns	ns
VE/CA (x)	29.7	19.9	16.7
VE/EBITDA (x)	37.7	24.6	20.8
VE/EBIT courant (x)	60.0	35.5	29.5
Gearing (%)	ns	ns	ns
Dette nette/EBITDA (x)	ns	7.0	6.5

Un leader de l'énergie photovoltaïque porté par l'engouement sectoriel

Avec son positionnement de pure player des renouvelables dédié au solaire et son tropisme Ibérique, Solaria se distingue de la plupart des autres groupes. D'un point de vue boursier, les performances ont été portées par : 1/ l'excellente maitrise de la chaine de valeur (connaissance du terrain, expertise technique et administrative) qui lui ont permis de faire croitre son portefeuille de projets (4.3x entre 2018 et 2020 à plus de 10 GW) et 2/ l'engouement des marchés financiers pour les valeurs vertes à travers le développement des fonds thématiques. A ces éléments s'ajoutent un facteur technique à savoir l'intégration de Solaria dans les portefeuilles des deux plus importants ETF des Etats-Unis dont l'augmentation des encours a été de surcroît significative au cours de l'année 2020. Notre objectif de cours de 15.8 €, basé sur une approche fondamentale par le biais d'un DCF (17.4 €/action) et d'une SOP fondée sur des valeurs de transactions (14.2 €/action), nous amène à adopter une recommandation Sous-performance.

Un spécialiste du solaire en Espagne

Solaria est un des seuls pure players du renouvelable qui repose sur une mono-technologie (solaire). A ce positionnement technique, le groupe ajoute également un tropisme très espagnol (400 MW sur les 440 MW fin 2020). Le solde des capacités installées est situé en Italie (16.7 MW), en Uruguay (22.7 MW) et en Grèce (0.4 MW). A ce stade, la structure des contrats du groupe est uniquement fondée sur des contrats de vente d'électricité à long terme (PPA). Dans le cadre des corporates PPA, Solaria contractualise 75% des volumes, le solde (25%) étant cédé au prix de marché. Ce profil « merchant » devrait demeurer relativement stable dans le temps avec, en fonction de la typologie des contrats à long terme un maximum de 25% de la capacité installée vendue au prix de marché. Enfin, au regard du développement récent, la structure du chiffre d'affaires est encore composée à hauteur de 12% de contrats bénéficiant de tarifs subventionnés (durée moyenne restante 15 ans). Toutefois ce poids ne représentera plus que 2.5% des actifs fin 2021.

Des objectifs 2025 de 6.2 GW sans guidance financière

Solaria ne fournit qu'un objectif de capacité installée 2025 de 6.2 GW avec des paliers intermédiaires de 2021 à 2024. Solaria a connu une expansion rapide de son portefeuille de projets au cours des dernières années, portée par la relance du segment solaire dans le sud de l'Europe, tant par le biais des appels d'offres gouvernementaux que des corporates PPA (1.5 GW en portefeuille). A ce jour, il affiche 360 MW en construction exclusivement en Espagne et 575 MW qui devront être opérationnels d'ici à la fin du T1 2021 pour atteindre la guidance d'une capacité installée de 1 375 GW affirmée en début d'année 2020. Sur les 10 GW de portefeuille de projets, 5.7 GW, localisés en Espagne, bénéficient d'un statut de développement en phase avancée avec une sécurisation des connexions et des terrains ainsi que la mise en place partielle de financement, ce qui donne corps à l'objectif de 2.15 GW fin 2021 et 6.2 GW en 2025. En termes ESG, la gouvernance et le reporting sont en cours de structuration

Croissance à deux chiffres à tous les niveaux du compte de résultats

Sur la période 2019/2025, nous tablons sur des TMVA du CA de 28%/an porté par l'Espagne, de 44% pour l'EBITDA et 31% pour le RNpg, compte tenu d'un choix de financement des nouveaux projets essentiellement par dettes à partir de 2020 et d'une fiscalité qui perd peu à peu le bénéfice des reports déficitaires. Nos estimations 2020e/2025e ressortent dans les fourchettes du consensus FactSet.

Une structure financière dédiée aux projets

D'un point vue bilanciel, le groupe devrait enregistrer un pic en termes de levier en 2020 avec un ratio de Dettes nettes/EBITDA de 12.1x, avant de bénéficier de l'effet de taille de son parc en termes de génération de cash-flows combiné à la réduction de ses investissements. Ceci ramènera le ratio de levier autour de 5,4x dès 2025e, conforme à une vitesse de croisière chez certains concurrents.

Philippe Ourpatian (Analyste)
+33 (0)1 55 35 42 71
philippe.ourpatian@oddo-bhf.com

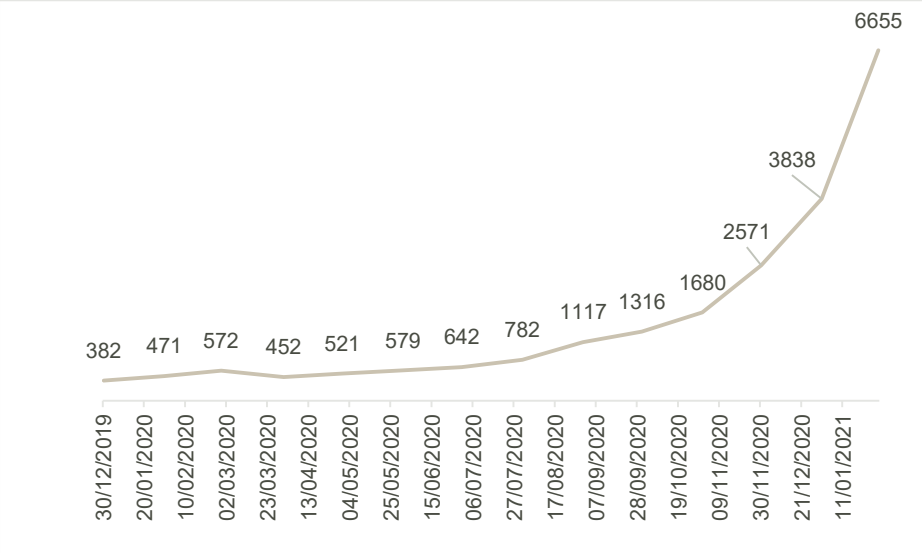
Anis Zgaya (Analyste)
+33 (0)1 44 94 56 08
anis.zgaya@oddo-bhf.com

Une valorisation boursière portée par le secteur

Avec 800 MW dont 360 MW en cours de construction et un objectif de 6.2 GW en 2025, Solaria affiche une capitalisation boursière 2.7 Md€. Nous considérons que les performances du titre ont été tirées par trois facteurs :

- Les fondamentaux du développement des marchés renouvelables et plus particulièrement solaire sur la zone ibérique. Le renouveau de la cette technologie avec la baisse significative des coûts de production et le passage de tarifs subventionnés à des mécanismes d'enchères qui donnent de la visibilité et retirent tout risque politique ont été les principaux facteurs de soutien.
- La stratégie volontariste de développement du groupe avec une transformation stratégique réussie d'installateur de fermes solaires à un statut de générateur indépendant d'électricité solaire, une capacité à étoffer son portefeuille de projets (supérieur à 10 GW dont 5.9 GW sécurisés à fin septembre 2020 contre 2.3 GW en juin 2018) et un profil industriel fondé sur une optimisation des coûts opérationnels.
- L'intégration de Solaria dans les portefeuilles des deux plus importants ETF des Etats-Unis, à savoir l'Ishare Global Clean Energy (6.65 Md$ d'actifs sous gestion) et l'Invesco Solar (4.73 Md$ d'actifs sous gestion). L'augmentation significative des encours de ces deux fonds au cours de l'année 2020 (Ishare Global Clean Energy affichait 471 M$ d'actifs sous gestion au début d'année 2020, et 1.1 Md$ au 31/08/2020) explique, d'un point de vue technique, la progression du cours de bourse. Le poids de Solaria au sein de ces deux ETF est de respectivement 1.73% et de 2.48%. Ceci représente à aujourd'hui 272 M€ de position, soit presque 10% de la capitalisation boursière de Solaria. Notons que la nouvelle administration américaine nettement plus encline à développer les énergies renouvelables devrait porter de façon durable l'appétit des investisseurs pour ce segment.

Evolution des encours gérés d'Ishare Global Clean Energy (M$)



Graphique n°30 - Source : Trackinsight

Notre objectif de cours ressort à 15.8 €, fondé sur une actualisation des flux de trésorerie (17.4 €/action) et une somme des parties (14.2 €/action).

Synthèse des valorisations

En €	Valorisation par action
DCF	17.4
Somme des parties	14.2
Objectif de cours (moyenne)	**15.8**

Tableau n°31 - Source : ODDO BHF Securities

DCF une valorisation de 17.4 €/action

Nos prévisions se fondent sur la trajectoire stratégique délivrée par le groupe en septembre dernier à savoir l'atteinte de 6.2 GW de capacité installée en 2025.

Le coût moyen pondéré du capital (CMPC) que nous utilisons ressort à 5.3%. Il s'agit d'une moyenne entre la méthodologie de calcul que nous utilisons dans une approche parc/parc (4.0%) et le taux d'actualisation que le groupe utilise pour ses tests de valeur sur les actifs au niveau de ses unités de génération de trésorerie (UGT), à savoir 6.50%

Le calcul du CMPC dans une approche parc /parc est sensible à deux paramètres selon nous,

- La géographie de l'investissement, sachant que Solaria réalise environ 95% de ses investissements dans les pays de l'Union européenne.
- Le risque attaché à l'investissement avec, au cours de la phase contractuelle à long terme (PPA), l'existence d'un tarif fixe qui nous amène à retenir un Beta Asset estimé à 0.40, inchangé. Au-delà de cette période, nous retenons un Beta Asset de 0.85.
- Rappelons que l'ensemble des actifs du groupe entre dans le cadre d'un contrat à long terme. En ce qui concerne ceux avec des contreparties privées, les corporate PPA ne couvrent que 75% des volumes, le solde soit 25% est cédé sur le marché.

Le taux sans risque retenu est celui de la zone étudiée lorsque les contrats PPA sont signés dans la devise locale.

En revanche la prime de risque pays est systématiquement celle du pays considéré (CDS à 5 ans obtenu sur la base de données Bloomberg).

Le risque de crédit (prime high yield) est estimé à 253 pb : équivalent au niveau de spread identifié sur les émetteurs high yield membres du S&P 500 (seul marché suffisamment liquide pour constituer une référence de marché dans le domaine des spreads de crédit).

Une fois l'ensemble des hypothèses et des variables prises en compte, le modèle permet d'obtenir le multiple de valorisation par « parc uniforme » à appliquer à la capacité installée.

Synthèse de détermination du CPMC dans l'approche parc/parc

Pays	Taux sans risque	Prime de risque pays (pb)	Prime High Yield (pb)	Impôts	Période PPA		Période post PPA		MW EBITDA	CMPC PPA	CMPC post PPA	CPMC pondéré
					Bêta	CMPC	Bêta	CMPC	Fin 20	Synthétique	Synthétique	Synthétique
Espagne	0.99%	42.7	253	25.00%	40%	3.6%	85%	4.6%	400.3	3.3%	4.2%	3.5%
Portugal	0.76%	37	253	25.00%	40%	4.5%	85%	4.4%	0	0.0%	0.0%	0.0%
Italie	1.53%	101	253	24.00%	40%	4.2%	85%	5.6%	16.7	0.2%	0.2%	0.2%
Grèce	1.14%	98	253	24.00%	40%	6.1%	85%	5.2%	0.4	0.0%	0.0%	0.0%
Uruguay	2.82%	171	253	25.00%	40%	6.2%	85%	7.1%	22.7	0.3%	0.4%	0.3%
Total									**440.1**	**3.7%**	**4.8%**	**4.0%**

Tableau n°32 - Source : Estimations ODDO BHF Securities

Enfin, le taux de croissance à l'infini de 1.80% est équivalent à celui que nous utilisons pour la valorisation d'EDP Renovaveis, Neoen et Voltalia.

Au-delà de 2025e, nous avons retenu un rythme de capacités nouvelles de 800 MW/an jusqu'en 2034 fondé sur un ratio de développement tel qu'avancé par le groupe et financé par un recours massif à l'endettement (notre hypothèse de levier est de 90% quand le groupe vise une absence totale de fonds propres dans ses projets). En 2034, la capacité installée de Solaria devrait atteindre 12.9 GWe en opération, soit une progression moyenne annuelle de 27.0%.

Comme pour de nombreux groupes dans ce segment nous n'avons pas intégré une activité de développement-construction pour compte de tiers. La philosophie de Solaria est à présent ancrée sur l'activité pour compte propre.

De même le développement d'une activité de maintenance pour compte de tiers n'est pas envisagé.

Les données de l'année 2034e sont le reflet d'une structure de résultat normative de la société, avec un niveau de cash-flow libre équivalent à ce que le groupe devrait générer en rythme de croisière

Modèle d'actualisation des cash-flows libres

En M€	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	2034e
Résultat op. courant	**109**	**137**	**162**	**201**	**240**	**271**	**302**	**334**	**365**	**391**	**410**	**423**	**431**
Taux de croissance		*25.2%*	*18.3%*	*24.0%*	*19.1%*	*13.1%*	*11.6%*	*10.4%*	*9.4%*	*7.0%*	*5.0%*	*3.0%*	*2.0%*
Taux d'imposition	*25%*	*25%*	*25%*	*25%*	*25%*	*25%*	*25%*	*25%*	*25%*	*25%*	*25%*	*25%*	*25%*
NOPAT	**82**	**103**	**122**	**151**	**180**	**203**	**227**	**250**	**274**	**293**	**308**	**317**	**323**
+ Amort. et provisions	49	57	71	85	95	106	117	127	138	130	122	114	106
Marge brute d'autofinancement	**131**	**160**	**193**	**235**	**275**	**309**	**343**	**378**	**412**	**423**	**429**	**431**	**429**
- Variation du BFR	-7	-7	-7	-7	-7	-7	-7	-7	-7	-5	-3	-1	0
- Investissements	-244	-268	-328	-292	-256	-256	-256	-256	-248	-240	-240	-240	-240
Cash-flow opérationnel	**-120**	**-115**	**-142**	**-64**	**12**	**46**	**80**	**115**	**157**	**178**	**186**	**190**	**189**
Valeur actualisée du cash-flow libre	-113	-102	-118	-50	9	32	52	69	89	95	94	89	97
Somme des flux actualisés	293												
Valeur terminale	2 815												
Valeur opérationnelle de l'entreprise	**3 108**												
Actifs financiers	0.6												
Provisions à décaisser	0.0												
Endettement net fin 2021	-941												
Intérêts minoritaires	0.0												
= Valeur des fonds propres	**2 168**												
Soit par action (€)	**17.4**												

Tableau n°33 - Source : ODDO BHF Securities

Nous avons procédé à plusieurs analyses de sensibilité. Outre celle du CMPC et du taux de croissance à l'infini, nous avons analysé la sensibilité à une variation du coût du capital, de celui de la dette nette et de la répartition entre capitalisation boursière et dette nette.

Sensibilité au CMPC et au taux de croissance à l'infini

En €	CMPC (%)				
Croissance à l'infini (%)	3.30	4.30	5.30	6.30	7.30
1.60	55.1	28.3	16.1	9.2	4.8
1.70	58.9	29.6	16.7	9.6	5.0
1.80	63.1	31.0	**17.4**	9.9	5.3
1.90	68.0	32.5	18.0	10.3	5.5
2.00	44.9	39.1	34.0	29.5	25.6

Tableau n°34 : Source : ODDO BHF Securities

Sensibilité aux coûts des fonds propres (K) et de la dette nette (D)

En €	Valorisation	Ecart (%)	Termes	Valorisation	Ecart (%)
Var. coût K+50 pb	14.1	-19	Var. coût K-50 pb	21.4	23
Var. coût K+100 pb	11.5	-34	Var. coût K-100 pb	26.5	52
Var. coût K+150 pb	9.3	-47	Var. coût K-150 pb	33.2	91
Var. coût K+200 pb	7.4	-57	Var. coût K-200 pb	42.4	144
Var. coût D+50 pb	16.4	-6	Var. coût D-50 pb	18.3	5
Var. coût D+100 pb	15.6	-10	Var. coût D-100 pb	19.3	11
Var. coût D+150 pb	14.8	-15	Var. coût D-150 pb	20.4	17
Var. coût D+200 pb	14.0	-20	Var. coût D-200 pb	21.6	24

Tableau n°35 - Source : ODDO BHF Securities

Somme des parties : une valorisation de 14.2 €/action

Afin de valoriser les différentes activités du groupe, nous avons retenu des méthodes propres à chaque catégorie d'actifs, à savoir principalement :

- Une approche par la capacité installée pour les actifs de production. Nous avons retenu des multiples de MW en fonction de la technologie, soit 1.29 M€/MW pour le solaire. Ce multiple correspond aux valorisations issues des transactions depuis 2017 (39 transactions dans le solaire portant sur 11.9 GW).
- Les constructions en cours, à savoir 360 MW en photovoltaïque ont été valorisées sur la base des valeurs actuelles des coûts de transaction.

En ce qui concerne les projets de développement futur (2025e), nous avons valorisé d'une part les MW sécurisés (soit 575 MW) au coût de transaction et d'autre part les projets non identifiés permettant d'atteindre l'objectif 2025 de capacité installée de 6.2 GW en opération (soit 4 825 MW), pour lesquels nous avons retenu une valeur future moyenne standard des coûts de construction de 0.32 M€/MW, en ligne avec la trajectoire envisagée par le groupe. En complément nous avons pris en compte la création de valeur moyenne ressortant des projets, soit une prime de 13.5%, ce qui nous amène à une valorisation de 0.36 M€/MW.

Par ailleurs, nous avons intégré la partie de la dette financière correspondante actualisée, elle aussi sur 4 ans.

Enfin, outre la prise en compte des actifs financiers et des provisions, nous avons également intégré le montant des crédits d'impôts figurant au bilan au 30 septembre 2020 (63 M€) compte tenu d'une probabilité raisonnable de leur récupération à un horizon de 5 ans.

Valorisation de Solaria par somme des parties

Production	MW	VE unitaire (M€/MW)	M€	
MW en exploitation				
Solaire	440	1.29	567	Valorisation sur une moyenne des transactions 2017/2020
MW en cours de construction				
Solaire	360	1.29	464	Valorisation sur une moyenne des transactions 2017/2020
Projets futurs				
Solaire	575	1.29	742	Valorisation sur une moyenne des transactions 2017/2020
Nouveaux développements	4 825	0.36	1 425	Valorisation sur la base des coûts futurs de construction majoré de la création de valeur et actualisée à 2021
Valeur opérationnelle			**3 199**	
Participations financières			1	
Crédits d'impôts			51	Valeur nette au bilan actualisée sur 5 ans
Provisions			na	
Endettement net au bilan			-543	Endettement net au 31/12/2020
Endettement net complémentaire pour les constructions en cours et à venir			-939	Endettement complémentaire à l'horizon 2025 actualisé à 2021 au CMPC de Solaria
Intérêts minoritaires			na	
Valeur des fonds propres			**1 769**	
Soit par action (€)			**14.2**	

Tableau n°36 - Source : ODDO BHF Securities

Un spécialiste du solaire en Espagne

Solaria est un des seuls pure players producteur d'énergie renouvelable à partir d'une mono-technologie, le solaire. A ce positionnement technique, le groupe ajoute également un tropisme espagnol (400 MW sur les 440 MW fin 2020). Le solde des capacités installées est situé en Italie (16.7 MW), en Uruguay (22.7 MW) et en Grèce (0.4 MW).

A ce stade, la structure des contrats du groupe est essentiellement fondée sur des contrats à long terme (PPA). Toutefois, au regard du développement récent des capacités pour compte propre, la structure du chiffre d'affaires est composée à hauteur de 12% de contrats bénéficiant de tarifs subventionnés.

Décomposition des capacités installées par typologie de tarif (MW)

Pays	MW au Tarifs subventionnés	Durée (années)	Durée restante (années)	MW au Prix PPA	Durée (années)	Durée restante (années)	Total
Espagne	34.8	30	18	365.5	25	23	**400.3**
Italie	16.7	20	11				**16.7**
Grèce	0.4	20	10				**0.4**
Uruguay				22.7	30	27	**22.7**
Total	**51.9**			**388.2**			**440.1**
Poids	**12%**			**88%**			

Tableau n°37 - Source : Solaria

Les tarifs de ces contrats subventionnés sont extrêmement élevés car ils prennent en compte des niveaux d'investissement nettement supérieurs à ceux d'aujourd'hui.

A titre d'illustration, les 34.8 MW espagnols entrent dans un schéma tarifaire qui garantit un retour sur investissement de 7.93%. L'application de la formule tarifaire (qui prend en compte l'investissement, les charges opérationnelles et les prix de gros) fait ressortir pour 2021 un prix moyen de 423 €/MWh pour un investissement initial de 6.67 M€/MW (vs 0.35 M€/MW aujourd'hui) vs un prix de gros en Espagne de l'ordre de 40 €/MWh.

Si l'on se projette à un horizon 2030, le basculement de ces 51.9 MW de capacité installée dans un régime de prix de gros (simulation faite à 40 € /MWh) représente un impact sur l'EBITDA de 14.6 M€ soit 2.9% de l'EBITDA 2030e et de 2% du RNpg 2030e, soit un impact gérable à cet horizon et peu significatif face aux ambitions de développement du groupe.

Au regard de la généralisation des enchères gouvernementales et des contrats de vente à long terme d'électricité avec des contreparties privées, le groupe privilégie les contrats à long terme qui sécurisent à 100% sa génération de cash-flow sur des durées de 25 ans dans le cadre des enchères gouvernementales en Espagne et entre 7/10 ans pour les contreparties privées. Dans le cadre de ce dernier type de contrat, le groupe sécurise 75% des volumes produits, le solde de la production, soit 25%, étant cédé au prix de marché

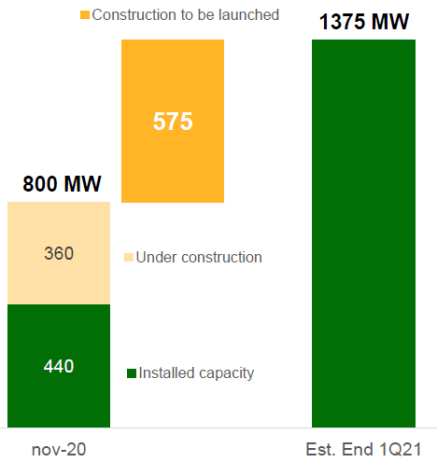
Ce profil « merchant » devrait demeurer relativement stable dans le temps avec, en fonction de la typologie des contrats à long un maximum de 25% de la capacité installée vendue au prix de marché.

Le groupe a connu une expansion rapide de son portefeuille de projets au cours des dernières années, portée par la relance du segment solaire dans le sud de l'Europe.

Avec une multiplication par 4.3 du volume de projets pour atteindre plus de 10 GW fin 2020, Solaria a engrangé une réserve de croissance qu'il déploie actuellement.

A ce jour il affiche 360 MW en construction exclusivement en Espagne et 575 MW qui devront être opérationnels d'ici à la fin du T1 2021 pour atteindre la guidance d'une capacité installée de 1.375 GW affirmée au T1 2020 et confirmée au 9 M 2020.

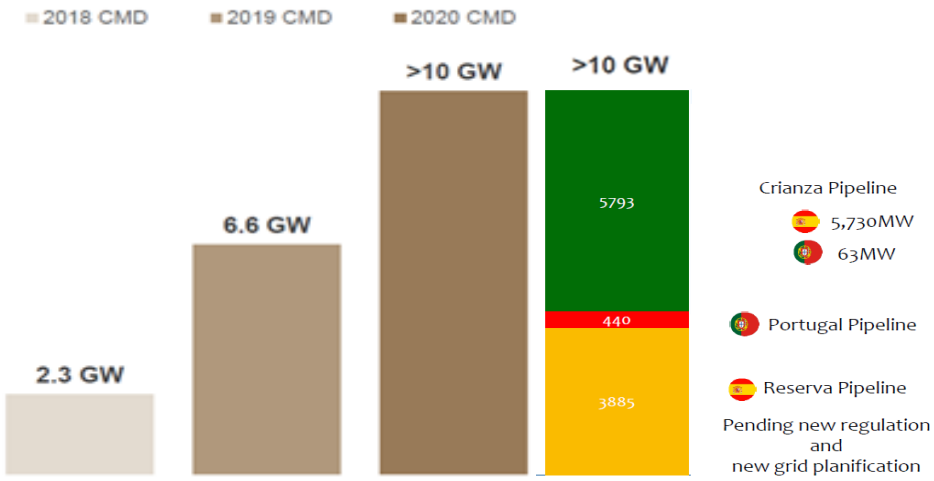
Evolution des capacités installées 2020-T1 2021



Graphique n°38 - Source : Solaria

La structure du portefeuille de projets demeure à 100% Ibérique. Sur les 10 GW, 5.7 GW, localisés en Espagne, bénéficient d'un statut de développement en phase avancée avec une sécurisation des connexions et des terrains ainsi que la mise en place partielle de financement.

Evolution du portefeuille de projets



Graphique n°39 - Source : Solaria

Grace à une parfaite connaissance du terrain et des rouages administratifs, le groupe devrait profiter de l'engagement du gouvernement espagnol de revoir à la hausse ses ambitions dans le solaire à travers l'adoption d'un décret royal du 4 novembre 2020 (RD 960/2020). Ce dernier prévoit l'organisation d'enchères à hauteur de 10 GW d'ici à 2025, avec le 27 janvier dernier, le résultat d'une première tranche de 2 GW de photovoltaïque qui ont été attribués. Cette première tranche sera suivie de 1.8 GW par an sur la période 2021/2025.

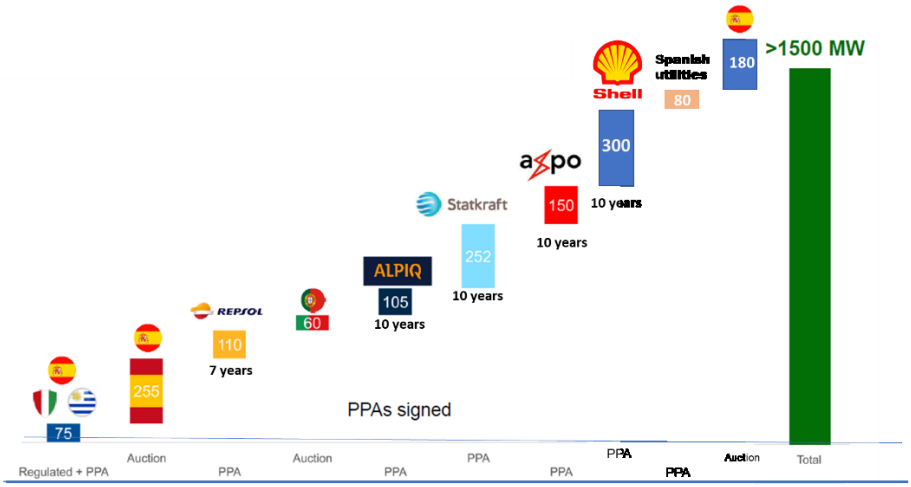
Notons que lors de ce premier appel d'offres, Solaria s'est vu attribué 180 MW à un prix moyen de 27.98 €/MW. Le prix moyen pondéré du solaire photovoltaïque a atteint 24.47 €/MWh. Le prix le plus bas de l'énergie solaire, 14,89 €/MWh, a été proposé par le groupe énergétique espagnol Ignis pour un projet de 30 MW. Enel Green Power España a offert le prix le plus élevé pour l'énergie solaire 28,9 €/MWh pour son projet de 50 MW. Au global Solaria a obtenu le troisième prix le plus élevé de l'enchère.

Aux appels d'offres gouvernementaux vient s'agréger le développement des contrats de vente à long terme d'électricité avec des contreparties privées, encore appelées corporates PPA.

A ce jour, le groupe a signé pour plus 1.5 GW de PPA gouvernementaux et de corporates PPA, dépassant son objectif de 1.5 GW à 2021. A ce jour, plus de 1.08 GW ont été signés avec des contreparties intervenant dans les secteurs de l'électricité ou de l'énergie.

Avec l'annonce de ses deux derniers contrats à savoir, le 14 janvier, 300 MW sur une durée de 10 ans avec le pétrolier RD Shell et le 26 janvier 80 MW sur 10 ans avec un énergéticien espagnol, Solaria attient un montant de 997 MW de corporates PPA auxquels d'ajoutent les contrats à long terme issus des enchères gouvernementales, soit au total 1.567 GW d'ores et déjà sécurisé.

Evolution des MW sous PPA



Graphique n°40 - Source : Solaria

Comme nombre de ses compétiteurs en Europe, Solaria bénéficie d'une demande remarquable en provenance d'électriciens ou de pétroliers désireux de contractualiser de l'électricité renouvelable.

A ce jour, le groupe reste optimiste sur les conditions de ce marché. Les TRI projets qu'il obtient demeurent relativement stables et les prix du MWh sont dans une fourchette moyenne de 33 €/MWh à 36 €/MWh, comme l'illustre les deux derniers signés en janvier 2021

Evolution des TRI et des prix du MWh des corporates PPA

	REPSOL	ALPIQ	Statkraft
PAST	12.05%	14.60%	14.10%
	Worst case	PPA price range	Best case
TODAY	12.65%	€33-36	14.18%

Graphique n°41 - Source : Solaria

Notons que le groupe fonde ses calculs de TRI projet sur une durée d'amortissement de 30 ans, une durée d'usage de 25 ans, un facteur de charge moyen de 22.7% (soit 1 988 heures d'utilisation par an), un prix de gros post PPA qui équivaut au prix du PPA sans inflation, soit une moyenne 15 ans et la pleine utilisation des déficits fiscaux générés au début de l'exploitation.

Solaria poursuit sa quête de contreparties. Post prise en compte du contrat de RD Shell de janvier 2021, le groupe affiche un portefeuille de contrats en cours de négociation de 1.7 GW qui alimentera sa croissance 2021 et 2022.

Portefeuille de PPA en négociation

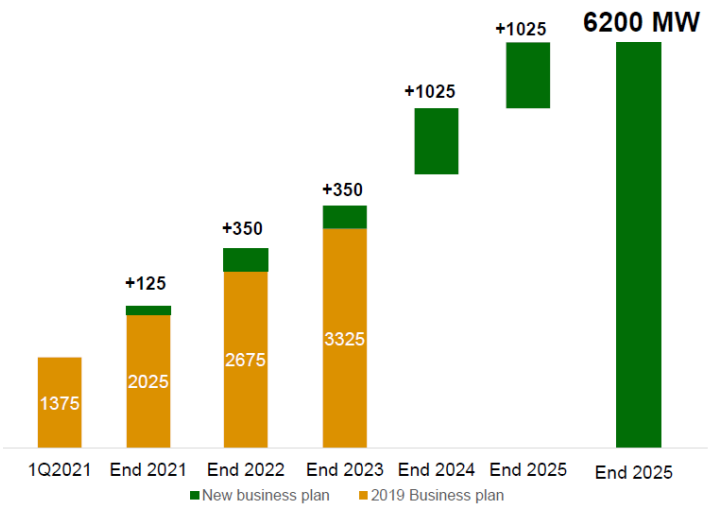
Offtaker	Power	Sector	Offtaker rating	Term	Type	Supply	Status
Confidential	50	Utility	Investment grade	10	Physical	Solar profile	TS signed
Confidential	300	Utility	Investment grade	10	Financial	Solar profile	TS under negociation
Confidential	475	Utility	Investment grade	10	Financial	Solar profile	TS under negociation
Confidential	100	Oil & gas	Investment grade	10	Financial	Solar profile	Price under negociation
Confidential	90	Industrial	Investment grade	10	Physical	Solar profile	Tender process
Confidential	335	Utility	Investment grade	10	Financial	Solar profile	Price under negociation
Confidential	100	Utility	Investment grade	8	Physical	Solar profile	Price under negociation
Confidential	150	Oil & gas	Investment grade	10	Physical	Solar profile	Price under negociation
Confidential	50	Utility	Investment grade	10	Financial	Solar profile	Price under negociation
Confidential	100	Industrial	Investment grade	10	Physical	Solar profile	On hold by the offtaker

Tableau n°42 - Source : Solaria

Des objectifs 2025 en MW sans guidance financière

En termes de trajectoire, Solaria ne fournit qu'une guidance en volume avec un objectif de capacité installée 2025 de 6.2 GW et des objectifs intermédiaires de 2021 à 2025.

Trajectoire de capacité installée d'ici à 2025



Graphique n°43 - Source : Solaria

En revanche, le groupe ne délivre aucune guidance financière que ce soit en termes d'objectifs opérationnels (EBITDA, EBIT, marge d'EBITDA ou d'EBIT, RNpg,…) ou de cadrage financier (Dette nette, levier,…).

Sur ces bases, nous avons construit un modèle qui prend en compte le plan stratégique de développement des capacités à l'horizon 2025. Au-delà nous avons retenu par prudence une croissance annuelle moyenne de 800 MW/an jusqu'en 2030.

En ce qui concerne les prix, nous avons retenu l'évolution des prix des contrats subventionnés (Espagne, Italie et Grèce) sur la base des formules tarifaires, des prix de PPA en Espagne autour de 34 €/MWh, en ligne avec la fourchette indicative donnée par le groupe en novembre 2020, un prix en Uruguay de 91.5 $/MWh qui bénéficie d'une inflation américaine de 1.5%/an et enfin des prix de gros en Espagne conformes aux estimations long terme données par le groupe en novembre 2020 sur la base des données du gestionnaire de la place de marché ibérique (OMIE), soit en moyenne 41.5 €/MWh.

En ce qui concerne les taux d'utilisation, nous avons appliqués aux parcs existants, les taux tels qu'annoncés par le groupe jusqu'à notre horizon de prévisions. Pour les nouveaux actifs espagnols, nous avons retenus par prudence un taux standard de 21%, un peu inférieur à celui qui sert de calcul au TRI projet des corporates PPA (22.7%).

Sur ces bases, nous tablons sur une évolution du chiffre d'affaires qui affiche un TMVA de 28%/an porté par l'Espagne, en ce qui concerne les projets identifiés et sécurisés que le groupe doit mettre en service d'ici 2025 et les futurs projets non identifiés à ce stade qui alimenteront la croissance pour atteindre l'objectif de 2025 et au-delà.

Trajectoire du chiffre d'affaires 2020/2030e

En M€	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e
Espagne	41.3	72.	104.9	165.9	213.8	232.6	232.6	232.6	232.6	232.6	232.6
Italie	7.2	7.4	7.6	7.4	7.4	7.4	7.4	7.4	7.4	7.4	7.4
Grèce	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Uruguay	2.6	2.7	2.7	2.8	2.8	2.9	2.9	2.9	3.0	3.0	3.1
Projets non identifiés	1.0	43.2	80.4	66.5	71.0	116.3	173.4	223.4	273.5	323.5	373.5
Total	**52.2**	**125.6**	**195.6**	**242.7**	**295.1**	**359.3**	**416.4**	**466.5**	**516.5**	**566.6**	**616.7**

Tableau n°44 - Source : ODDO BHF Securities

Au regard de la structure de coût du groupe, nous avons retenu une marge d'EBITDA moyenne de 80% stable dans le temps. Par comparaison avec les deux autres acteurs du segment des énergies renouvelables centrée sur le solaire, à savoir Scatec et Neoen, le niveau de marge d'EBITDA retenu apparait un peu plus élevé, mais est le reflet de la structure de coûts opérationnels qui demeure relativement basse pour le groupe.

Marge d'EBITDA 2018/2020e de groupes comparables

%	2018	2019	2020e	2021e	2022e	2023e
Scatec Solar (1)	75.	78.	73.	73.	77.	78.
Neoen	79.	85.	84.	77.	77.	77.
Moyenne	77.	82.	79.	75.	77.	77.

Tableau n°45 - Source : ODDO BHF Securities (1) Estimations consensus FactSet

Solaria avance un niveau normatif de charges opérationnelles de 10 K€/MW installé en 2020 qui atteindra 8 K€/MW installé à partir de 2021.

A cela s'ajoute une baisse du cout d'investissement grâce à la réduction des prix des panneaux (40% du coût), des coûts de construction (30% des coûts) et des autres composants tels que les trackers, les onduleurs et les transformateurs (30% du coût). Le groupe table à en moyenne une un coût d'investissement de 0.34 M€/MW en 2021 vs 0.407 M€/MW en 2020, 0.49 M€/MW en 2019 et 0.52 M€/MW en 2018, soit un recul de 35% entre 2018 et 2021.

En deçà de l'EBITDA nous retenons une période d'amortissement des actifs opérationnels de 30 ans, soit un niveau conforme à la politique comptable du groupe.

Par prudence, nous retenons un coût de financement du groupe à 3% avant impôts, stable sur la période 2020/2030, même si les dernières opérations de refinancement du groupe se sont réalisées à des niveaux bien inférieurs.

Enfin, le groupe bénéficie à fin 2020 d'environ 63 M€ de déficit reportable. Nous considérons qu'il sera en mesure d'en consommer 10 M€ par an sur la période 2020/2025, face à un taux d'impôts normatif de 25% dans notre modèle.

Sur ces bases et sur la période 2019/2025, nous anticipons une croissance de l'EBITDA de 44% par an et une progression du RNpg de 31% en moyenne par an, compte tenu d'un choix de financement des nouveaux projets essentiellement par dettes à partir de 2020 et d'une fiscalité qui perd peu à peu le bénéfice des reports déficitaires.

Formation du RNpg sur 2017/2025e

En M€	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e
EBITDA	28.6	31.1	31.5	44.9	99.1	158.0	194.3	233.1	285.7
Marge EBITDA	92%	92%	91%	86%	79%	81%	80%	79%	80%
Amortissements et provisions	-10.3	-12.6	-15.2	-14.1	-36.9	-48.6	-57.2	-70.9	-84.6
EBIT	18.3	18.5	16.2	30.8	62.2	109.5	137.1	162.2	201.2
Marge d'EBIT	59%	55%	47%	60%	50%	56%	57%	55%	56%
Résultat financier	-10.3	-11.1	-10.4	-13.0	-23.0	-35.0	-40.0	-46.0	-52.0
Impôts sur les sociétés	7.3	13.9	18.0	5.6	0.2	-8.6	-14.3	-19.1	-27.3
Mise en équivalence	-0.2	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Eléments non récurrents	0	1	0	0	0	0	0	0	0
Intérêts minoritaires	0	0	0	0	0	0	0	0	0
RNpg publié	**15.0**	**22.3**	**23.9**	**23.3**	**39.4**	**65.9**	**82.8**	**97.2**	**121.9**
RNpg courant	**15.0**	**21.6**	**23.9**	**23.3**	**39.4**	**65.9**	**82.8**	**97.2**	**121.9**

Tableau n°46 - Sources : société, ODDO BHF Securities

Nos prévisions d'endettement net retiennent un plan d'investissements industriels selon le séquencement des nouvelles capacités mentionnées par le groupe d'ici 2025 (6.2 GW de capacités installées en exploitation).

Les investissements industriels correspondent à des coûts d'investissement en ligne avec les prévisions du groupe à savoir une moyenne de 0.34 M€/MW sur 2021, puis à partir de 2021, nous retenons un niveau stable de 0.32 M€/MW jusqu'en 2025. Nous avons retenu également des durées de construction moyennes de 12 mois pour le solaire. La séquence de décaissement est fondée sur 50% en n-1, et 50% en n.

Notons que pour le groupe, les besoins d'injection de fonds propres dans les projets sont en voie de forte réduction. Solaria a d'ailleurs révisé à plusieurs reprises son allocation en fonds propres passant de 30% de fonds propres et 70% de dettes projets en 2018 à une structure de financement de respectivement 20% et 80%, avant de considérer aujourd'hui un recours à près de 100% d'endettement.

Par prudence nous considérons que la variation du besoin en fonds de roulement ressort stable sur la base d'un emploi de fonds de 7 M€, comparable au niveau de 2019.

Sur ces bases, le groupe devrait enregistrer un pic de levier d'endettement en 2020 avec un ratio de Dettes nettes/EBITDA de 12.1x, avant de bénéficier de l'effet de taille de son parc en termes de génération de cash-flows combinée à la réduction de ses investissements. Ceci ramènera le ratio de levier autour de 5,4x dès 2025e, conforme à une vitesse de croisière chez certains concurrents.

Tableau de financement

En M€	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e
Capacité d'autofinancement	16.3	18.3	21.3	30.0	70.0	121.0	150.0	180.0	224.0
Taux de conversion de l'EBITDA en capacité d'autofinancement	0.6	0.6	0.7	0.7	0.7	0.8	0.8	0.8	0.8
Var BFR	-0.2	-2.4	-6.5	-6.5	-7.0	-7.0	-7.0	-7.0	-7.0
Cash-flow	16.1	15.9	14.8	23.5	63.0	114.0	143.0	173.0	217.0
Investissements industriels	-45.6	-28.4	-99.7	-306.8	-430.7	-244.0	-268.0	-328.0	-292.0
Cash-flow libre	-29.6	-12.4	-84.9	-283.3	-367.7	-130.0	-125.0	-155.0	-75.0
Investissement de développement	0.0	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	0.0
Augmentation de capital	0.0	94.9	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Cessions	3.8	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Autres	-14.9	-28.4	-33.9	-30.0	-30.0	-30.0	-30.0	-30.0	-30.0
Var de dettes nettes	-40.6	54.1	-118.9	-313.3	-397.7	-160.0	-155.0	-185.0	-105.0
Dettes nettes	165.0	110.9	229.7	543.0	940.7	1 100.7	1 255.7	1 440.7	1 545.7
Ratio brut de Dettes nettes/EBITDA (x)	5.8	3.6	7.3	12.1	9.5	7.0	6.5	6.2	5.4

Tableau n°47 - Source : Estimations ODDO BHF Securities

Un consensus qui reflète l'absence de guidance financière

Au regard des guidances délivrées par le groupe qui ne portent que sur la trajectoire des capacités installées à l'horizon 2025, séquencée par année, nos estimations actuelles, se situent en écart marqué, essentiellement au niveau du RNpg, par rapport à la moyenne du consensus sur les années 2020/2022.

Nous considérons que ces écarts proviennent essentiellement des anticipations de coûts de financement et de consommation par année des déficits reportables.

2020e/2025e ODDO BHF vs consensus FactSet

En M€	2020			2021e			2022e			2023e			2024e			2025e		
	Est	Cons	Ecart	Est	Cons	Ecart	Est	Cons	Ecart	Est	Cons	Ecart	Est	Cons	Ecart	Est	Cons	Ecart
CA	52.2	62.9	-17.1%	125.6	111.1	13.1%	195.6	175.7	11.3%	242.7	244.5	-0.7%	295.1	299.8	-1.6%	359.3	346.2	3.8%
EBITDA	44.9	49.1	-8.69%	99.1	85.4	16.04%	158.0	138.0	14.51%	194.3	191.7	1.35%	233.1	233.9	-0.33%	285.7	270.9	5.47%
Marge d'EBITDA	*86.0%*	*78.1%*		*78.9%*	*76.9%*		*80.8%*	*78.5%*		*80.1%*	*78.4%*		*79.0%*	*78.0%*		*79.5%*	*78.3%*	
EBIT	30.8	31.4	-1.89%	62.2	56.7	9.65%	109.5	99.7	9.77%	137.1	145.0	-5.43%	162.2	177.2	-8.44%	201.2	204.4	-1.57%
Marge d'EBIT	*59.0%*	*49.9%*		*49.5%*	*51.1%*		*56.0%*	*56.8%*		*56.5%*	*59.3%*		*55.0%*	*59.1%*		*56.0%*	*59.0%*	
RNpg	23.3	24	-3.25%	39.4	30.4	29.72%	65.9	55.0	19.75%	82.8	79.5	4.18%	97.2	98.8	-1.59%	121.9	115.1	5.93%
Marge nette	*44.7%*	*38.3%*		*31.4%*	*27.3%*		*33.7%*	*31.3%*		*34.1%*	*32.5%*		*32.9%*	*32.9%*		*33.9%*	*33.2%*	
BPA (€)	0.19	0.16	16.02%	0.32	0.24	30.77%	0.53	0.49	7.27%	0.66	0.65	1.97%	0.78	0.84	-7.41%	0.98	1.04	-6.21%
Dettes nettes	543.0	397.2	*36.7%*	940.7	771.4	*22.0%*	1 100.7	971.6	*13.3%*	1 255.7	1 185.8	*5.9%*	1 440.7	1 297.0	*11.1%*	1 545.7	1 403.0	*10.2%*

Tableau n°48 - Sources : Société, ODDO BHF Securities, FactSet

Notons qu'au-delà de la moyenne, les écarts types par année sont très importants. L'analyse du consensus entre ses attentes les plus hautes et les plus basses, met en lumière une position souvent médiane de nos estimations

2020e/2025e ODDO BHF vs Min/Max consensus FactSet

En M€	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e
Chiffre d'affaires						
Plus haut	72	143	232	305	377	451
Plus bas	54	79	137	170	204	243
ODDO BHF	52	126	196	243	295	359
EBITDA						
Plus haut	55	118	189	248	307	367
Plus bas	44	64	109	147	181	189
ODDO BHF	45	99	158	194	233	286
EBIT						
Plus haut	39	89	158	211	259	310
Plus bas	24	42	67	98	120	127
ODDO BHF	31	62	109	137	162	201
RNpg						
Plus haut	34	57	87	122	154	190
Plus bas	6	11	18	46	57	55
ODDO BHF	23	39	66	83	97	122
Dettes nettes						
Plus haut	560	922	1 122	1 360	1 381	1 497
Plus bas	321	558	791	1 055	1 231	1 277
ODDO BHF	543	941	1 101	1 256	1 441	1 546

Tableau n°49 - Sources : Société, ODDO BHF Securities, FactSet

Quelles sont les zones de risques pour Solaria ?

La capacité de développement des projets

Au regard des objectifs donnés par le groupe, nous considérons qu'à ce stade la probabilité d'une rupture de tendance dans sa capacité à poursuivre son développement est très faible.

Les projets en opération, en phase de construction et ceux d'ores et déjà attribués qu'ils soient issus d'enchères de gouvernement ou de coprorates PPA permettront à Solaria d'atteindre 2.1 GW de capacité installée publiée à fin 2021e. Le solde permettant d'atteindre les 6.2 GW en opération visés à 2025e apparait plus que raisonnablement identifié (5.7 GW) au sein du portefeuille de 10 GW.

Plus largement, l'expansion du marché des énergies renouvelables ne nous semble pas devoir s'interrompre à court ou moyen terme au regard des plans de relance en Europe et de la poursuite de l'engouement sur le continent américain.

Les ruptures technologiques apparaissent assez douces et portent aujourd'hui essentiellement sur les capacités de production et de stockage de technologies maitrisée (éolien, solaire, batterie).

Seule une révolution permettant de stocker à grande échelle des volumes extrêmement significatifs à coût conforme à la parité réseau constituerait une réelle rupture.

Les niveaux de retours sur investissements attendus demeureront relativement stables au cours des deux à trois prochaines années compte tenu du mécanisme de projets sécurisés. Toutefois, aux regards des ambitions de croissance des concurrents (électriciens intégrés, pure players du renouvelable, fonds d'infrastructure et fonds d'investissements…) qui entraine une concurrence significative sur les appels d'offres gouvernementaux, nous considérons qu'il conviendra d'analyser en détail les paramètres des nouveaux contrats à long terme qui seront signés à partir de 2022/2023 pour des mises en service à partir de 2024/2025.

Les risques pays

Le développement international du marché des énergies renouvelables et l'entrée dans de nouveaux pays constituent un risque inhérent à l'activité. La prise en compte de facteurs politiques, économiques, techniques, juridiques et fiscaux propres à chaque état fait partie de la panoplie des éléments à prendre en compte avant toute décision d'investissement.

Dans ce cadre, le positionnement de Solaria, avec un axe de développement uniquement Ibérique permet de lever ce risque. Le passage des tarifs subventionnés aux appels d'offres constitue également un paramètre de sécurité supplémentaire.

A ce stade, nous considérons que le seul risque réglementaire pour Solaria serait une remise en question rétroactive des tarifs intégrés qui rémunèrent les actifs les plus anciens, risque que nous considérons comme hautement improbable et donc le poids va s'estomper rapidement compte tenu du développement extrêmement rapide des nouvelles capacités installées du groupe.

Un nouveau « credit crunch »

Au regard de l'importance des financements projets dans la structuration financière des projets d'énergie renouvelable, l'accès au crédit est un élément crucial pour atteinte des objectifs opérationnels.

Sur ce point, l'état de l'économie mondiale et l'accès aux capitaux ne semblent pas menacés à court/moyen terme. La liquidité sur les marchés financiers et des taux d'intérêt encore bas dans les principaux pays de l'OCDE constituent des paramètres favorables.

Au-delà, le développement de financement plus spécialisées, tels que les obligations vertes, constitue de nouvelles possibilités.

Un risque sur les approvisionnements

L'accès aux outils de production a été dans le passé un point d'attention important dans la chaine de réalisation des projets.

Dans le cas de Solaria qui se positionne uniquement sur le solaire, nous considérons çà ce stade que la croissance des capacités de production des fabricants asiatiques de panneaux solaires a permis, outre une forte baisse des coûts d'achats, un élargissement significatif de l'offre.

Le retrait des barrières tarifaires en Europe devrait à cet égard réduire une certaine pression sur les approvisionnements et conduire à une poursuite de la baisse des prix, ce qui le groupe anticipe également.

Notons également qu'à la suite du confinement chinois lié à la crise sanitaire, plusieurs voix industrielles se sont fait entendre pour une nécessaire relocalisation d'unités de fabrications de panneaux photovoltaïques en Europe afin de garantir une certaine indépendance.

A titre d'illustration, en mai 2020, le fabricant de panneaux photovoltaïques suisse Meyer Burger envisageait de construire une usine dans l'ouest de l'Allemagne. De son côté, le groupe norvégien REC examinait plusieurs éventualités pour l'implantation d'une nouvelle fabrique, notamment à Sarreguemines, dans le Grand Est de la France.

En revanche, si le durcissement de la politique commerciale américaine vis-à-vis de la Chine devrait handicaper les échanges entre les deux pays, le développement de capacités solaires aux Etats-Unis serait ralenti. À ce jour ce risque est hypothétique puisque Solaria n'y a pas de projets solaires en développement.

Une gouvernance et un reporting ESG en cours de structuration

Solaria a structuré sa gouvernance ESG en 2020, notamment via la création d'un comité d'éthique, conformité et ESG en février 2020, composé de membres du Conseil d'Administration. La société souhaite renforcer son reporting ESG dans l'optique de son introduction en bourse, étant consciente des attentes croissantes des investisseurs et des contraintes réglementaires sur ces sujets.

En tant que producteur d'énergie solaire, la société met en avant son impact positif pour la décarbonation de l'énergie électrique, pilier essentiel de la lutte contre le changement climatique. Selon ses propres calculs, chaque MW installé permet d'éviter l'émission de 400 tonnes de CO2 par an. Sur son périmètre propre (scope 1 et 2), la société s'est fixé pour objectif de réduire ses émissions de CO2 de 14% d'ici 2021, afin d'atteindre la neutralité carbone.

L'installation de panneaux solaires peut avoir des impacts négatifs sur la biodiversité, dès lors que les parcs sont construits sur des zones naturelles et/ou forestières, qui contribuent à stocker du CO2. Solaria a publié une politique environnementale applicable en juillet 2020, et met en avant la mise en place de « mesures compensatoires » pour limiter les atteintes à la flore et à la faune.

A noter également que cette problématique est moins cruciale en Espagne que dans d'autres pays européens comme la France, pour des raisons géographiques (zones désertiques).

La société n'a pas donné d'informations sur l'origine des panneaux solaires (essentiellement fabriquée en Chine à l'échelle mondiale) et sur les risques ESG liés à leur fabrication (présence de métaux critiques et recyclabilité).

D'un point de vue social et sociétal, la société s'est fixé comme objectif de porter à 25% son effectif féminin dans sa force de travail. Par ailleurs, Solaria met en avant les créations d'emplois pérennes (6 directs et 15 indirects au 15/11/2020) et les contributions fiscales permises par son activité.

Partie rédigée par Jean-Baptiste Rouphaël (Analyste ESG)
+ 33 (0)1 55 35 42 44
jean-baptiste.rouphael@oddo-bhf.com

SLRS.MC | SLR SM **Sous-performance** **Cours actuel 22.32EUR**

Energies Renouvelables | Espagne **Upside -29.21%** **OC 15.80EUR**

DONNEES PAR ACTION (€)	12/17	12/18	12/19	12/20e	12/21e	12/22e	12/23e
BPA corrigé	0.12	0.17	0.19	0.19	0.32	0.53	0.66
BPA publié	**0.12**	**0.18**	**0.19**	**0.19**	**0.32**	**0.53**	**0.66**
Croissance du BPA corrigé	-	43.9%	10.5%	-2.3%	68.8%	67.2%	25.7%
BPA consensus							
Dividende par action	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
FCF to equity par action	-0.24	-0.10	-0.68	-2.27	-2.94	-1.04	-1.00
Book value par action	0.45	1.37	1.55	1.73	2.05	2.58	3.24
Nombre d'actions ordinaires fin de période (M)	124.95	124.95	124.95	124.95	124.95	124.95	124.95
Nombre d'actions moyen dilué (M)	124.95	124.95	124.95	124.95	124.95	124.95	124.95
VALORISATION (M€)	**12/17**	**12/18**	**12/19**	**12/20e**	**12/21e**	**12/22e**	**12/23e**
Cours le plus haut (€)	1.8	6.9	7.1	23.8	30.9		
Cours le plus bas (€)	0.8	1.7	4.2	6.1	20.8		
(*) Cours de référence (€)	1.3	4.3	5.5	12.5	22.3	22.3	22.3
Capitalisation	160	532	687	1 568	2 789	2 789	2 789
Endettement net retraité	165	111	230	543	941	1 101	1 256
Intérêts minoritaires réévalués	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Immobilisations financières réévaluées	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Provisions (y compris réserve)	2.8	2.0	2.2	2.2	2.2	2.2	2.2
VE	**328**	**645**	**919**	**2 114**	**3 732**	**3 892**	**4 047**
P/E (x)	**10.7**	**24.6**	**28.8**	**67.2**	**70.8**	**42.3**	**33.7**
P/CF (x)	9.8	29.0	32.2	52.3	39.8	23.0	18.6
Rendement	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
FCF yield	ns	ns	ns	ns	ns	ns	ns
PBV incl. GW (x)	2.87	3.11	3.55	7.24	10.89	8.67	6.89
PBV excl. GW (x)	2.87	3.11	3.55	7.24	10.89	8.67	6.89
VE/CA (x)	10.54	19.09	26.62	40.52	29.71	19.90	16.68
VE/EBITDA (x)	11.5	20.7	29.2	47.1	37.7	24.6	20.8
VE/EBIT courant (x)	**18.0**	**34.8**	**56.7**	**68.7**	**60.0**	**35.5**	**29.5**
(*) cours moyen jusqu'à n-1 cours actuel à partir de n							
COMPTE DE RESULTAT (M€)	**12/17**	**12/18**	**12/19**	**12/20e**	**12/21e**	**12/22e**	**12/23e**
CA	31.1	33.8	34.5	52	126	196	243
EBITDA ajusté	28.6	31.1	31.5	44.9	99	158	194
Dotations aux amortissements	-10.3	-12.6	-15.2	-14.1	-36.9	-48.6	-57.2
EBIT courant	**18.3**	**18.5**	**16.2**	**30.8**	**62**	**109**	**137**
EBIT publié	18.3	18.5	16.2	30.8	62	109	137
Résultat financier	-10.3	-11.1	-10.4	-13.0	-23.0	-35.0	-40.0
Impôt sur les sociétés	7.3	13.9	18.0	5.6	0.2	-8.6	-14.3
Mise en équivalence	-0.2	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Activités cédées ou en cours	0.0	1.0	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
RNpg publié	15.0	22.3	23.9	23.3	39.4	66	83
RNCpg ajusté	**15.0**	**21.6**	**23.9**	**23.3**	**39.4**	**66**	**83**
BILAN (M€)	**12/17**	**12/18**	**12/19**	**12/20e**	**12/21e**	**12/22e**	**12/23e**
Survaleurs	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Autres actifs incorporels	0.1	12.1	24.3	24.3	24.3	24.3	24.3
Immobilisations corporelles	194	242	392	714	1 151	1 377	1 615
BFR	10.7	-4.2	-45.7	-31.7	-31.7	-31.7	-31.7
Immobilisations financières	19.4	34.4	55.5	55.5	55.5	55.5	55.5
Capitaux propres pg	55.7	171	193	217	256	322	405
Capitaux propres minoritaires	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Capitaux propres	55.7	171	193	217	256	322	405
Provisions	2.8	2.0	2.2	2.2	2.2	2.2	2.2
Endettement net	**165**	**111**	**230**	**543**	**941**	**1 101**	**1 256**
TABLEAU DE FLUX (M€)	**12/17**	**12/18**	**12/19**	**12/20e**	**12/21e**	**12/22e**	**12/23e**
EBITDA	**28.6**	**31.1**	**31.5**	**44.9**	**99.1**	**158.0**	**194.3**
Var. BFR	-0.2	-2.4	-6.5	-6.5	-7.0	-7.0	-7.0
Frais financiers & taxes	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Autres flux opérationnels	-12.2	-12.8	-10.1	-14.9	-29.1	-37.0	-44.3
Operating Cash flow	16.1	15.9	14.8	23.5	63.0	114.0	143.0
Capex	-45.6	-28.4	-99.7	-306.8	-430.7	-244.0	-268.0
Free cash-flow	**-29.6**	**-12.4**	**-84.9**	**-283.3**	**-367.7**	**-130.0**	**-125.0**
Acquisitions / Cessions	3.8	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
Var. Capitaux propres	0.0	94.9	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Autres	-14.9	-28.4	-33.9	-30.0	-30.0	-30.0	-30.0
Var. trésorerie nette		53.6	-119.5	-313.0	-397.6	-160.3	-155.1
CROISSANCE MARGES RENTABILITE	**12/17**	**12/18**	**12/19**	**12/20e**	**12/21e**	**12/22e**	**12/23e**
Croissance du CA publiée	-	8.6%	2.2%	51.0%	ns	55.7%	24.0%
Croissance du CA organique	**-**	**-**	**-**	**-**	**-**	**-**	**-**
Croissance de l'EBIT courant	-	1.5%	-12.4%	89.8%	ns	76.1%	25.2%
Croissance du BPA corrigé	-	43.9%	10.5%	-2.3%	68.8%	67.2%	25.7%
Marge nette ajustée	48.2%	63.9%	69.1%	44.7%	31.4%	33.7%	34.1%
Marge d'EBITDA	**91.8%**	**92.2%**	**91.1%**	**86.0%**	**78.9%**	**80.8%**	**80.1%**
Marge d'EBIT courant	**58.6%**	**54.8%**	**47.0%**	**59.0%**	**49.5%**	**56.0%**	**56.5%**
Capex / CA	ns	-83.9%	ns	ns	ns	ns	ns
BFR / CA	34.5%	-12.3%	ns	-60.7%	-25.2%	-16.2%	-13.0%
Taux d'IS apparent	-92.2%	ns	ns	-31.2%	-0.5%	11.6%	14.7%
Taux d'IS normatif	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%
Rotation de l'actif (CA / Actif Economique) (x)	-	0.1	0.1	0.1	0.1	0.2	0.2
ROCE post-tax (taux d'IS normatif)	**-**	**6.1%**	**3.9%**	**4.3%**	**5.0%**	**6.5%**	**6.9%**
ROCE post-tax hors GW (taux d'IS normatif)	-	6.1%	3.9%	4.3%	5.0%	6.5%	6.9%
ROE	-	19.1%	13.1%	11.4%	16.7%	22.8%	22.8%
RATIOS D'ENDETTEMENT	**12/17**	**12/18**	**12/19**	**12/20e**	**12/21e**	**12/22e**	**12/23e**
Gearing	297%	65%	119%	251%	368%	342%	310%
Dette nette / Capitalisation (x)	1.03	0.21	0.34	0.35	0.34	0.39	0.45
Dette nette / EBITDA (x)	**5.79**	**3.55**	**7.32**	**ns**	**ns**	**6.97**	**6.46**
EBITDA / frais financiers nets (x)	2.8	2.8	2.8	3.5	4.3	4.5	4.9

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 évènements 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	(448)	52%	34%	14%
Contrats de liquidité	(82)	55%	43%	2%
Contrats de recherche	(35)	63%	34%	3%
Service de banque d'investissement	(16)	56%	38%	6%

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 ?	Non
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 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'intérets 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.oddo-bhf.com

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.