

# Utilities Power

**Plus attractive**  
EDF | OC 16 €

**Moins attractive**  
Verbund | OC 80 €

## Le vrai coût de la transition commence à se révéler

Date publication: 25/10/2021 18:07  
Date rédaction: 25/10/2021 18:05

Cours 22/10/21	Reco	Dev.	Cours	OC
EDF	Surperformance	EUR	12.81	16.00
EDP	Surperformance	EUR	4.93	6.00
Endesa	Surperformance	EUR	19.07	21.60
Enel	Surperformance	EUR	7.13	9.60
ENGIE	Surperformance	EUR	12.16	16.00
Fortum	Neutre	EUR	27.59	25.00
Iberdrola	Surperformance	EUR	9.72	12.00
Naturgy	Neutre	EUR	22.03	23.00
RWE	Surperformance	EUR	33.13	40.00
Uniper	Sous-performance	EUR	39.00	31.50
Verbund	Sous-performance	EUR	95.95	80.00

Next Events		
27/10/2021	Iberdrola	Earnings Release
03/11/2021	Endesa	Conference/Presentation
03/11/2021	Naturgy	Earnings Release
04/11/2021	EDP	Earnings Release
04/11/2021	Enel	Earnings Release

*Après 10 années d'excès de capacité et de fermetures de sites on aurait presque oublié que la baisse de l'offre pouvait finir par faire monter les prix. Il aura suffi d'un hiver froid et de conditions de vents inférieures à la moyenne en Europe pour révéler les fragilités des équilibres du marché de l'énergie. Bienvenue dans une période où l'énergie devient plus chère pour tout le monde. EDF, Iberdrola, Engie et EDP semblent les mieux placés pour rattraper leur retard boursier. Verbund, trop cher et Uniper, mal adapté, sont à éviter.*

### Changement de braquet sur les prix de l'énergie

L'envolée des prix du gaz affole les compteurs mais il semble probable qu'une partie substantielle de cette hausse puisse être attribuée à une situation conjoncturelle. Celle-ci n'en demeure pas moins inquiétante à court terme notamment en ce qui concerne ses conséquences sur la formation des prix de l'électricité en Europe et ses impacts économiques.

### Le juste prix du CO<sub>2</sub>

En ce qui concerne le CO<sub>2</sub>, il n'y a pas d'alternative crédible à une transition énergétique sans poursuite de la hausse des prix à long terme. La révision des objectifs de l'UE en matière de plafond d'émissions tend à accroître les pressions sur un marché du CO<sub>2</sub> qui a été, pendant de nombreuses années, en situation d'abondance d'offre et se retrouve, dans la décennie actuelle, dans une position de pénurie relative. Tant que les pouvoirs publics maintiendront les objectifs en matière de décarbonation en haut de la pile, les prix du CO<sub>2</sub> continueront d'augmenter. En intégrant les récentes décisions prises en matière de plafond d'émissions (Linear Reduction Factor ou LRF), nous pensons que le prix d'équilibre du CO<sub>2</sub> en 2030 se situera autour de 100 €/t vs 50-60 €/t actuellement (nos précédentes estimations situaient le prix d'équilibre à 30 €/t en 2025 et 50 €/t en 2030).

### Le retour de la deep value

La sensibilité des opérateurs de production d'électricité au prix de marché de l'électricité est une question centrale dans la période actuelle de forte hausse des prix. Nous analysons dans cette étude les principaux éléments de sensibilité. Les sociétés bénéficiant d'un mix de production décarboné (nucléaire ou hydro) et fortement endettées profiteront le plus de la phase actuelle de rebond des prix de l'énergie. Etant donné que les prix devraient rester assez élevés, nous avons identifié de nombreux candidats dont la décote par rapport au DJ Stoxx Utilities devrait en partie disparaître. C'est le cas en particulier d'EDF (Surperformance OC de 16 € vs 14.5 €) fortement décoté à l'inverse de Verbund (Sous-performance, OC de 80 € vs 73 €) dont la valorisation intègre déjà toutes les hausses de prix. Engie, Iberdrola, Enel, EDP et RWE sont bien positionnés en milieu de tableau pour profiter du re-rating des producteurs d'énergie. A l'inverse d'autres acteurs ne sont pratiquement pas sensibles ou déjà bien valorisés pour des raisons exogènes au prix de marché, c'est le cas d'Uniper (Sous-performance vs Neutre / OC 31.5 € vs 30.5 €) et de Fortum (Neutre vs Sous-performance / OC 25 € vs 21 €). Nous relevons notre recommandation sur cette dernière car bien que la société nous semble survalorisée, nous reconnaissons que la bonne exécution de la stratégie de cession a été créatrice de valeur pour l'actionnaire.

	Devise	Capi.Boursiere	Opinion		Objectif de cours		BPA		PE (x)	
		(M)	Nouvelle	Ancienne	Nouveau	Ancien	2021e	2022e	2021e	2022e
EDF	€	39 757	Surperformance	Surperformance	16.0	14.5	1.45	1.89	8.8	6.8
EDP	€	18 016	Surperformance	Surperformance	6.0	6.0	0.17	0.19	28.6	25.4
ENGIE	€	29 618	Surperformance	Surperformance	16.0	16.0	1.05	1.09	11.6	11.1
Fortum	€	24 510	Neutre	Sous-performance	25.0	21.0	1.65	1.42	16.7	19.5
Iberdrola	€	60 628	Surperformance	Surperformance	12.0	12.8	0.57	0.65	16.9	14.9
RWE	€	21 113	Surperformance	Surperformance	40.0	38.0	2.01	1.96	16.5	16.9
Uniper	€	14 272	Sous-performance	Neutre	31.5	30.5	2.50	1.73	15.6	22.5
Verbund	€	33 335	Sous-performance	Sous-performance	80.0	73.0	2.18	2.81	44.1	34.2

**Louis Boujard CFA (Analyste)**  
+33 (0)1 44 51 82 53  
louis.boujard@oddo-bhf.com

**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



## Sommaire

<b>Les sensibilités au prix du CO2 et du gaz</b>	<b>3</b>
Un mouvement plutôt haussier	3
Une hausse du prix des intrants qui ne se traduit pas de la même manière pour tout le monde	7
Influence de la sensibilité aux prix de l'électricité sur la valorisation	10
<b>Changement de braquet sur les prix de l'énergie</b>	<b>13</b>
Les éléments conjoncturels	13
L'électricité suit la tendance	16
<b>Pénurie structurelle sur les contrats de CO<sub>2</sub> ?</b>	<b>18</b>
Les réalisations de l'Union Européenne	18
Le système de cap & trade	19
Conséquences sur l'équilibre des prix du CO <sub>2</sub>	20
<b>Fiches Sociétés</b>	<b>25</b>
EDF	25
EDP	29
Endesa	31
Enel	33
ENGIE	35
Fortum	40
Iberdrola	43
Naturgy	45
RWE	47
Uniper	51
Verbund	54



## LES SENSIBILITÉS AU PRIX DU CO2 ET DU GAZ

*La sensibilité des opérateurs de production d'électricité au prix de marché de l'électricité est une question centrale dans la période actuelle de forte hausse de prix. Les sociétés bénéficiant d'un mix de production décarboné (nucléaire ou Hydro) et fortement endettées profiteront le plus de la phase actuelle de rebond des prix de l'énergie. Etant donné que les prix devraient rester assez élevés, nous avons identifié de nombreux candidats dont la décote par rapport au DJ Stoxx Utilities devrait en partie disparaître. C'est le cas en particulier d'EDF (Surperformance OC de 16 € vs 14.5 €) fortement décoté à l'inverse de Verbund (Sous-performance, OC de 80 € vs 73 €) dont la valorisation a déjà intégré toutes les hausses de prix. Engie, Iberdrola, Enel, EDP et RWE sont bien positionnés en milieu de tableau pour profiter du re-rating des producteurs d'énergie. A l'inverse d'autres acteurs ne sont pratiquement pas sensibles ou déjà bien valorisés pour des raisons exogènes au prix de marché c'est le cas d'Uniper (Sous-performance vs Neutre / OC 31.5€ vs 30.5 €), Fortum (Neutre vs Sous-performance / OC 25 € vs 21 €).*

### Un mouvement plutôt haussier

Avec la forte hausse des prix de l'énergie, le secteur des Utilities s'inscrit plutôt dans une tendance au relèvement des estimations. Par rapport à notre univers de couverture, le relèvement est particulièrement visible sur les acteurs traditionnels bénéficiant d'une capacité de production non émettrice de CO<sub>2</sub> (c'est le cas par exemple d'EDF ou de Verbund) mais une part substantielle de notre univers de couverture profite de la tendance actuelle sur les prix de marché à l'image d'Engie, Fortum ou RWE.

Hormis les valeurs exposées au marché espagnol (Iberdrola, Enel, EDP, Endesa et Naturgy) dont il est encore difficile de déterminer l'impact net entre la hausse des prix et le coût des mesures annoncées par le gouvernement espagnol encore en négociations, nous relevons nos estimations de BPA en moyenne de plus de 20%. Le relèvement le plus sensible concerne EDF, la plus sensible aux variations de prix ainsi que Verbund. Alors qu'Uniper n'est pas la plus sensible aux variations de prix nous avons relevé nos attentes 2021 pour intégrer le récent relèvement de guidance. Cette révision a de facto entrainer une hausse des attentes de BPA sur Fortum qui détient 76% d'Uniper.

#### Synthèse de la révision des BPA

En €	2021e			2022e			2023e		
	Old	New	Change	Old	New	Change	Old	New	Change
EDF	0.88	1.45	64%	0.89	1.89	113%	0.94	1.86	98%
Iberdrola	0.57	0.57	0%	0.65	0.65	0%	0.69	0.69	0%
Engie	0.96	1.05	9%	0.97	1.09	12%	1.07	1.19	11%
RWE	1.85	2.01	8%	1.63	1.96	20%	1.28	1.43	12%
Enel	0.54	0.54	0%	0.6	0.6	0%	0.65	0.65	0%
EDP	0.17	0.17	0%	0.19	0.19	0%	0.22	0.22	0%
Endesa	1.27	1.27	0%	1.23	1.23	0%	1.64	1.64	0%
Fortum	1.41	1.65	17%	1.31	1.42	8%	1.42	1.37	-4%
Naturgy	1.13	1.13	0%	1.16	1.16	0%	1.25	1.25	0%
Uniper	2.28	2.50	10%	1.76	1.73	-2%	1.91	1.92	1%
Verbund	1.72	2.18	27%	2.51	2.81	12%	2.77	2.66	-4%

Tableau n°1 – Source: ODDO BHF Securities



Nos estimations se situent plutôt au-dessus du consensus dans le cas d'EDF, Iberdrola et Enel et plutôt en dessous dans le cas d'EDP et Fortum.

En ce qui concerne EDF, nous pensons que le marché n'a pas encore intégré la prochaine hausse des prix qui sera accordée à EDF à partir de février 2022 et n'a pas correctement pris en compte les effets positifs à moyen terme liés à la hausse des prix de l'énergie en France mais aussi au Royaume-Uni. Cette situation peut expliquer que nos estimations soient sensiblement supérieures au consensus pour les exercices 2022 et 2023.

En ce qui concerne Fortum nous pensons qu'en dépit d'un mix intéressant, le groupe reste pénalisé par une position géographique sur les marchés scandinaves qui ne lui permet pas de capter la hausse des prix de marché en Europe continentale. Cette faiblesse devrait disparaître au cours de la décennie 2020-30 avec le développement des interconnexions mais nous pensons que le consensus est trop optimiste sur le rythme de remontée des prix dans la région où opère Fortum.

Pour les autres valeurs nos estimations sont généralement relativement en ligne avec les estimations du consensus et n'appellent pas de commentaires particuliers.

#### Ecart avec le consensus

En €	2021e			2022e			2023e		
	ODDO BHF	Consensus	Diff.	ODDO BHF	Consensus	Diff.	ODDO BHF	Consensus	Diff.
EDF	1.45	1.38	5%	1.89	1.52	24%	1.86	1.52	22%
Iberdrola	0.57	0.57	0%	0.65	0.62	5%	0.69	0.7	-1%
Engie	1.05	1.03	2%	1.09	1.13	-4%	1.19	1.19	0%
RWE	2.01	1.87	7%	1.96	1.8	9%	1.43	1.42	1%
Enel	0.54	0.54	0%	0.6	0.56	7%	0.65	0.61	7%
EDP	0.17	0.21	-19%	0.19	0.23	-17%	0.22	0.25	-12%
Endesa	1.27	1.39	-9%	1.23	1.42	-13%	1.64	1.67	-2%
Fortum	1.65	1.71	-4%	1.42	1.54	-8%	1.37	1.54	-11%
Naturgy	1.13	1.19	-5%	1.16	1.21	-4%	1.25	1.29	-3%
Uniper	2.50	2.02	24%	1.73	1.74	-1%	1.92	1.9	1%
Verbund	2.18	1.87	17%	2.81	2.66	6%	2.66	2.85	-7%

Tableau n°2 - Source ODDO BHF Securities

## Des arguments pour le rattrapage boursier

En termes de recommandation, nous avons un biais plutôt positif sur les valeurs au profil plutôt Value qui ont connu une année 2021 difficile. En effet, le rebond des prix de l'énergie constitue un vent arrière plutôt bienvenu alors que, dans leur majorité, les investisseurs sont restés relativement à l'écart du secteur depuis le début de l'année. Les révisions de BPA ne devraient pas laisser indifférent et même si le marché continue de valoriser le secteur Utilities avec une décote, le potentiel de rattrapage nous semble significatif. Nous sommes à Surperformance sur une majorité de valeur et Neutre ou Sous-performance sur 4 valeurs qui ont connu une bonne performance cette année (à l'exception de Naturgy). Dans notre univers de couverture les valeurs à éviter se situent plutôt dans la catégorie des pures players renouvelables pour le moment.



### Changement de recommandations et d'objectifs de cours

	Recommandation		OC (€)		Cours (€)	Potentiel
	Ancienne	Nouvelle	Ancien	Nouveau		
EDF	Surperformance	Surperformance	14.5	16.0	12.73	26%
Iberdrola	Surperformance	Surperformance	12.0	12.0	9.75	23%
Engie	Surperformance	Surperformance	16.0	16.0	12.10	32%
RWE	Surperformance	Surperformance	38.0	40.0	32.78	22%
Enel	Surperformance	Surperformance	9.6	9.6	7.17	34%
Endesa		Surperformance		2160	19.07	13%
EDP	Surperformance	Surperformance	6.0	6.0	4.86	23%
Fortum	Sous-performance	Neutre	21.0	25.0	27.13	-8%
Naturgy	Neutre	Neutre	23.0	23.0	22.28	3%
Uniper	Neutre	Sous-performance	30.5	31.5	38.69	-19%
Verbund	Sous-performance	Sous-performance	73.0	80.0	93.80	-15%

Tableau n°3 – Source : ODDO BHF Securities

### Comparaisons boursières

En x	Recommandation	Cours (€)	OC (€)	P/E			EV/EBITDA			EV/EBIT			EV/Sales		
				2021	2022	2023	2021	2022	2023	2021	2022	2023	2021	2022	2023
EDF	Surperformance	12.73	16.00	8.8	6.7	6.9	7.2	6.2	6.1	16.3	12.7	12.8	1.8	1.7	1.7
Iberdrola	Surperformance	9.75	12.00	17.0	15.0	14.0	10.8	10.0	8.6	18.4	16.9	14.5	3.1	2.9	2.8
Engie	Surperformance	12.10	16.00	11.5	11.1	10.2	7.9	7.4	7.4	14.5	13.4	12.9	1.4	1.6	1.6
RWE	Surperformance	32.78	40.00	16.3	16.8	22.9	8.2	8.4	9.7	15.1	15.6	19.9	1.7	1.8	1.9
Enel	Surperformance	7.17	9.60	13.2	12.0	11.1	7.1	6.9	6.9	11.4	10.7	10.7	1.8	1.8	1.8
EDP	Surperformance	4.86	6.00	28.2	25.0	22.3	10.3	9.8	9.4	18.6	17.2	16.4	2.6	2.5	2.4
Endesa	Surperformance	19.08	21.60	15.0	15.6	11.6	9.8	10.2	8.5	18.3	19.5	14.9	1.7	1.8	1.9
Fortum	Neutre	27.13	25.00	16.4	19.1	19.7	11.0	12.1	12.4	17.2	20.1	20.5	0.5	0.5	0.5
Naturgy	Neutre	22.28	23.00	19.8	19.2	17.8	8.7	8.8	8.6	14.4	14.4	14.0	2.1	2.1	2.1
Uniper	Sous-performance	38.69	31.50	15.5	22.3	20.2	9.7	12.2	11.6	15.0	21.5	19.6	0.3	0.3	0.3
Verbund	Sous-performance	93.80	80.00	43.1	33.4	35.2	24.1	19.7	20.2	33.5	26.2	27.4	9.4	8.7	8.8
<b>Moyenne</b>				<b>18.6</b>	<b>17.8</b>	<b>17.4</b>	<b>10.4</b>	<b>10.1</b>	<b>9.9</b>	<b>17.5</b>	<b>17.1</b>	<b>16.7</b>	<b>2.4</b>	<b>2.3</b>	<b>2.3</b>
<b>Médiane</b>				<b>16.3</b>	<b>16.8</b>	<b>17.8</b>	<b>9.7</b>	<b>9.8</b>	<b>8.6</b>	<b>16.3</b>	<b>16.9</b>	<b>14.9</b>	<b>1.8</b>	<b>1.8</b>	<b>1.9</b>

Tableau n°4 - Source : ODDO BHF Securities

La plupart des valeurs pour lesquelles nous avons une recommandation surperformance ont une valorisation en ligne ou inférieure à la moyenne du secteur. Pourtant nous estimons que le contexte actuel de prix de marché est susceptible de réserver des surprises positives sur les anticipations de résultats à court et moyen terme sur ces valeurs. Dans un contexte de prix de marché plus élevé, une phase de rééquilibrage sur les valeurs traditionnelles nous semble justifiée.

### Estimation des sensibilités des BPA aux variations du CO2 et du gaz

	EPS sensitivity for 1 €/MWh gas variation	EPS sensitivity for 1 €/t CO2 variation	Combined EPS sensitivity
EDF	3.4%	2.0%	5.3%
Verbund	1.9%	1.2%	3.1%
Fortum (incl. Uniper)	1.8%	0.6%	2.4%
Engie	1.2%	0.7%	1.9%
EDP	0.7%	0.2%	0.8%
Iberdrola	0.4%	0.3%	0.7%
Enel	0.4%	0.1%	0.5%
Naturgy	0.3%	0.2%	0.5%
RWE	1.8%	-1.8%	-0.1%

Tableau n°5 – Source : ODDO BHF Securities



## Synthèse de nos thèses d'investissement

	OC	Recommandation	Comments
<b>EDF</b>	16.0 €	Surperformance	Alors qu'EDF est la valeur la plus sensible de notre univers de couverture à la hausse des prix de marché (score 100%), le groupe se traite avec une décote de 50% sur ses comparables. Le risque politique nous semble faible désormais, tous les candidats crédibles à l'élection présidentielle sont en faveur du nucléaire et avec les prix de marché actuels, la question de la rentabilité des actifs n'est plus un sujet de préoccupation. Notre SOP nous conduit à un objectif de cours de 16.0 €. Les discussions sur l'inclusion du nucléaire dans la taxonomie européenne pourraient constituer un catalyseur positif de court terme selon nous.
<b>Iberdrola</b>	12.0 €	Surperformance	Affectée par les mesures du gouvernement espagnol de contrainte des prix de l'électricité sur les clients finaux, Iberdrola, au regard de sa position systémique, fait partie, avec Endesa, des deux groupes les plus impactés. Toutefois, nous considérons, à ce stade, que le marché a surréagi. Le groupe a d'ores et déjà engagé un processus afin d'atténuer ces décisions politiques par des négociations à tous les niveaux. Malgré le vent contraire espagnol, Iberdrola a délivré un message de confiance basé sur un effort important pour éventuellement atténuer l'intégralité de l'impact négatif des mesures annoncées. Au cours de Bourse actuel, le titre se traite avec une décote de l'ordre de 20% par rapport à ses pairs électriciens européens intégrés (vs une prime historique de 21%). Notre objectif de cours de 12.0 € est basé sur une moyenne entre une approche DCF (10.2 €), qui prend en compte les objectifs du plan stratégique 2022, et l'intégration de PNM à cette date, une somme des parties (12.0 €), et une comparaison par les pairs (13.7 €).
<b>Engie</b>	16.0 €	Surperformance	Les conditions de marché deviennent porteuses pour Engie. Bien qu'en termes de sensibilité aux prix de marché, Engie ne pointe qu'en milieu de tableau (score 37%), le groupe profite grâce à ses actifs hydroélectriques au Brésil et en France ainsi qu'à ses centrales nucléaires en Belgique des bonnes conditions de prix de marché pour ses performances de moyen terme. Ainsi nous avons relevé nos estimations 2023 de 10% avec un BPA attendu à 1.19 € soit légèrement au-dessus du haut de la guidance (c. 1.15 €). Notre objectif de cours de 16.0 € est basé sur une approche DCF par branche.
<b>Enel</b>	9.6 €	Surperformance	Enel est affectée par les mesures du gouvernement espagnol de contrainte des prix de l'électricité sur les clients finaux à travers sa filiale ibérique Endesa (détenue à 70%), qui au regard de sa position systémique, fait partie, avec Iberdrola, des deux groupes les plus impactés. Nous maintenons notre recommandation Surperformance et notre objectif de cours à 9.60 € toujours fondé sur la moyenne du DCF (8.60 €, CPMC de 5.09% et taux de croissance à l'infini inchangé de 1.2%) et de l'ANR (10.70 €). Enel affiche une décote de 37.5% par rapport à notre univers d'énergéticiens européens en termes de PE et VE 2021/2023e, supérieure à son niveau historique (14% en moyenne) que le profil actuel ne justifie plus, ni le poids des impacts des nouvelles mesures, bien inférieur au recul boursier.
<b>Endesa</b>	21.60	Surperformance	L'exercice 2021 a été entamé dans un environnement compliqué marqué par des hausses sensibles des prix du KWh, des prix du gaz et une intensification de la concurrence dans la commercialisation. A ces éléments de marchés s'ajoute une ingérence politique majeure. La montée en puissance des activités d'énergie renouvelable dans le mix de génération d'Endesa (57% des capacités installée d'ici 2026 vs 36% actuellement) se traduit à partir de 2023 par une progression attendue de la marge d'EBITDA qui devrait atteindre 26% en 2026 soit+ 300 pb vs 2020. Nous sommes conscients que l'ingérence politique du gouvernement espagnol dans le secteur de l'énergie est un signal négatif, mais le cours de bourse d'Endesa nous semble avoir d'ores et déjà largement intégré ce risque.
<b>EDP</b>	6.0 €	Surperformance	EDP, au même titre que Naturgy, fait partie des deux groupes les moins affectés par les mesures du gouvernement espagnol de contrainte des prix de l'électricité sur les clients finaux. Comme ses concurrents, EDP a d'ores et déjà engagé un processus afin d'atténuer ces décisions politiques par des négociations à tous les niveaux. Il est aussi probable que le plan d'investissements de sa filiale renouvelable EDP Renovaveis puisse être réalloué vers des géographies moins contraignantes. Notre opinion Surperformance demeure au regard de la stratégie, comparable, à son échelle, à celle d'Iberdrola (réseaux & renouvelables). En complément, EDP demeure, à nos yeux, une cible possible pour un acteur souhaitant se renforcer ou entrer dans le renouvelable. Notre objectif de cours demeure à 6.0 € et toujours fondé sur une moyenne entre le DCF (6.0 €) ainsi qu'une SOP (6.1 €). Au cours actuel, le groupe affiche une décote de ~14% par rapport à un échantillon de référence composé d'électriciens intégrés et de pure players du renouvelable.
<b>RWE</b>	40.0 €	Surperformance	RWE a longtemps été valorisé avec une décote par rapport au DJ Stoxx Utilities qui pouvait s'élever jusqu'à 40% (en termes de PE). Après la décision d'enclencher la transition énergétique et d'accélérer sur le renouvelable à partir de 2017, la décote s'est effacée pour devenir une prime de 15% aujourd'hui (après un passage par un point haut à 40%). Ce niveau reste très inférieur à ceux constatés sur les pure players renouvelables du secteur (parfois supérieurs à 100%). Compte tenu d'un bilan très peu levé RWE fait partie des acteurs qui ont les moyens de ses ambitions et qui pourront financer une croissance accélérée dans les années à venir. Notre valorisation sur RWE est obtenue selon une approche de DCF par branche. Pour les deux branches principales, nous estimons que la croissance du parc renouvelable équivaut à une valorisation implicite de 13x l'EBITDA 2022e sur l'offshore et 15x sur l'onshore. Compte tenu d'une hausse plus rapide des prix du





			gaz que du CO2, RWE pourrait profiter d'un momentum positif sur la révision de ses résultats à court terme. Par ailleurs, le CMD du 15 novembre pourrait se traduire par une ambition nouvelle en matière de décarbonation ce qui serait positif pour la valeur.
<b>Fortum</b>	25.0 €	Neutre	En dépit du risque M&A, le groupe Fortum a démontré au cours des 18 derniers mois qu'il était en mesure de réorganiser ses activités à travers des cessions très bien valorisées en vue de réorienter sa stratégie. Il reste encore quelques cessions possibles avec par exemple les activités de Consumer solutions (fourniture d'Energie BtoC) qui ont été mises sous revue stratégique et dont le prix de cession pourrait de nouveau surprendre positivement. Notre valorisation de 25 € par action est obtenue selon une approche DCF par branche et nous amène à relever notre recommandation à Neutre sur la valeur jugeant que d'autres sociétés ont des profils mieux adaptés pour créer de la valeur dans le contexte actuel.
<b>Naturgy</b>	23.0 €	Neutre	Naturgy, au même titre qu'EDP, fait partie des deux groupes les moins affectés par les mesures du gouvernement espagnol de contrainte des prix de l'électricité sur les clients finaux. Comme ses concurrents, Naturgy a d'ores et déjà engagé un processus afin d'atténuer ces décisions politiques par des négociations à tous les niveaux. Au-delà de l'ingérence politique espagnole, le fond d'investissements IFM Global Infrastructure est entré à hauteur de 10.80% au capital après son OPA partielle. Notre opinion Neutre demeure ainsi que notre objectif de cours de 23.0 € fondé sur une moyenne entre le DCF (22.3 €), une somme des parties fondée sur une approche industrielle (26.9 €), une comparaison avec les énergéticiens conventionnels (22.6 €) et Engie comme profil identique (16.7 €) ainsi qu'avec l'ensemble du segment énergéticiens conventionnels et pure players du renouvelable (29.8 €). Notons que la valorisation actuelle présente une prime de 37.6% par rapport à son principal concurrent (Engie) sur la base des multiples moyens de VE et PE 2021/2023e, ce qui nous semble déjà bien prendre en compte l'année 2021 et la perspective stratégique 2025.
<b>Uniper</b>	31.5 €	Sous-performance	Avec 76% du capital détenu par Fortum, il semble qu'une décision devra être prise prochainement. En ce qui concerne une procédure de DPLTA celle-ci « garantit » une certaine sécurité aux actionnaires minoritaires (dans le cas présent aux actionnaires d'Uniper) à travers un prix de rachat minimum garanti en fonction du VWAP et des estimations d'un cabinet d'audit indépendant. Dans notre modèle de valorisation d'Uniper en cas de M&A nous retenons des hypothèses proches en matière de prime de risque de ce que les cabinets d'audit indépendants avaient retenu pour le rachat d'Innogy par E.ON il y a deux ans (càd 5.75% Vs 7.8% pour le modèle stand alone). En dépit de cette hypothèse assez favorable, notre fair value d'Uniper en cas de M&A s'établit à seulement 33.0 € par action soit 10% en-dessous du cours coté. Notre modèle stand alone (hors prime M&A) s'établit pour sa part à 26.8 €. Notre objectif de cours de 31.5 € est basé sur un scénario 75% M&A et 25% stand alone. Nous dégradons notre recommandation à sous-performance étant donné que même notre scénario M&A est sensiblement inférieure à la valorisation actuelle.
<b>Verbund</b>	80.0 €	Sous-performance	Nous valorisons Verbund selon une approche de DCF par branche. En ce qui concerne les activités de production (essentiellement hydrauliques) nous retenons un bêta asset de « seulement » 0.55 conduisant à un CMPC de 5%. Le caractère « vert » de ces actifs nous semble ainsi correctement pris en compte dans le modèle. La valeur implicite des actifs hydro ressort à 3.2 Md€/GW dans notre SOP. Pour mémoire les dernières transactions sur l'hydro sur ces actifs en Europe remontent à 12 mois et ont été réalisés à c. 2 Md€/GW. Sur la base des estimations du consensus Bloomberg, le PE moyen de Verbund ressort à 35x actuellement contre une moyenne historique à 18x pour la valeur et à 13x pour le secteur. La moindre déception sur les prix de marché pourrait conduire cette prime excessive à se réduire fortement selon nous.

Tableau n°6 - Source : ODDO BHF Securities

## Une hausse du prix des intrants qui ne se traduit pas de la même manière pour tout le monde

Pour certains, la hausse des prix de l'énergie est une manne inattendue, pour d'autres c'est un coût qu'il faut couvrir au meilleur prix. La hausse du prix du CO2 et du gaz ne se traduit pas de manière uniforme sur tous les actifs de production électrique.

### Le cas des centrales à charbon

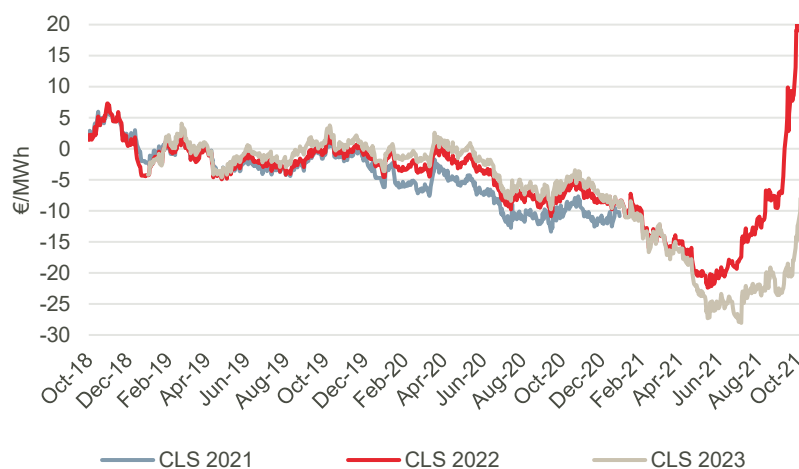
Pour les opérateurs de centrales à charbon ou lignite, la hausse du prix du CO2 est plutôt défavorable pour les marges et se traduit même dans certains cas dans la reconnaissance de marges négatives. Ce phénomène se produit quand les prix de l'électricité ne « montent pas assez » pour absorber la hausse du prix du



CO<sub>2</sub>. Ces derniers mois, la hausse du prix du charbon liée à un effet de contagion des tensions observées sur le prix du gaz s'est traduite par des difficultés croissantes à atteindre l'équilibre financier pour les opérateurs de ces centrales. Cela ne signifie pas que toutes les centrales à charbon doivent s'arrêter de produire mais simplement que les opérateurs qui n'ont pas de stock de charbon ou de quotas de CO<sub>2</sub> suffisants devront attendre de meilleures conditions de prix pour pouvoir produire. Pour les autres, ils peuvent continuer à produire en puisant dans le stock sans pouvoir les reconstituer de manière profitable pendant la période où les prix de marché ne leur accordent que des marges négatives.

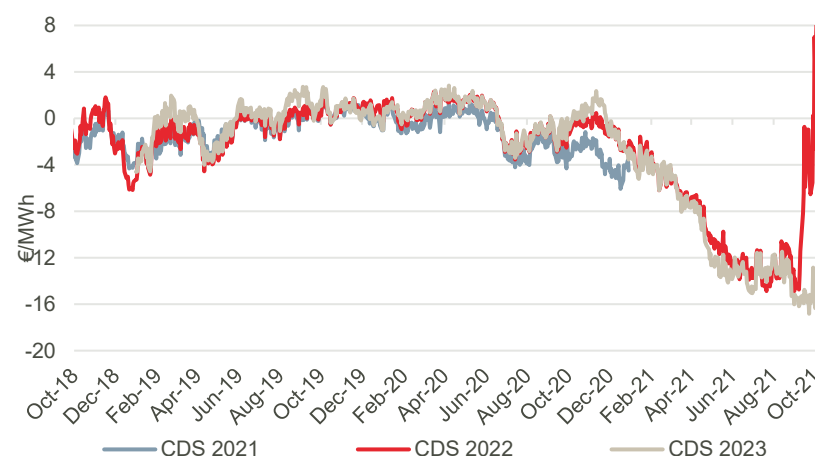
La volatilité récente des marchés a conduit à un phénomène paradoxal sur le Clean Lignite Spread et le Clean Dark Spread (CLS et CDS)<sup>1</sup> qui « offre » une fenêtre de prix positifs inattendue ces derniers jours pour les livraisons 2022. Les mécanismes de marché et d'arbitrage vont rapidement refaire plonger les marges en territoire négatif pour ces technologies les plus polluantes, selon nous.

#### Evolution du Clean Lignite Spread (CLS ; €/MWh)



Graphique n°7 - Source : FactSet

#### Evolution du Clean Dark Spread (CDS ; €/MWh)



Graphique n°8 - Source : FactSet

### Le cas des centrales à gaz

Pour un opérateur de centrales à gaz, les conditions de marché sont plus favorables avec des marges qui restent positives. En effet, en dépit de la forte

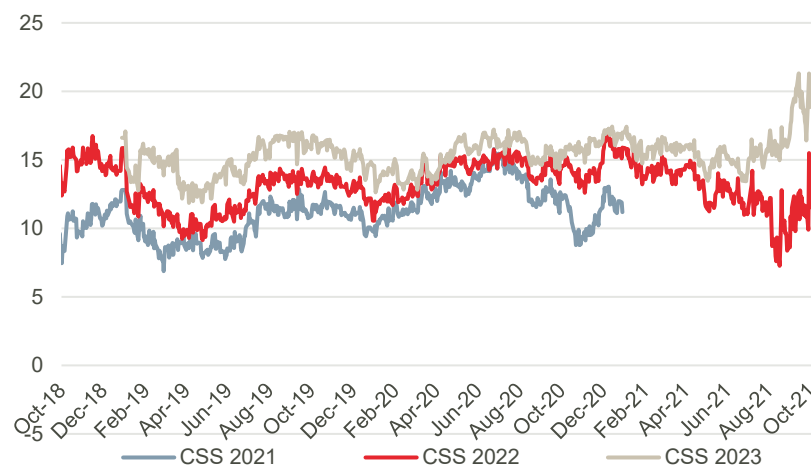
<sup>1</sup> Les CLS et les CDS sont les marges brutes obtenues par les centrales à lignite et à charbon respectivement. Pour déterminer cette marge on déduit du prix de vente de 1MWh d'électricité le coût de la lignite (ou du charbon) nécessaire à sa production ainsi que le coût du CO<sub>2</sub> émis.





appréciation du prix du CO2 et du gaz, en particulier, les marges sont stables autour de 10 €/MWh. Cette situation est le reflet des équilibres de marché en Europe qui ont conduit à privilégier les centrales à gaz pour fournir le dernier MWh nécessaire à l'équilibre du réseau. Dans ce contexte, les prix de l'électricité et du gaz évoluent en parallèles. La hausse du coût des intrants est répercutée à 100% au client final à travers le prix de l'électricité ce qui se traduit par une stabilité des marges.

#### Evolution du Clean Sparks Spread (CSS , €/MWh)



Graphique n°9 - Sources : ODDO BHF, FacSet

### Le cas des centrales nucléaires et hydroélectriques

Pour les centrales nucléaires et hydroélectriques, la période actuelle est ultra favorable. En effet, le prix des intrants reste stable puisqu'il n'est pas nécessaire d'acheter des quotas de CO2 ni de gaz ni de charbon pour couvrir la production électrique tandis que le prix de marché de l'électricité connaît une envolée historique.

Compte tenu de la politique de couverture suivie par les opérateurs, toute la hausse de 2022 ne sera pas captée par les Utilities qui ont déjà couvert en moyenne de 50 à 90% de leurs volumes pour 2022. En revanche si les prix restent élevés en 2023 et 2024, ce qui semble être le cas pour le moment, les couvertures qui sont actuellement mises en place et seront complétées en 2022 permettront aux Utilities de capter une grosse portion de cette hausse.

Compte tenu de leur mix décarboné Verbund et EDF sont les deux acteurs qui profitent le plus de cette situation de marché aujourd'hui.

Le cas d'EDF est atypique puisqu'après les décisions du gouvernement, début octobre, de baisser la TICFE (taxe intérieure sur la consommation finale d'électricité) pour absorber la hausse de la facture des particuliers sur les tarifs réglementés, le risque d'interventionnisme politique, comme on a pu le constater en Espagne, apparaît sensiblement diminué ce qui rassure sur la probabilité qu'EDF soit en mesure de capter une part de la hausse des prix de marché.

### Les actifs renouvelables (hors hydro)

Bien que l'ensemble des actifs renouvelables (éoliens et solaires) n'émettent pas de CO2 comme l'hydro ou le nucléaire décrits ci-dessus. Ces actifs ne bénéficient pas des mouvements actuels des prix de marché car ils sont adossés à des contrats de vente de type CFD ou PPA voire FIT dont le rôle est justement de garantir un prix fixe pour leur éviter d'être sensible aux prix de marché.



## Influence de la sensibilité aux prix de l'électricité sur la valorisation

Nous avons calculé un indice synthétique afin de déterminer la sensibilité des fonds propres aux variations des prix de marché de l'électricité.

L'indice est par convention borné à 100% pour la société la plus sensible de notre univers de couverture.

---

### Construction de l'indice

Dans un premier temps, le mix de la société est analysé pour déterminer quel pourcentage de capacité installée capte les mouvements de prix de marché de l'électricité (% du mix nucléaire et hydro vs autres actifs).

Dans un second temps, seule la quote-part des activités de génération est retenue dans le calcul.

Enfin, nous tenons compte du levier d'endettement qui est susceptible d'augmenter (dans le cas d'une entreprise sur-léveragée) ou de réduire (dans le cas d'une entreprise sous-léveragée) la sensibilité des fonds propres aux variations du prix de marché.

La société qui obtient le niveau le plus élevé se voit attribuer le score de 100% tandis que les autres sociétés sont hiérarchisées en proportion de leur résultat.

---

### Synthèse des sensibilités

Sans surprise, il ressort de nos estimations qu'EDF et Verbund sont les sociétés les plus sensibles suivies d'assez loin par EDP, Engie et Iberdrola. Pour leur part, E.On, RWE, Fortum et Enel ressortent dans le bas du tableau.



## Répartition des capacités installées

MW	Charbon	Gaz	Nucléaire	Total conventionnel	Hydro	Renouvelable hors hydro	Total
EDF	9700	12600	72300	94600	22500	10800	127900
Verbund	0	1013	0	1013	8267	420	9700
EDP	1970	2886	198	5054	7127	11748	23929
Engie	3036	26166	6163	35365	16147	11768	63280
Iberdrola	0	9968	3177	13145	13167	21652	47964
ERG	0	480	0	480	527	2108	3115
Enel	20604	15007	3328	38939	27826	17655	84420
Fortum	9419	23613	6583	39615	12128	3787	55530
E.ON	450	1583	4180	6213	1350	221	7784
RWE	10799	14300	2770	27869	2900	8894	39663
Uniper	9419	15184	1735	26338	3689	2801	32828
Naturgy	192	9873	608	10674	2185	2474	15333
Voltaia	0	16	0	16	9.9	1049.4	1075.3
Neoen	0	0	0	0	0	2615	2615
Encavis	0	0	0	0	0	1658	1658
Grenergy	0	0	0	0	0	198	198
Solaria	0	0	0	0	0	807	807
EDP Renovaveis	0	0	0	0	0	11340	11340
Orsted	0	1172	0	1172	0	7778	8950
Total	65589	133861	101042	300493	117823	119773	538089

Tableau n°10 - Source : ODDO BHF

## Degré de sensibilité

	Installed capacity sensitive to market prices	% of non generation businesses	Financial leverage (x)	Index of exposure to power market price
EDF	74.1%	50.7%	3.3	100%
Verbund	85.2%	8.5%	1.2	71%
EDP	30.6%	22.4%	2.1	41%
Engie	35.3%	53.0%	2.8	37%
Iberdrola	34.1%	51.1%	1.9	26%
ERG	16.9%	0.0%	1.5	21%
Enel	36.9%	67.2%	1.8	18%
Fortum	33.7%	61.0%	1.8	17%
E.ON	71.0%	89.0%	2.8	17%
RWE	14.3%	27.0%	1.3	12%
Uniper	16.5%	59.0%	1.5	8%
Naturgy	18.2%	70.0%	1.5	7%
Voltaia	0.9%	0.0%	1.6	1%
Neoen	0.0%	0.0%	2.0	0%
Encavis	0.0%	0.0%	2.1	0%
Grenergy	0.0%	0.0%	1.3	0%
Solaria	0.0%	0.0%	1.4	0%
EDP Renovaveis	0.0%	0.0%	1.1	0%
Orsted	0.0%	0.0%	1.1	0%

Tableau n°11 - Source : ODDO BHF

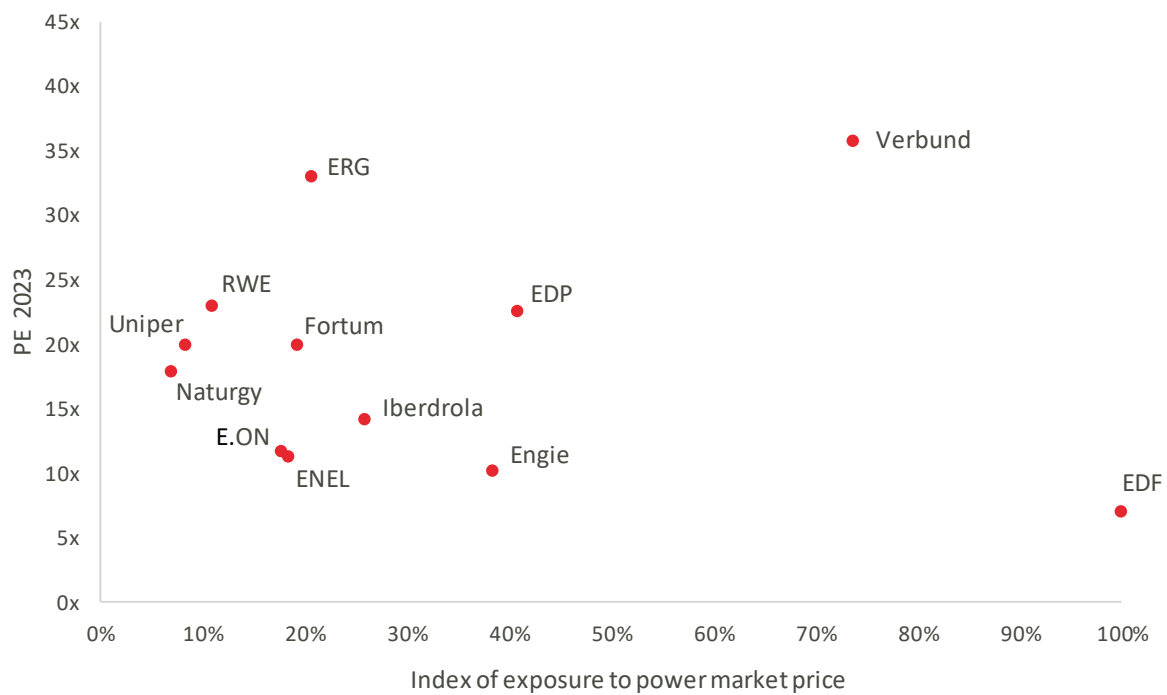
## Sensibilité pas toujours reconnue dans la valorisation

Dans le graphique suivant nous comparons la valorisation (PE 2023e) au degré de sensibilité calculé plus haut.

Selon cette approche Verbund semble correctement valorisé alors qu'EDF apparait clairement sous-valorisé.



## Valorisation vs sensibilité



Graphique n°12 - Source : ODDO BHF



## CHANGEMENT DE BRAQUET SUR LES PRIX DE L'ÉNERGIE

*L'envolée des prix du gaz affole les compteurs mais il semble probable qu'une partie substantielle de la hausse des prix puisse être attribuée à une situation conjoncturelle. Cette situation n'en demeure pas moins inquiétante à court terme notamment en ce qui concerne ses conséquences sur la formation des prix de l'électricité en Europe et ses impacts économiques.*

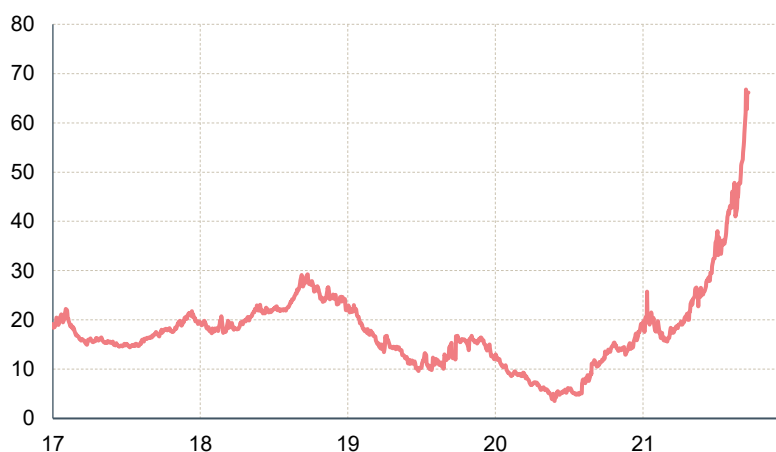
### Les éléments conjoncturels

#### Un rebond inattendu des prix du gaz

Depuis la sortie de la crise de la COVID-19, les matières premières sont entrées dans une phase de pénurie qui s'est traduite par une forte tension sur les prix. Les prix de l'énergie n'ont pas échappé à cette logique avec un rebond marqué des prix du gaz notamment (+225% YTD).

Au cours des dernières semaines, les prix de gros du gaz et de l'électricité ont suivi une trajectoire tout à fait extraordinaire. Ils ont progressé d'environ 25% par mois depuis le printemps dernier et se situent 3 à 4 fois au-dessus de la moyenne de 2015-2019.

#### Fort rebond sur les prix du gaz en Europe (€/MWh)

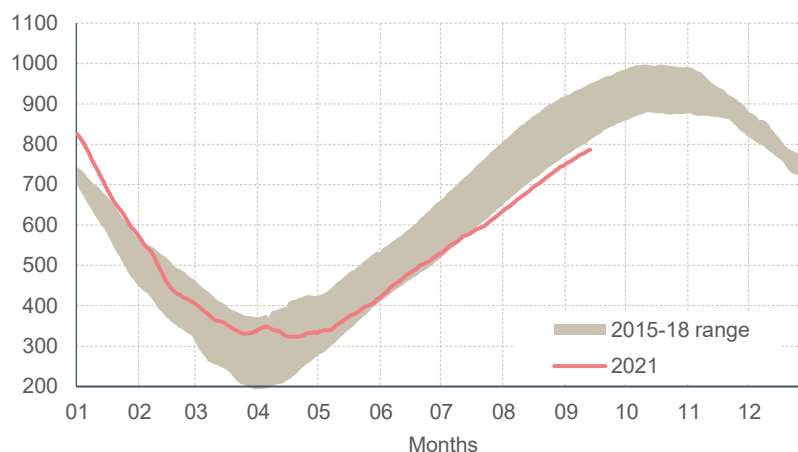


Graphique n°13 - Sources: Thomson Reuters, ODDO BHF Securities

Au moment où l'hémisphère nord entre dans l'automne et aborde une saison où la demande d'énergie tend à augmenter, l'écart avec l'offre disponible est accentué par la faiblesse des stocks de gaz par rapport à la normale à cette période de l'année.



#### Niveau des stocks en 2021 et comparaison avec la moyenne historique (TWh)



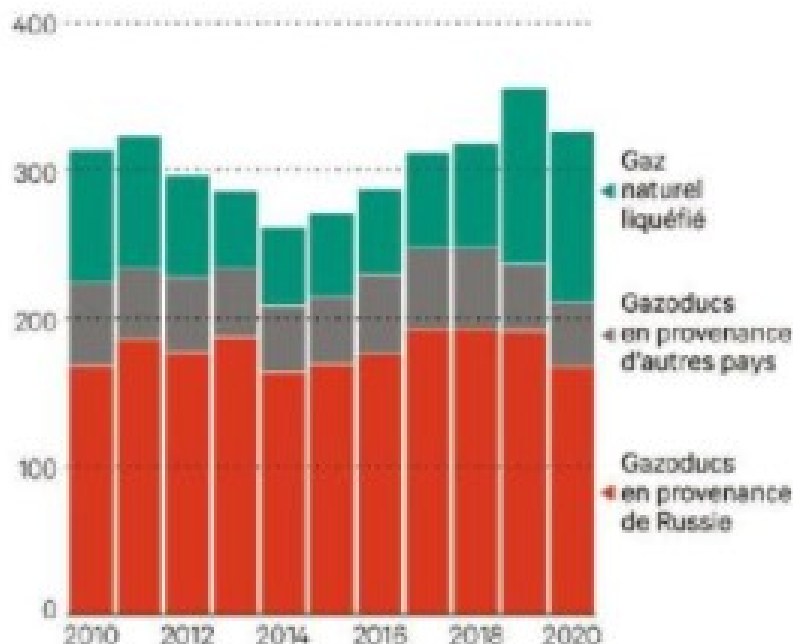
Graphique n°14 - Sources : Thomson Reuters, ODDO BHF Securities

La simple reprise de l'activité économique et le léger déséquilibre des stocks par rapport aux niveaux normaux ne peuvent pas expliquer à eux seuls l'envolée récente des prix du gaz, d'autant que la reprise d'activité en Chine tend à s'éroder ces derniers mois.

Du côté de l'offre, nous constatons un déclin rapide des approvisionnements en provenance de la Norvège après la décision de fermer le site d'exploitation de Groningen. Par ailleurs, le choc lié à l'épisode de la pandémie de COVID a conduit à une désorganisation de la chaîne de maintenance des installations offshore. Ces deux facteurs conjugués aboutissent à un déclin de c.15% des approvisionnements qui représentent habituellement environ 25% de la consommation totale européenne.

Les perturbations les plus importantes doivent cependant être cherchées du côté de la Russie. En temps normal, les approvisionnements russes représentent près de la moitié des importations venant des pays hors-UE. Elles ont nettement baissé ces derniers mois, par suite de problèmes de production en Russie. On évoque aussi parfois une décision délibérée des autorités russes en vue de faire pression sur les régulateurs européens et d'obtenir la mise en service le plus rapidement possible du nouveau pipeline Nord Stream 2 qui vient d'être finalisé. Dans ce contexte, le déséquilibre sectoriel serait essentiellement lié à des considérations géopolitiques.

#### Provenance des importations en Europe (Bcm)



Graphique n°15 - Sources : Bloomberg, Les Echos



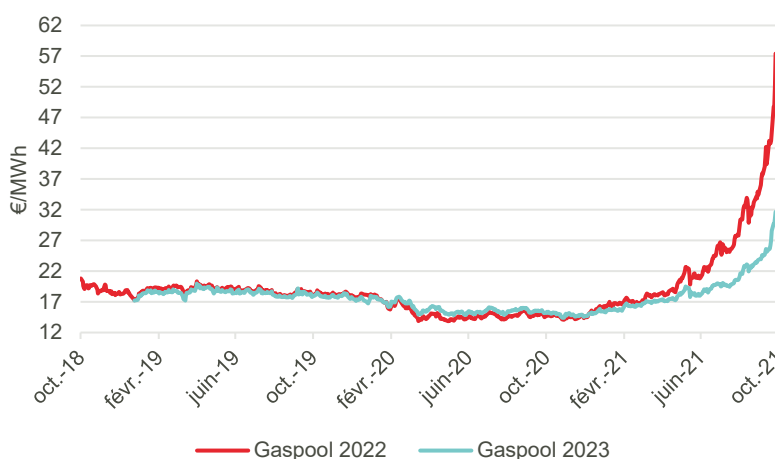


## Les contrats forward confirment l'hypothèse conjoncturelle du rebond

Les contrats forwards sur les prix du gaz nous indiquent clairement qu'une partie des tensions sur les prix des énergies fossiles est à mettre au crédit d'éléments conjoncturels. En effet, les prix des contrats pour les livraisons 2023 sont nettement inférieurs aux prix des contrats pour livraison 2022. Ce type de configuration est connu sous le nom de normal backwardation mais l'écart de prix entre les contrats 2022 et 2023 est en ce moment beaucoup plus significatif que celui habituellement constaté sur ce type de commodités. L'écart entre les livraisons 2022 et 2023 est actuellement à 25 €/MWh sur le marché Gaspool alors qu'il se situait historiquement à environ 1 €/MWh comme le montre le graphique suivant.

Dans le cas où les opérateurs anticiperaient une pénurie structurelle de gaz, les contrats forward auraient une tendance haussière plus marquée pour les livraisons les plus éloignées et les prix des contrats forward seraient en situation de Contango par opposition à la situation de backwardation actuelle.

### Les forward montrent une baisse de la pression haussière sur les échéances les plus éloignées



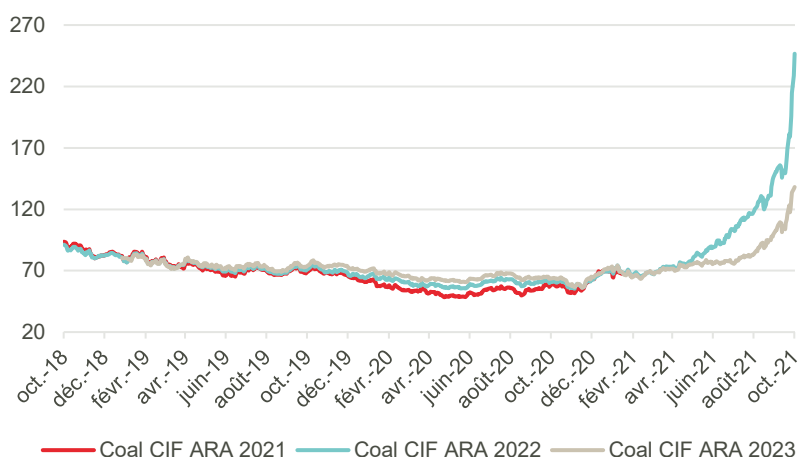
Graphique n°16 - Source : FactSet

## Le charbon joue la même partition

Bien que son importance dans la formation des prix de l'électricité en Europe soit en déclin, la hausse des prix du charbon s'inscrit dans une tendance comparable à celle du gaz. Depuis son point bas de novembre 2020, les prix du charbon ont pratiquement triplé depuis le début de l'année pour les livraisons 2022 et doublé pour les livraisons 2023.



### Même musique sur le charbon : forte hausse sur les contrats forward en particulier à court terme



Graphique n°17 - Source : FactSet

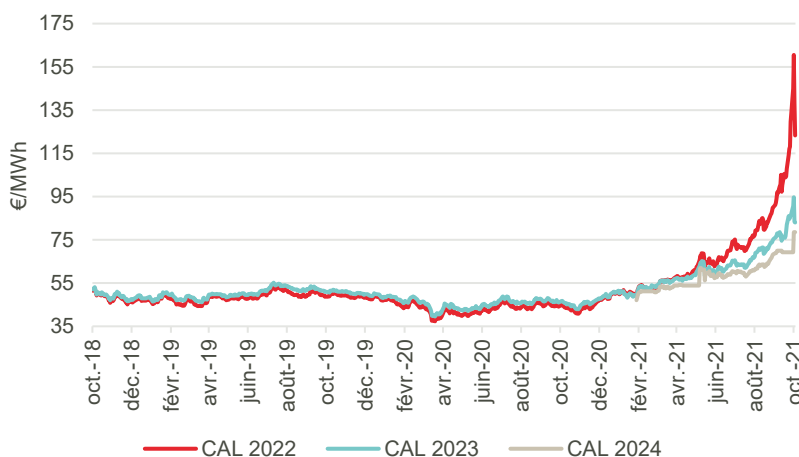
## L'électricité suit la tendance

**Des forwards très hauts à court terme mais plus raisonnables à moyen terme**

Les prix de l'électricité reflètent l'évolution des contrats forward sur le gaz et sur le charbon. Ainsi pour les livraisons à court terme le prix de l'électricité atteint des niveaux historiques au-dessus de 100 €/MWh pour les livraisons 2022.

En revanche, pour les livraisons à partir de 2023, le marché reste tendu par rapport à ses niveaux historiques mais sur des niveaux sensiblement plus faibles que 2022 autour de 70 à 80 €/MWh.

### Evolution des forward 2022/2024 sur le marché de l'électricité (€/MWh)



Graphique n°18 - Source : FactSet



## Une tendance à court terme difficile à capturer

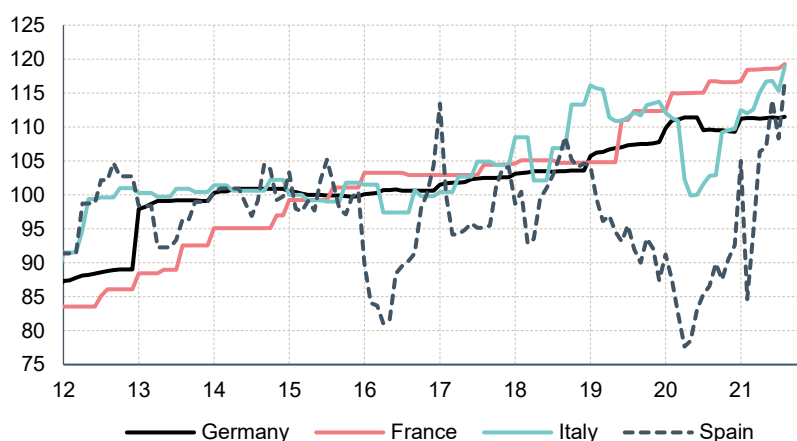
L'explosion des prix à court terme est difficile à capter pour les Utilities compte tenu de leur stratégie de couverture. En effet, elles commencent l'année avec 90 à 100% de leur production déjà couverte ce qui réduit fortement leur exposition au prix de marché.

Les tensions sur le marché peuvent parfois être liées à des conditions de production moins favorables. Cela a été le cas, par exemple, pour les éoliennes en 2021 dont le niveau de production a été beaucoup plus faible qu'en 2020. En fonction de la politique de couverture de la société, ce phénomène peut avoir des conséquences négatives et la conduire à racheter une partie de la production qu'elle pensait pouvoir produire au prix fort sur le marché.

Par ailleurs, dans certaines situations, cette hausse peut être négative en particulier si l'interventionnisme politique conduit à une régulation spécifique susceptible de limiter les profits comme cela a été proposé en Espagne récemment (voir les fiches sur Iberdrola, EDP, Naturgy et Enel à ce sujet)

Ce risque d'interventionnisme est d'autant plus élevé que la hausse des prix est répercutée sur le client final. La réglementation du pays, le poids des taxes peuvent ici fortement influencer les variations de prix pour le client final.

### Eurozone: electricity prices paid by consumers (2015=100)



Graphique n°19 – Source :FactSet



# PENURIE STRUCTURELLE SUR LES CONTRATS DE CO<sub>2</sub> ?

---

*Il n'y a pas d'alternative crédible à une transition énergétique sans poursuite de la hausse des prix du CO<sub>2</sub> à long terme. La révision des objectifs de l'UE en matière de plafond d'émissions tend à accroître les pressions sur un marché du CO<sub>2</sub> qui a été pendant de nombreuses années en situation d'abondance d'offre et qui se retrouve dans la décennie actuelle dans une position de pénurie relative. Tant que les pouvoirs publics maintiendront les objectifs en matière de décarbonation en haut de la pile, les prix du CO<sub>2</sub> continueront d'augmenter. En intégrant les récentes décisions prises en matière de plafond d'émissions (Linear Reduction Factor ou LRF) nous pensons que le prix d'équilibre du CO<sub>2</sub> en 2030 se situera autour de 100 €/t vs 50-60 €/t actuellement (nos précédentes estimations situaient le prix d'équilibre à 30 €/t en 2025 et 50 €/t en 2030).*

## Les réalisations de l'Union Européenne

### Le chemin parcouru

L'Union européenne a pour objectif de parvenir à la neutralité carbone d'ici à 2050. Entre 1990 et 2019, l'Union européenne a **réduit de 24% ses émissions** de gaz à effet de serre (GES), soit un rythme plus élevé que celui qu'elle s'était initialement fixée (-20% entre 1990 et 2020). Si l'on se fie aux projections, elle est, en revanche, en retard pour 2030. L'Agence européenne de l'environnement (AEE) projette, en effet, une réduction de 36% des émissions à cette date, par rapport à celles de 1990. Un chiffre bien en-deçà de **l'objectif contraignant de 55%** fixé par l'Union européenne. L'agence précise toutefois que ces estimations sont réalisées sur la base des mesures politiques actuellement en vigueur, et ne prennent donc pas en compte les futurs dispositifs.

Pour atteindre la **"neutralité climatique"** à l'horizon 2050, les 27 doivent réduire suffisamment leurs émissions pour qu'elles puissent être absorbées par les puits de carbone (océans, forêts et puits "technologiques").

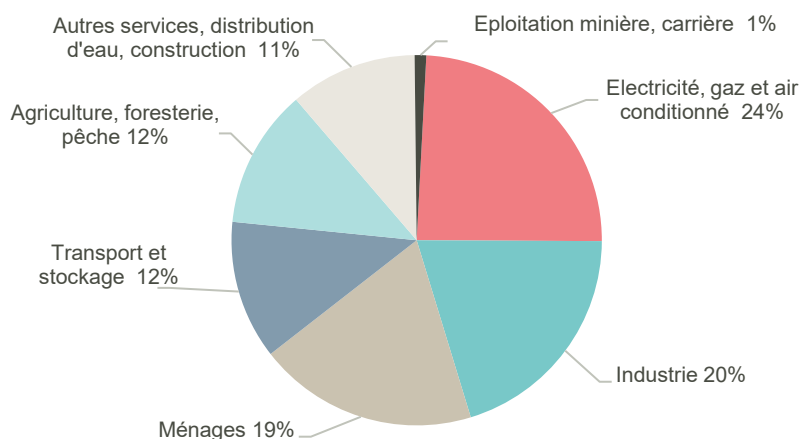
En comptant le Royaume-Uni, **l'Union européenne a émis 4 392 millions de tonnes de GES** en 2018 : c'est le plus bas niveau depuis que ces statistiques sont réalisées. En 2010, ce chiffre atteignait 4 931 MtCO<sub>2</sub> eq.

### Répartition par secteur d'activité

Selon la classification propre à Eurostat, la production d'**énergie** est la première responsable de l'émission de gaz à effet de serre.



### Emission de GES par secteur (UE 27, 2018)



Graphique n°20 - Source : Eurostat 2018

Tous les secteurs n'émettent pas la même nature de GES. Ainsi, les exploitations agricoles sont plutôt la cause d'émissions de **méthane** (CH<sub>4</sub>), là où les transports émettent essentiellement du dioxyde de carbone (CO<sub>2</sub>). Ces chiffres masquent des réalités nationales très diverses. **L'Allemagne** et **la Pologne** représentent respectivement 28% et 16,6% des émissions de CO<sub>2</sub> pour la production d'électricité et de chaleur dans l'Union européenne. **La France**, avec l'énergie nucléaire, émet moins de GES dans ce domaine d'activité.

A l'inverse, en ce qui concerne **l'agriculture**, la France est le premier contributeur de l'UE (17,2% des émissions totales des GES agricoles, 2018). Viennent ensuite l'Allemagne (14,3%), le Royaume-Uni (9,4%) puis l'Espagne (9,1%). La Pologne contribue à hauteur de 7,6% de la masse totale des gaz à effet de serre européens d'origine agricole.

Quant au secteur des **transports**, il a augmenté ses émissions de gaz à effet de serre entre 1990 et 2018 (+20% pour l'UE y compris RU). L'Allemagne est, par exemple, le plus gros émetteur de CO<sub>2</sub> dans le secteur routier. Selon l'INSEE, *"les transports sont le premier secteur émetteur en France"*, avec 137 Mt équivalent CO<sub>2</sub> en 2018, soit 31% du total national.

Au sein de l'UE, les émissions provenant de **l'industrie** ont diminué par rapport à 1990. Si cela peut être le résultat des efforts des industriels eux-mêmes, c'est également la conséquence d'une "pollution exportée", conséquence des délocalisations et d'un recours plus important aux importations depuis d'autres continents. La pollution engendrée par les Etats membres hors du territoire européen n'est donc pas prise en compte dans ce bilan carbone de l'industrie européenne.

## Le système de cap & trade

### Un mécanisme évolutif

L'Europe a décidé de mettre en place un système de Cap & trade dénommé Système d'échange de quotas d'émissions de l'Union Européenne (SEQUE-UE) qui couvre environ 40% des émissions de gaz à effet de serre de l'UE. Pour atteindre la neutralité climatique dans l'UE d'ici à 2050, y compris l'objectif intermédiaire d'une réduction nette d'au moins 55 % des émissions de GES d'ici à 2030, la Commission propose de réviser et d'élargir le champ d'application du SEQUE de l'UE.

Le SEQUE-UE repose sur un principe de plafonnement et d'échange des droits d'émission. Un plafond est fixé pour limiter le niveau total de certains GES pouvant être émis par les installations couvertes par le système. Ce plafond diminue progressivement afin de faire baisser le niveau total des émissions.



La réserve de stabilité du marché (RSM) — le mécanisme mis en place par l'UE pour réduire l'excédent de quotas d'émission sur le marché du carbone et améliorer la résilience du SEQUE-UE face aux futurs chocs a été renforcé :

- Entre 2019 et 2023, le nombre de quotas mis en réserve a été doublé pour atteindre 24% des quotas en circulation. Le taux d'alimentation normal de 12% sera rétabli à partir de 2024.
- En tant que mesure à long terme visant à améliorer le fonctionnement du SEQUE-UE, et sauf s'il en est décidé autrement lors du premier réexamen de la réserve de stabilité du marché en 2021, à partir de 2023, le nombre de quotas détenus dans la réserve sera limité au volume de quotas de l'année précédente destinés à être mis aux enchères. Les quotas détenus au-delà de ce volume ne seront plus valables.

## Une trajectoire 2030 plus exigeante d'environ 90 Mt

Mi-juillet 2021, la commission européenne a présenté un ensemble de propositions législatives pour le climat visant à réduire les émissions de GES de 55% d'ici à 2030 en vue d'atteindre la neutralité carbone en 2050. Ces propositions s'inscrivent dans le pacte vert pour l'Europe (Green Deal) et se déclinent en 13 thèmes.

En ce qui concerne le SEQUE-UE, la proposition consiste à réviser la directive en :

- Durcissant les conditions d'accès aux quotas gratuits.
- Créant un deuxième système pour le transport routier, maritime et le chauffage.
- Accroissant le rythme de réduction des émissions, le nombre total de quotas d'émission diminuera de 2,2 % par an, contre 1,74 % précédemment.

En ce qui concerne les installations fixes, le plafond d'émissions européen de GES dans le cadre du mécanisme SEQUE était estimé à 1.615 MdtCO<sub>2</sub>eq.

Le facteur linéaire de réduction (Linear Reduction Factor ou LRF) passe de 1.74% à 2.2% sur la période 2021-30 soit une diminution additionnelle d'environ 9 Mt par an du budget d'émissions initialement prévu.

Sous le précédent régime la réduction totale d'émission de CO<sub>2</sub> prévue sur la période 2020/2030 était équivalente à 340 Mt environ tandis que sous le nouveau régime, cette diminution est estimée à 430 Mt. Cet « effort » additionnel fera passer le volume total d'émissions des quotas de CO<sub>2</sub> (SEQUE) en Europe de 1.275 MdtCO<sub>2</sub>eq en 2030 initialement prévu à 1.185 Mdt.

## Conséquences sur l'équilibre des prix du CO<sub>2</sub>

Le switch des centrales à charbon vers les centrales à gaz permet de faire l'essentiel du chemin (les  $\frac{3}{4}$ ) des objectifs de réduction de CO<sub>2</sub> sur la période 2020/2030. Malheureusement, cet effort ne sera pas suffisant et pour abattre les 90 Mt supplémentaires (soit environ  $\frac{1}{4}$  de l'effort total sur la période) et il sera nécessaire d'enclencher un vrai mouvement de baisse des émissions dans les autres industries.

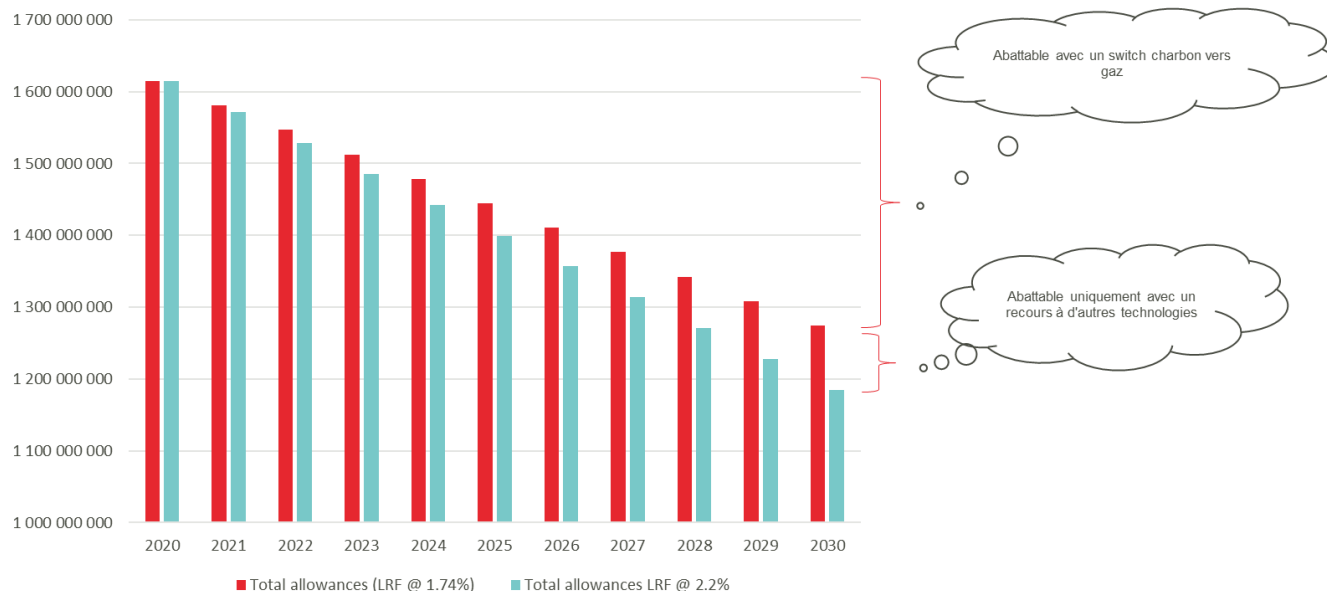
Le CCS semble un candidat idéal en Europe en particulier pour les acteurs pétroliers, sidérurgistes et cimentiers. Cette technologie qui pourrait représenter 50 Mt d'économie de CO<sub>2</sub> en 2030 et 75 Mt en 2035 sur la base des projets déjà lancés semble être rentable avec un coût complet du CO<sub>2</sub> de 100 €/t.





Pour les projets les moins rentables (pour cause d'éloignement par rapport aux sites de stockage ou de concentration des fumées en CO2 trop pauvre) le coût peut rapidement atteindre les 200 €/t actuellement. Dans ce contexte, si les objectifs en matière d'économies de CO2 inscrits dans la trajectoire SEQUE sont crédibles, il semble raisonnable de prévoir que les prix d'équilibre du CO2 convergent vers 100 €/t en 2030 et probablement proche de 200 €/t en 2040.

#### Estimation du plafond d'émission sous le mécanisme SEQUE en Europe (2020/2030)



Graphique n°21 - Sources : EC-Europa-EU ; ODDO BHF Securities

### 30 €/t pour abattre 340 Mt

Pour atteindre les précédents objectifs (LRF à 1.74%) soit abattre 340 Mt sur la période 2020/2030 il suffisait de stopper les centrales à charbon et de recourir plus systématiquement aux centrales à gaz. En effet, en 2019, la production à base de centrales à charbon et lignite s'élevait à 450 TWh tandis que la production à base de centrales à gaz s'élevait à 600 TWh.

Pour la technologie charbon/lignite, les émissions de CO2 sont estimées en moyenne à 1.1 tCO2/MWh soit une production totale européenne équivalente à 496 MtCO2 ou environ la moitié du total des émissions du secteur de l'énergie en Europe.

En transférant cette production vers les centrales à gaz, les émissions de CO2 émises par les centrales à gaz pour produire 450 TWh supplémentaires s'élèveraient à 135 Mt (sous l'hypothèse d'une émission moyenne de 300 kgCO2/MWh produit dans une centrale à gaz).

Ainsi le remplacement de 100% des centrales à charbon par les centrales à gaz serait équivalent à une baisse des émissions de 361 MtCO2 sur la période (soit au-delà des objectifs initiaux 2030 de 340 Mt).

Le prix nécessaire pour réaliser cette « transition » n'est autre que le « switch price » c'est-à-dire le prix du CO2 à partir duquel les centrales à charbon deviennent moins rentables que les centrales à gaz. Nous estimons que ce « switch price » se situe autour de 30 €/t de CO2 en moyenne (dans des conditions normales de prix du gaz et du charbon).


**Effet du switch de 100% de la production charbon vers les centrales à gaz en 2030**

	2019 production (TWh)	Emission de CO2 (Mt)	2030 sans croissance vs 2019 production (TWh)	Emission de CO2 (Mt)
Coal & lignite	451	496	0	0
Gaz naturel	600	180	1050	315
Nucléaire	765	0	765	0
Hydro	345	0	345	0
PV and Solar	493	0	493	0
Other Renewable: waste, biomass, geothermal...	167	0	167	0
Other non renewable waste	21	0	21	0
Total	2843	676	2842	315

Tableau n°9 - Sources : EC Europe.EU, ODDO BHF Securities

Nous estimons que les investissements nécessaires à cette transition « douce » seraient restés relativement modestes car le parc actuel de centrales à gaz aurait pu absorber l'essentiel de la hausse de leur sollicitation à travers une augmentation du load factor (estimé de 35% à 62% entre 2019 et 2030).

### Pourquoi 100 €/t pour abattre 90 Mt de plus de CO2 en 2030 ?

Pour abattre 430 MtCO2 à horizon 2030, le prix du CO2 sera nécessairement supérieur à l'abattement de 340 Mt mais il nous semble difficile de fixer un prix définitif à cette question.

En réalité un mix de solutions devra nécessairement être mis en œuvre mais compte tenu de l'organisation du marché du SEQUE, les solutions les plus économiques seront privilégiées.

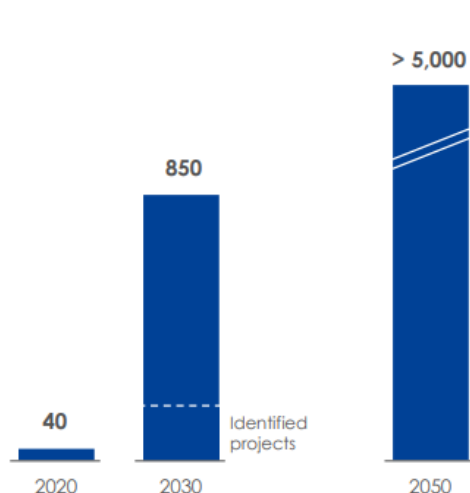
Selon nous, la technologie la plus économique pour remplir cet objectif additionnel de 90 Mt d'abattement de CO2 pourrait être la technologie de la Capture et du stockage du CO2 (Carbon Capture Storage ou CCS).

### Les grands principes du CCS

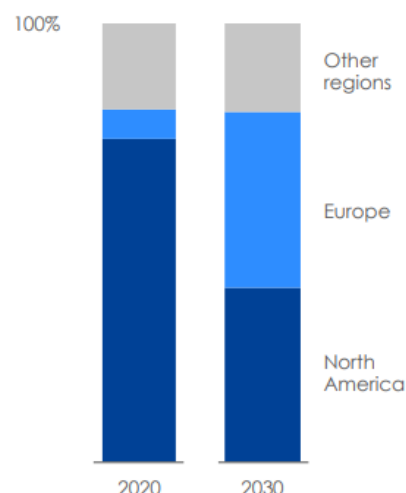
Pour plus de détails sur le CCS dans l'industrie Pétrolière et gazière voir l'étude « voyage au centre de la terre » du 15 juin 2021. Le CCS existe depuis longtemps dans l'industrie pétrolière et gazière, car il est courant que le CO2 soit présent dans la composition du gaz naturel. Auquel cas il est capturé et éliminé avant sa commercialisation. L'option du CCS n'est pas uniquement valable pour les pétroliers mais également pour des industries lourdes comme le ciment ou la sidérurgie. A travers le monde, près de 6 000 installations industrielles pourraient être adaptées à la capture du CO2. Bien que seule une fraction de ces sites devrait utiliser la technologie CCS, ce nombre représente un énorme potentiel d'investissements supplémentaires pour réduire les émissions mondiales de CO2 dans les décennies à venir. Aujourd'hui environ 35 Mt de CO2 sont capturées chaque année par les activités industrielles, ce qui reste négligeable par rapport aux objectifs de l'Accord de Paris.

A l'heure actuelle, les Etats-Unis sont en avance en matière de CCS (75% des capacités) mais l'Europe devrait rattraper son retard d'ici 2030.

**CO<sub>2</sub> emissions reduction needed via CCS<sup>1</sup>**  
MtCO<sub>2</sub>



CCS identified projects per region<sup>2</sup>  
%



Selon le global CCS institute l'Europe est l'une des zones les plus prometteuses en matière de développement de la technologie CCS à court terme. En effet, la zone bénéficie à la fois de conditions géologiques favorables au stockage de CO2 et de conditions réglementaires (avec le marché des quotas de CO2 SEQUE) propice à l'atteinte de niveaux de retour sur investissements suffisants pour enclencher les décisions d'investissements des industriels.

A world map illustrating the distribution of COVID-19 cases by confidence level and case count. The map is color-coded based on confidence levels: High Confidence (Blue), Medium Confidence (Green), Low Confidence (Dark Blue), and Very Low Confidence (Grey). Case counts are displayed in various colors (Blue, Green, Dark Blue, Grey) corresponding to the confidence level of the region. The map shows a high concentration of cases in North America, Europe, and East Asia, with varying levels of confidence in the data for these regions. South America, Africa, and Southeast Asia show lower case counts and lower confidence levels.

Region	Confidence Level	Case Count
Alaska	High Confidence	100
Canada	Medium Confidence	200-430
USA	High Confidence	2,000-21,000
Mexico	Low Confidence	100
Brazil	Low Confidence	2,000
North Sea	High Confidence	200
Europe	High Confidence	300
West Africa	Medium Confidence	1-5
Central Africa	Medium Confidence	5-30
East Africa	Medium Confidence	5-25
South Africa	Very Low Confidence	2-228
India	Very Low Confidence	47-63
China	Medium Confidence	1,210-4,130
Japan	Medium Confidence	100
South Korea	Medium Confidence	140
Thailand	Medium Confidence	9
Malaysia	Low Confidence	12
Indonesia	Low Confidence	23
Philippines	Low Confidence	140
Brunei	Low Confidence	7
Australia	Medium Confidence	220-410
New Zealand	Medium Confidence	16

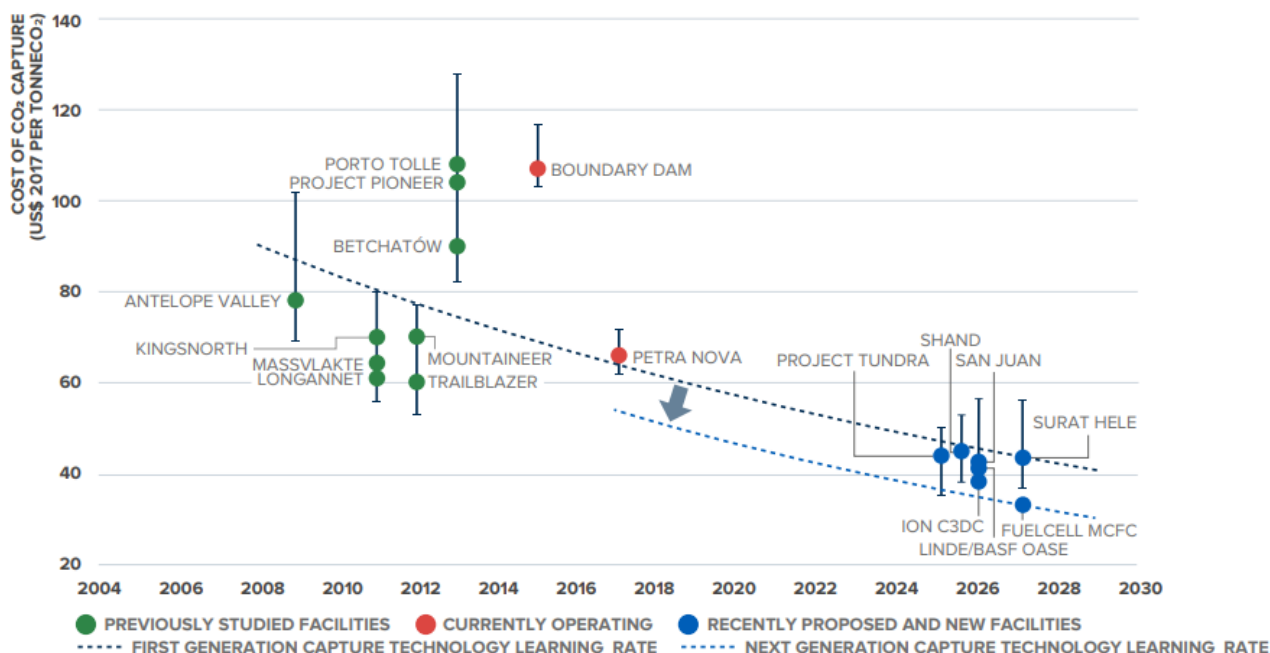
Le coût du captage, transport et stockage de CO<sub>2</sub> fait l'objet d'études régulières mais affiche encore une fourchette assez large dépendant de l'industrie à laquelle elle est destinée. De manière générale plus la densité de carbone à capter est importante plus le coût est faible et inversement.



Ainsi le coût de captation à la sortie d'une centrale à charbon serait estimé entre 34 €/t et 46 €/t tandis qu'une technologie de stockage pour une centrale à gaz serait estimée proche de 65 €/t.

Selon l'IFPEN ce coût serait en baisse de 30% sur les dix dernières années.

#### Evolution du coût du captage de CO<sub>2</sub> et perspectives 2030 (en \$ (2017)/t)



Graphique n°24 – Source : CCS Institute

En parallèle, il faut ajouter le coût de transport jusqu'au site de stockage. Celui-ci a plutôt eu tendance à augmenter avec la hausse des exigences en matière de sécurité qui se sont traduites par l'utilisation de tubes plus épais et une sélectivité des sites de stockage plus contraignante.

Pour les solutions en boucles courtes (faibles distances pour le transport) il semblerait qu'un prix d'environ 20 €/t soit celui couramment constaté actuellement cependant ce prix peut rapidement augmenter s'il s'agit de transporter le CO<sub>2</sub> dans un champs déplété situé à une grande distance du point de captation.

En synthèse, le coût complet du service CCS en Europe devrait s'élever sensiblement au-dessus de 50 €/t (stockage et transport compris) pour les centrales à charbon (qui seront fermées au plus tard en 2038) et tangenter dans de nombreuses situations les 100 €/t dans les autres industries où la concentration en CO<sub>2</sub> des fumées à traiter est moins importante.

#### Focus sur le coût du CCS pour la sidérurgie

En ce qui concerne la sidérurgie en Europe on observe qu'environ 70% de la production d'acier est issue des hauts fourneaux tandis que les 30% restant est basée sur la technologie des arcs électriques.

Etant donné l'âge moyen des hauts fourneaux (environ 45 ans) au moment de baisser les émissions de CO<sub>2</sub> la tendance récente de la sidérurgie européenne semble plutôt favoriser un recours à la technologie DRI (à base d'hydrogène) plutôt que l'ajout d'un moyen de captation de CO<sub>2</sub> aux hauts fourneaux. Cette solution a l'avantage de remplacer à neuf un actif de production plutôt que de prolonger pour une durée de vie, peut-être incertaine, un actif déjà vieillissant.



Dans les cas où le CCS est privilégié, les indications de l'industrie sidérurgique estiment que le coût de la captation est d'environ 50 à 80% du coût total de production d'une tonne d'acier (équivalent à environ 400 €/t en milieu de fourchette) soit rapporté à la tonne de CO2 un coût de 220 €.

Il s'agirait ici plutôt d'un coût complet (transport et stockage compris) et en moyenne la prise en charge publique des investissements s'élèverait à environ 50% ce qui ramènerait le prix d'équilibre moyen pour capturer le CO2 proche de 100 €/t après subvention publique.

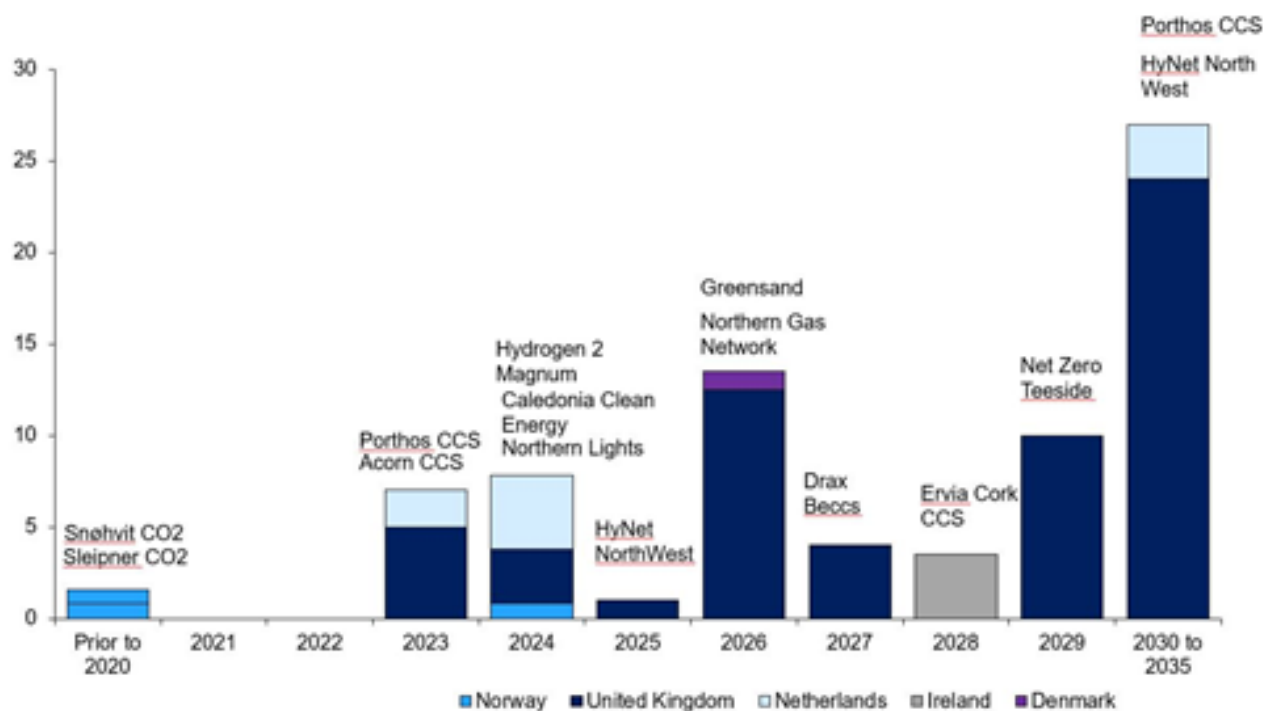
## Focus sur le coût du CCS pour l'industrie du ciment

Selon les estimations, compte tenu d'une concentration faible en CO2, le taux de récupération d'un système CCS sur une cimenterie est de 50 à 95% et nécessite une forte consommation d'électricité.

Avant prise en compte du coût du transport, l'AIE chiffre le coût de la tonne de CO2 évité entre 80 et 140 €/t pour les technologies de capture post combustion et de 40 à 70 € pour l'oxycombustion. Malheureusement ces prix sont dépendants eux-mêmes du coût des intrants (électricité et ou oxygène) qui peuvent fortement varier dans le temps.

Au final, le cout complet d'un système de CCS sur une cimenterie apparait là aussi rapidement converger vers au moins 100 €/t. Il nous semble d'ailleurs symptomatique d'observer que l'un des sites les plus avancés en Europe (Brevik) qui consiste à capter 400 000 tonnes de CO2 par an à partir de 2024 se situe en Norvège, un pays où le gouvernement prévoit de faire augmenter le prix de la tonne de CO2 à 200 \$ d'ici à 2030.

### Projets de CCS en Europe selon l'année de mise en service (Mt/an)



Graphique n°25 - Source : Rystad Energy



# EDF

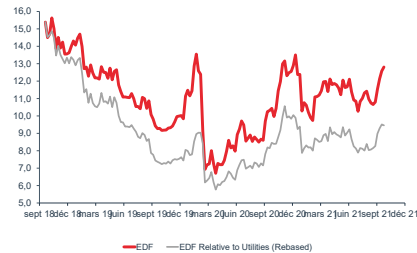
Surperformance → | Objectif 16.0 € vs 14.5 € ↗

Cours (22/10/2021) : 12.81 € | Potentiel : 25 %

Révision	2021e	2022e
BPA	64,0%	113,0%

## Un horizon très prometteur

Lundi 25 Octobre 2021



### Données produit

#### EDF FP | EDF.PA

Capitalisation boursière (M€)	39 757
VE (M€)	133 515
Extrêmes 12 mois (€)	9,74 - 13,51
Flottant (%)	15,5

Performance (%)	1m	3m	12m
Performance absolue	21,2	19,4	24,4
Perf. rel. Indice Pays	19,0	15,5	-5,0
Perf. rel. Utilities	18,2	18,0	14,7

Comptes	12/21e	12/22e	12/23e
CA (M€)	72 319	77 309	79 023
EBITDA (M€)	18 421	21 257	21 674
EBIT courant (M€)	8 194	10 386	10 286
RNpg (M€)	5 012	6 403	6 298
BPA (€)	1,45	1,89	1,86
DNA (€)	0,72	0,94	0,93

P/E (x)	8,8	6,8	6,9
P/B (x)	0,8	0,7	0,7
Rendement (%)	5,7	7,4	7,2
FCF yield (%)	ns	1,4	7,7
VE/CA (x)	1,8	1,7	1,7
VE/EBITDA (x)	7,2	6,2	6,1
VE/EBIT courant (x)	16,3	12,8	12,9
Gearing (%)	71	61	56
Dette nette/EBITDA (x)	2,3	1,9	1,7

### Next Events

10/11/2021 Q3 Results

## Une bonne surprise à court terme

Après avoir été très chahuté en Bourse, en particulier après l'abandon de la réforme du nucléaire (projet Hercule) faute d'obtenir un consensus franco-européen sur l'organisation de l'entreprise, EDF va pouvoir « prendre sa revanche ». EDF fait partie des rares acteurs européens du marché à pouvoir fournir de l'électricité décarbonée pour l'essentiel de sa production. Avec une régulation qui reste peu favorable, EDF va continuer à vendre une partie substantielle de sa production au prix de l'ARENH de 42 €/MWh mais, pour la première fois de son histoire, va être en mesure de valoriser une partie de sa production 2022 (autour de 40 TWh) à un prix proche de 100 €/MWh, si les prix de marché se maintiennent à des niveaux élevés jusqu'au mois de décembre. Sur cette question, l'interventionnisme politique s'est déjà prononcé et, entre le blocage des volumes d'ANREH d'une part à 100 TWh et les compensations prévues sur la facture des ménages à travers une baisse de la TICFE (subvention du renouvelable) pour absorber les hausses de prix (estimées entre 10 et 15%), il n'y a plus d'obstacle pour que cette rémunération supplémentaire se matérialise dans les comptes d'EDF. Nous estimons que l'impact pourrait être supérieur à 2 Md€ sur l'activité de production et distribution France en 2022 par rapport à un EBITDA 2021 attendu en hausse de 1.25 Md€.

## Des conditions de marché solides à moyen terme

A moyen terme, EDF bénéficiera également de conditions de prix sensiblement plus favorables, selon nous. En effet, d'après nos estimations, les engagements en matière d'émission de CO<sub>2</sub> au niveau européen ne pourront être atteints qu'à l'aide d'un prix du CO<sub>2</sub> autour de 100 €/t en 2030 (vs 50 €/t dans nos précédentes estimations). Sous cette hypothèse, les prix de marché de l'électricité vont rester plus élevés à l'avenir probablement au moins à 60-70 €/MWh même si les prix du gaz revenaient à des niveaux plus classiques c'est-à-dire proches de 20 €/MWh (ils sont actuellement à plus de 100 €/MWh). En conséquence, au-delà de la révision de nos estimations 2022, nous estimons qu'EDF, indépendamment de la réforme, va profiter au moins en partie de niveaux de prix de marché sensiblement plus élevés sur la décennie qui s'ouvre. Nos estimations de prix de marché pour la France se situent désormais durablement au-delà de 55 €/MWh et de 60 £/MWh pour le Royaume-Uni. Ces hypothèses restent prudentes.

## Un horizon politique rassurant même en cas d'intervention

Pratiquement tous les candidats à l'élection présidentielle française de 2022 soutiennent l'énergie nucléaire pour son caractère décarboné et compétitif dans le contexte actuel de prix de marché. Une incertitude réside sur le risque d'interventionnisme politique à moyen terme en vue de caper les prix d'EDF au profit des ménages et des industriels mais nous pensons qu'elle ne devrait pas être en mesure d'empêcher le rating du titre. Tout a été dit sur le prix du nucléaire. Le coût complet y compris rémunération des actionnaires était estimé par la CRE à 49 €/MWh en 2020. Si le cadre réglementaire devait obliger EDF à vendre 100% de son électricité nucléaire à un tarif fixe celui-ci serait nécessairement proche des 49 €/MWh pour le parc existant. Une telle décision réduirait fortement la volatilité des cash-flows et donc le risque d'investissement sur EDF ce qui se traduirait par une baisse du CMPC que nous estimons à 200 pb (à mi-chemin entre un actif régulé et un actif 100% prix de marché). Même sous l'hypothèse d'une intervention politique (qui n'est pas notre scénario central) EDF devrait voir sa valeur de marché converger vers sa book value estimée à 17.22 € en 2022.

## Opinion Surperformance. OC relevé à 16 € vs 14.5 € précédemment

Notre modèle est basé sur une approche SOP basée sur des DCF. Pour les actifs de production nucléaire France (les plus sensibles au mouvement de prix de marché) notre valorisation est relevée d'environ 10 Md€ à 54 Md€ par rapport à notre précédent modèle sans réforme ce qui ne paraît pas excessif dans un contexte où les prix de marché pourraient permettre à EDF de générer en moyenne 2 à 3 Md€ de cash-flow supplémentaire par an sur son parc nucléaire. Ainsi, EDF constitue, selon nous, le meilleur Investment case disponible sur le secteur, avec ou sans intervention politique.

Louis Boujard CFA (Analyste)  
+33 (0)1 44 51 82 53  
louis.boujard@oddo-bhf.com

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





## Somme des parties à 16.0 €

### Somme des parties

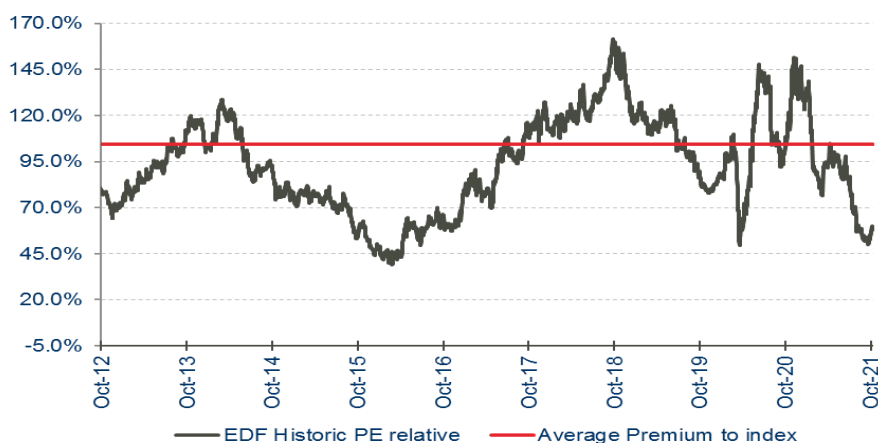
€ m	Valuation	% EV	Implied EV/EBITDA 2022e	Comments
Power France	54 347	38.1%	4.9x	WACC of 8.3 %
Regulated France (Enedis)	54 714	38.4%	9.0x	Discounted value
EDF Energy (UK - including HPC)	9 869	6.9%	9.6x	WACC of 7.1% + HPC construction in progress at IRR = WACC
Italy	3 576	2.5%	3.9x	WACC of 8.3%
Other International	1 635	1.1%	3.7x	WACC of 7.6%
EDF EN	12 047	8.5%	12.0x	Market multiple of 12 x EBITDA N+1
Other activities (Framatome / Services / Trading)	6 311	4.4%	6.1x	Market multiple of 6.1 x EBITDA N+1
<b>Total EV</b>	<b>142 499</b>	<b>100.0%</b>		
Net debt (end of year)	-39 610			Estimated BV 2022
Nuclear provisions (France - UK)	-65 705			Estimated BV 2022
Retirement provisioning	-23 193			Estimated BV 2022
Other provisions	-7 061			Estimated BV 2022
Minority Interest	-9 559			Estimated BV 2022
Hybrid	-12 577			Restated as debt
Financial Assets	57 837			Estimated BV 2022
Equity method consolidation	7 840			Estimated BV 2022
<b>Equity Value based on SOP</b>	<b>50 470</b>			
# shares (m)	3 161.5			
<b>YE 2022 Fair Value</b>	<b>16.00 €</b>			

Notre nouvel objectif de cours est basé sur une approche stand alone c'est-à-dire sans changement sensible de la réglementation actuellement connue. A noter qu'en cas d'interventionnisme politique il est probable que la juste valeur d'EDF devrait converger vers sa book value (soit 17.44 € estimés en 2022) car la régulation devrait accompagner un développement du nucléaire considéré comme un outil de transition énergétique en France ce qui limite le risque de voir une nouvelle réglementation destructrice de valeur pour l'actionnaire.

En ce qui concerne le risque d'évolution de la réglementation, nous avons intégré l'incertitude qui entoure le mécanisme de capacité en France et qui représentera en 2022 une rémunération d'environ 1.5 Md€ pour EDF. La CRE a ouvert une délibération pour simplifier ce mécanisme à partir de 2023. Empiriquement, on constate que l'usage de ce mécanisme est plébiscité en période de prix de marché bas tandis qu'elle devient moins nécessaire en phase de forte hausse de prix. En cohérence avec notre estimation de relèvement de prix de marché nous avons retenu dans notre modèle une baisse sensible du prix de la capacité à partir de 2023 (environ 800 M€). A noter qu'a régulation inchangée, il est probable que cette baisse ne se matérialise pas ce qui nous amènerait à relever nos estimations de moyen termes car le manque de capacité reste le scénario le plus probable sur la période 2020-30.

## Des multiples à des niveaux attractifs

### PE relatif EDF vs DJ Stoxx Utilities



Sources : ODDO BHF Securities, Bloomberg



Le titre se traite actuellement avec une décote proche de 50% par rapport au DJ Stoxx Utilities tandis que son niveau historique situe généralement le groupe en ligne avec le secteur.

## ODDO BHF vs Consensus

Nos estimations se situent au-dessus du consensus qui s'ajuste régulièrement actuellement sur les hypothèses de court terme compte tenu de la forte volatilité des prix de marché. En ce qui concerne les hypothèses à moyen terme nous nous situons maintenant sensiblement au-dessus du consensus car nous estimons peu probable un repli des prix de marché sous la barre des 60 €/MWh à un horizon visible du fait du soutien que constitue le marché du carbone européen.

### ODDO BHF vs Consensus (2021/2023)

€ m	2021e			2022e			2023e		
	ODDO BHF	Cs	%	ODDO BHF	Cs	%	ODDO BHF	Cs	%
EBITDA	18421	18378	0%	21257	19487	9%	21674	20549	5%
EBIT	8194	7039	16%	10386	8774	18%	10286	8938	15%
Net Income	5012	4590	9%	6403	5246	22%	6298	5285	19%
EPS (€)	1.45	1.38	5%	1.89	1.52	24%	1.86	1.52	22%
DPS (€)	0.72	0.55	32%	0.94	0.68	39%	0.93	0.67	38%

Sources : ODDO BHF Securities , société

## Sensibilité aux prix des commodités

EDF reste l'une des sociétés les plus sensibles au prix de marché de l'électricité. Avec un point de départ sur les BPA 2020 (de seulement 0.49 €) la sensibilité est estimée à environ 2% pour 1 €/t de variation des prix du CO<sub>2</sub> et 3.4% pour 1 €/MWh des prix du gaz. YTD les prix du CO<sub>2</sub> ont monté de plus de 30 €/t et les prix du gaz sont en hausse de plus de 50 €/MWh pour les livraisons 2022 et en hausse de 15 à 20 €/MWh pour les livraisons 2023 et au-delà.

### Sensibilité aux prix de marché

	Hard coal	Outright Power	Lignite	Natural Gas	Total
Production Volume in Europe (TWh) sold at market price	2.2	149.2	0.0	34.0	185
EPS sensitivity for 1 €/t CO2 variation					2.0%
EPS sensitivity for 1 €/MWh gas variation					3.4%
<b>Combined EPS sensitivity</b>					<b>5.3%</b>

Sources: Société, ODDO BHF Securities


**EDF.PA | EDF FP**  
**Electricité - Gaz | France**
**Surperformance**

Cours actuel 12.81EUR

Upside 24,90%

OC 16.00EUR

DONNEES PAR ACTION (€)	12/16	12/17	12/18	12/19	12/20	12/21e	12/22e	12/23e
BPA corrigé	1,76	0,83	0,69	1,15	0,49	1,45	1,89	1,86
BPA publié	1,35	1,08	0,39	1,69	0,21	1,59	2,03	1,99
Croissance du BPA corrigé	-21,6%	-52,6%	-17,3%	67,7%	-57,2%	ns	30,4%	-1,8%
BPA consensus								
Dividende par action	0,90	0,46	0,31	0,00	0,22	0,72	0,94	0,93
FCF to equity par action	-1,31	-0,66	-0,73	-0,90	-1,03	-0,14	0,18	0,99
Book value par action	16,35	14,13	14,77	15,23	14,70	16,23	17,44	18,38
Nombre d'actions ordinaires fin de période (M)	2 106,47	2 927,44	3 010,27	3 050,97	3 103,62	3 161,53	3 161,53	3 161,53
Nombre d'actions moyen dilué (M)	2 106,47	2 927,44	3 010,27	3 050,97	3 103,62	3 161,53	3 161,53	3 161,53
VALORISATION (M€)	12/16	12/17	12/18	12/19	12/20	12/21e	12/22e	12/23e
Cours le plus haut (€)	12,8	12,3	15,6	14,9	13,6	13,5		
Cours le plus bas (€)	9,2	7,4	10,0	9,1	6,4	9,7		
(*) Cours de référence (€)	10,9	9,5	12,6	11,5	9,7	12,8	12,8	12,8
Capitalisation	22 956	27 767	38 003	34 958	30 030	40 499	40 499	40 499
Endettement net retraité	47 132	42 722	43 009	49 967	53 367	55 779	52 187	50 485
Intérêts minoritaires réévalués	6 924	7 341	8 177	9 324	9 593	9 495	9 559	9 623
Immobilisations financières réévaluées	51 358	49 677	55 694	62 725	62 307	64 478	65 677	66 789
Provisions (y compris réserve)	74 966	76 857	77 782	86 316	91 664	92 220	95 959	98 467
VE	100 620	105 010	111 277	117 840	122 347	133 515	132 528	132 285
P/E (x)	6,2	11,4	18,3	9,9	19,6	8,8	6,8	6,9
P/CF (x)	1,8	2,7	2,9	2,6	2,1	2,7	2,4	2,3
Rendement	8,3%	4,9%	2,5%	0,0%	2,3%	5,7%	7,4%	7,2%
FCF yield	ns	ns	ns	ns	ns	ns	1,4%	7,7%
PBV incl. GW (x)	0,67	0,67	0,85	0,75	0,66	0,79	0,73	0,70
PBV excl. GW (x)	0,85	0,85	1,06	0,93	0,81	0,95	0,87	0,82
VE/CA (x)	1,41	1,51	1,61	1,65	1,77	1,85	1,71	1,67
VE/EBITDA (x)	6,1	7,6	7,3	7,1	7,6	7,2	6,2	6,1
VE/EBIT courant (x)	13,4	18,6	21,1	17,4	31,6	16,3	12,8	12,9
(*) cours moyen jusqu'à n-1 cours actuel à partir de n								
COMPTE DE RESULTAT (M€)	12/16	12/17	12/18	12/19	12/20	12/21e	12/22e	12/23e
CA	71 203	69 632	68 976	71 317	69 031	72 319	77 309	79 023
EBITDA ajusté	16 414	13 742	15 265	16 708	16 174	18 421	21 257	21 674
Dotations aux amortissements	-8 900,0	-8 105,0	-9 983,0	-9 948,0	-12 299,0	-10 226,3	-10 871,7	-11 388,3
EBIT courant	7 514	5 637	5 282	6 760	3 875	8 194	10 386	10 286
EBIT publié	7 514	5 637	5 282	6 760	3 875	8 194	10 386	10 286
Résultat financier	-3 333,0	-2 236,0	-4 809,0	-361,0	-2 582,0	-2 384,5	-2 494,7	-2 496,8
Impôt sur les sociétés	-1 388,0	-147,0	149	-1 581,0	-945,0	-1 479,1	-1 864,9	-1 839,5
Mise en équivalence	218	35,0	569	364	267	583	442	412
Activités cédées ou en cours	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Intérêts minoritaires	-160,0	-116,0	-14,0	-27,0	35,0	98	-64,7	-63,6
RNpg publié	2 851	3 173	1 177	5 155	650	5 012	6 403	6 298
RNCpg ajusté	4 085	2 820	2 452	3 871	1 969	5 012	6 403	6 298
BILAN (M€)	12/16	12/17	12/18	12/19	12/20	12/21e	12/22e	12/23e
Survaleurs	8 923	10 036	10 195	10 623	10 265	10 265	10 265	10 265
Autres actifs incorporels	7 450	8 896	9 918	9 350	9 583	9 583	9 583	9 583
Immobilisations corporelles	131 253	137 968	142 106	154 372	159 810	165 453	169 856	173 120
BFR	12 636	10 810	10 510	8 842	9 600	9 956	11 952	12 389
Immobilisations financières	41 455	39 545	39 998	49 812	51 457	54 555	55 489	56 510
Capitaux propres pg	34 438	41 357	44 469	46 466	45 633	51 306	55 129	58 120
Capitaux propres minoritaires	6 924	7 341	8 177	9 324	9 593	9 495	9 559	9 623
Capitaux propres	41 362	48 698	52 646	55 790	55 226	60 800	64 688	67 743
Provisions	122 930	125 542	126 693	136 076	143 199	145 810	152 847	156 216
Endettement net	37 425	33 015	33 388	41 133	42 290	43 202	39 610	37 908
TABLEAU DE FLUX (M€)	12/16	12/17	12/18	12/19	12/20	12/21e	12/22e	12/23e
EBITDA	16 414,0	13 742,0	15 265,0	16 708,0	16 174,0	18 420,5	21 257,2	21 674,4
Var. BFR	-1 935,0	1 476,0	462,0	452,0	-1 679,0	-356,5	-1 995,4	-436,9
Frais financiers & taxes	-1 975,0	-1 980,0	-1 451,0	-1 498,0	-1 893,0	-2 389,1	-2 774,9	-2 749,5
Autres flux opérationnels	-1 379,0	-1 575,0	-912,0	-1 640,0	261,0	-934,4	-1 322,8	-1 406,5
Operating Cash flow	11 125,0	11 663,0	13 364,0	14 022,0	12 863,0	14 740,5	15 164,0	17 081,5
Capex	-13 889,0	-13 607,0	-15 575,0	-16 781,0	-16 057,0	-15 188,0	-14 589,9	-13 963,8
Free cash-flow	-2 764,0	-1 944,0	-2 211,0	-2 759,0	-3 194,0	-447,6	574,1	3 117,7
Acquisitions / Cessions	-2 668,0	1 894,0	-1 590,0	1 131,0	3 169,0	0,0	0,0	0,0
Dividendes	-2 467,3	-2 078,8	-1 531,0	-1 100,8	-267,0	-956,8	-2 557,4	-3 253,2
Var. Capitaux propres	2 571,3	6 277,8	1 230,0	772,8	2 782,0	1 500,0	0,0	0,0
Autres	5 298,0	261,0	3 729,0	-5 789,0	-3 647,0	-1 007,4	5 575,3	1 837,3
Var. trésorerie nette	-30,0	4 410,0	-373,0	-7 745,0	-1 157,0	-911,8	3 592,0	1 701,7
CROISSANCE MARGES RENTABILITE	12/16	12/17	12/18	12/19	12/20	12/21e	12/22e	12/23e
Croissance du CA publiée	-5,1%	-2,2%	-0,9%	3,4%	-3,2%	4,8%	6,9%	2,2%
Croissance du CA organique	-	-	-	-	-	-	-	-
Croissance de l'EBIT courant	75,6%	-25,0%	-6,3%	28,0%	-42,7%	ns	26,7%	-1,0%
Croissance du BPA corrigé	-21,6%	-52,6%	-17,3%	67,7%	-57,2%	ns	30,4%	-1,8%
Marge nette ajustée	5,7%	4,0%	3,6%	5,4%	2,9%	6,9%	8,3%	8,0%
Marge d'EBITDA	23,1%	19,7%	22,1%	23,4%	23,4%	25,5%	27,5%	27,4%
Marge d'EBIT courant	10,6%	8,1%	7,7%	9,5%	5,6%	11,3%	13,4%	13,0%
Capex / CA	-20,2%	-21,2%	-23,5%	-23,7%	-23,3%	-21,0%	-18,9%	-17,7%
BFR / CA	17,7%	15,5%	15,2%	12,4%	13,9%	13,8%	15,5%	15,7%
Taux d'IS apparent	33,2%	4,3%	-31,5%	24,7%	73,1%	25,5%	23,6%	23,6%
Taux d'IS normatif	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Rotation de l'actif (CA / Actif Economique) (x)	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
ROCE post-tax (taux d'IS normatif)	4,7%	3,4%	3,1%	3,8%	2,1%	4,3%	5,2%	5,1%
ROCE post-tax hors GW (taux d'IS normatif)	5,0%	3,6%	3,3%	4,0%	2,2%	4,5%	5,5%	5,3%
ROE	11,8%	7,4%	5,7%	8,5%	4,3%	10,3%	12,0%	11,1%
RATIOS D'ENDETTEMENT	12/16	12/17	12/18	12/19	12/20	12/21e	12/22e	12/23e
Gearing	90%	68%	63%	74%	77%	71%	61%	56%
Dette nette / Capitalisation (x)	1,63	1,19	0,88	1,18	1,41	1,07	0,98	0,94
Dette nette / EBITDA (x)	2,28	2,40	2,19	2,46	2,61	2,35	1,86	1,75
EBITDA / frais financiers nets (x)	4,9	6,1	3,2	46,3	6,3	7,7	8,5	8,7

Sources: ODDO BHF Securities, SIX



# EDP

**Surperformance → | Objectif 6.00 €**

Cours (22/10/2021) : 4.93 € | Potentiel : 22 %

Révision	2021e	2022e
BPA	0,0%	0,0%

## Moins impacté par l'ingérence politique espagnole et donc moins affecté sur le plan boursier

Lundi 25 Octobre 2021



Données produit			
EDP PL   EDP.LS			
Capitalisation boursière (M€)		18 016	
VE (M€)		36 057	
Extrêmes 12 mois (€)	4,14	-	5,63
Flottant (%)		43,1	
Performance (%)	1m	3m	12m
Performance absolue	6,0	9,0	12,2
Perf. rel. Indice Pays	4,0	5,5	-14,4
Perf. rel. Utilities	3,3	7,7	3,4

Comptes	12/21e	12/22e	12/23e
CA (M€)	13 600	14 413	15 276
EBITDA (M€)	3 460	3 741	3 979
EBIT courant (M€)	1 920	2 121	2 279
RNpg (M€)	863	971	1 093
BPA (€)	0,17	0,19	0,22
DNA (€)	0,21	0,22	0,23
P/E (x)	28,6	25,4	22,6
P/B (x)	2,0	2,0	1,9
Rendement (%)	4,3	4,5	4,7
FCF yield (%)	ns	ns	ns
VE/CA (x)	2,7	2,6	2,5
VE/EBITDA (x)	10,4	9,8	9,5
VE/EBIT courant (x)	18,8	17,3	16,5
Gearing (%)	82	81	79
Dette nette/EBITDA (x)	3,2	3,1	3,0

Next Events	
04/11/2021	Earnings Release

## Une ingérence politique espagnole qui a peu affecté la performance

En raison des annonces du 1er juin et de la publication par le gouvernement espagnol du Décret Royal du 14 septembre 2021, le parcours boursier d'EDP a été volatil, mais au global le titre a peu souffert des mesures d'ingérence politique, qui amputent, une partie relativement faible de son EBITDA 2021 et 2022. Outre les mesures fiscales (baisse de la TVA, réduction ou abandon de taxes incluses dans la facture du client final) communes à tous les pays d'Europe, le gouvernement espagnol, profitant de la particularité de son marché électrique, a mis en place trois séries de mesures qui impactent directement les électriciens. La première, annoncée en juin et qui n'entrera en vigueur qu'au 1er janvier 2022, concerne la récupération de rente alimentée par le prix du quota de CO2 dans le prix de gros de l'électricité. La seconde, annoncée le 14 septembre, concerne la récupération de rente alimentée par le prix du gaz dans le prix de gros de l'électricité. Cette mesure entre en vigueur à la date de promulgation du Décret Royal, soit le 15 septembre et court jusqu'à la fin mars 2022. Enfin, la troisième mesure ne concerne que les quatre grands électriciens espagnols et leur impose la cession à un prix remis de 15 830 GWh de production aux seuls commercialisateurs alternatifs (ce qui exclut de facto leur propre filiale de commercialisation).

## Un impact limité sur 2021 et 2022

Nous estimons que les impacts bruts sur les comptes d'EDP seront de l'ordre de 45 M€ en 2021 et de 60 M€ en 2022. Comme ses concurrents plus importants en termes de part de marché dans la génération, EDP a d'ores et déjà engagé un processus afin d'atténuer ces décisions politiques par des négociations à tous les niveaux. Il est aussi probable que le plan d'investissements de sa filiale renouvelable EDP Renovaveis puisse être réalloué vers des géographies moins contraignantes. Notons enfin que la Commission européenne de l'énergie vient juste de communiquer sur une « boîte à outils » commune qui pourrait obliger le gouvernement espagnol à revoir le cadre juridique nouvellement publié, même si une extension des mesures actuelles n'est pas exclue. Notre analyse de la sensibilité aux variations des prix de marché de l'électricité (l'indice est par convention borné à 100% pour la société la plus sensible de notre univers de couverture) met en lumière un niveau de 41% qui positionne le groupe en troisième place avec un score environ deux fois plus faible que Verbund, le numéro 2. Au global, la variation de 1 € par tonne de CO2 ou du MWh de gaz, se traduit par une variation de 0.8% des BPA.

## Nos estimations demeurent à ce stade inchangées

Nous n'avons pas intégré, à ce stade, les impacts négatifs espagnols dans les comptes d'EDP. Nous attendons d'avoir une meilleure visibilité lors de la publication des comptes à fin septembre 2021, qui interviendra le 4 novembre prochain.

## Opinion Surperformance et OC 6.0 € maintenus

En dépit des impacts négatifs qui affectent les activités du groupe en Espagne, nous maintenons notre opinion Surperformance au regard de la stratégie du groupe, comparable, à son échelle, à celle d'Iberdrola (réseaux & renouvelables). En complément, EDP demeure, à nos yeux, une cible possible pour un acteur souhaitant se renforcer ou entrer dans le renouvelable. Notre objectif de cours demeure à 6.0 € et toujours fondé sur une moyenne entre le DCF (6.0 €) ainsi qu'une SOP (6.1 €). Au cours actuel, le groupe affiche une décote de ~14% par rapport à un échantillon de référence composé d'électriciens intégrés et de pure players du renouvelable. A notre objectif de cours, les multiples font ressortir une prime de 46.4% par rapport à la moyenne historique de milieu de cycle de VE/EBITDA (7.4x) et de VE/EBIT (13.4x), justifiée par la transformation du groupe.

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

**Louis Boujard CFA** (Analyste)  
+33 (0)1 44 51 82 53  
louis.boujard@oddo-bhf.com


**EDP.LS | EDP PL**  
**Electricité - Gaz | Portugal**
**Surperformance**

Cours actuel 4.93EUR

Upside 21,78%

OC 6.00EUR

DONNEES PAR ACTION (€)	12/16	12/17	12/18	12/19	12/20	12/21e	12/22e	12/23e
BPA corrigé	0,25	0,23	0,21	0,19	0,19	0,17	0,19	0,22
<b>BPA publié</b>	<b>0,26</b>	<b>0,30</b>	<b>0,15</b>	<b>0,14</b>	<b>0,23</b>	<b>0,22</b>	<b>0,24</b>	<b>0,28</b>
Croissance du BPA corrigé	23,5%	-8,1%	-8,5%	-10,7%	-1,8%	-7,1%	12,8%	12,0%
BPA consensus								
Dividende par action	0,19	0,19	0,19	0,19	0,19	0,21	0,22	0,23
FCF to equity par action	0,60	0,62	0,25	-0,01	0,39	-0,18	-0,13	-0,08
Book value par action	2,57	2,61	2,45	2,42	2,42	2,46	2,52	2,61
Nombre d'actions ordinaires fin de période (M)	3 656,54	3 656,54	3 656,54	3 656,54	3 965,68	3 965,68	3 965,68	3 965,68
Nombre d'actions moyen dilué (M)	3 656,54	3 656,54	3 656,54	3 656,54	3 965,68	3 965,68	3 965,68	3 965,68
VALORISATION (M€)	12/16	12/17	12/18	12/19	12/20	12/21e	12/22e	12/23e
Cours le plus haut (€)	3,3	3,4	3,5	3,9	5,3	5,6		
Cours le plus bas (€)	2,6	2,7	2,6	3,0	3,1	4,3		
(*) Cours de référence (€)	2,9	3,0	3,1	3,4	4,3	4,9	4,9	4,9
Capitalisation	10 784	11 020	11 517	12 486	16 913	19 539	19 539	19 539
Endettement net retraité	15 923	13 902	14 282	13 827	16 287	11 200	11 542	11 925
Intérêts minoritaires réévalués	0,0	3 934	3 932	3 774	3 496	3 870	4 270	4 696
Immobilisations financières réévaluées	0,0	1 236	1 088	3 525	1 147	1 147	1 147	1 147
Provisions (y compris réserve)	2 398	2 275	2 425	2 365	2 595	2 595	2 595	2 595
<b>VE</b>	<b>29 105</b>	<b>29 896</b>	<b>31 068</b>	<b>28 927</b>	<b>38 144</b>	<b>36 057</b>	<b>36 799</b>	<b>37 608</b>
<b>P/E (x)</b>	<b>11,7</b>	<b>13,0</b>	<b>14,9</b>	<b>18,1</b>	<b>23,0</b>	<b>28,6</b>	<b>25,4</b>	<b>22,6</b>
P/CF (x)	5,0	3,7	4,4	5,0	7,5	7,5	7,0	6,5
Rendement	6,4%	6,3%	6,0%	5,6%	4,5%	4,3%	4,5%	4,7%
FCF yield	20,4%	20,5%	7,8%	ns	9,2%	ns	ns	ns
PBV incl. GW (x)	1,15	1,15	1,28	1,41	1,76	2,00	1,95	1,89
PBV excl. GW (x)	1,80	1,51	1,72	1,85	2,32	2,62	2,54	2,43
VE/CA (x)	1,99	1,90	2,03	2,02	3,06	2,65	2,55	2,46
VE/EBITDA (x)	7,9	8,5	9,5	8,5	11,8	10,4	9,8	9,5
<b>VE/EBIT courant (x)</b>	<b>13,2</b>	<b>14,2</b>	<b>16,9</b>	<b>14,8</b>	<b>18,4</b>	<b>18,8</b>	<b>17,3</b>	<b>16,5</b>
(*) cours moyen jusqu'à n-1 cours actuel à partir de n								
COMPTE DE RESULTAT (M€)	12/16	12/17	12/18	12/19	12/20	12/21e	12/22e	12/23e
CA	14 595	15 746	15 278	14 333	12 448	13 600	14 413	15 276
EBITDA ajusté	3 698	3 523	3 286	3 403	3 223	3 460	3 741	3 979
Dotations aux amortissements	-1 495,0	-1 415,0	-1 445,0	-1 454,0	-1 148,0	-1 540,0	-1 620,0	-1 700,0
<b>EBIT courant</b>	<b>2 203</b>	<b>2 108</b>	<b>1 841</b>	<b>1 949</b>	<b>2 075</b>	<b>1 920</b>	<b>2 121</b>	<b>2 279</b>
EBIT publié	2 244	2 279	1 594	1 787	2 253	2 100	2 321	2 509
Résultat financier	-932,0	-787,0	-592,0	-670,0	-670,0	-520,0	-560,0	-560,0
Impôt sur les sociétés	-89,0	-63,0	-100,0	-226,0	-309,0	-343,0	-390,3	-429,8
Mise en équivalence	-22,0	12,0	11,0	25,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Activités cédées ou en cours	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Intérêts minoritaires	-240,0	-328,0	-357,0	-388,0	-361,0	-374,0	-400,0	-426,0
RNpg publié	961	1 113	556	528	913	863	971	1 093
<b>RNCpg ajusté</b>	<b>919</b>	<b>845</b>	<b>803</b>	<b>366</b>	<b>1 091</b>	<b>1 043</b>	<b>1 171</b>	<b>1 323</b>
BILAN (M€)	12/16	12/17	12/18	12/19	12/20	12/21e	12/22e	12/23e
Survaleurs	3 415	2 233	2 251	2 120	2 306	2 306	2 306	2 306
Autres actifs incorporels	0,0	0,0	4 735	4 224	4 998	4 998	4 998	4 998
Immobilisations corporelles	29 019	26 536	22 708	19 676	21 162	19 574	20 562	21 715
BFR	-1 924,0	-348,0	-3 272,0	-2 670,7	-2 444,0	-2 444,0	-2 444,0	-2 444,0
Immobilisations financières	1 547	1 236	2 841	5 475	2 985	2 985	2 985	2 985
Capitaux propres pg	9 406	9 546	8 966	8 858	9 583	9 755	10 000	10 344
Capitaux propres minoritaires	4 330	3 934	3 932	3 774	3 496	3 870	4 270	4 696
Capitaux propres	13 736	13 480	12 898	12 632	13 079	13 625	14 270	15 040
Provisions	2 398	2 275	2 425	2 365	2 595	2 595	2 595	2 595
<b>Endettement net</b>	<b>15 923</b>	<b>13 902</b>	<b>14 282</b>	<b>13 827</b>	<b>16 287</b>	<b>11 200</b>	<b>11 542</b>	<b>11 925</b>
TABLEAU DE FLUX (M€)	12/16	12/17	12/18	12/19	12/20	12/21e	12/22e	12/23e
<b>EBITDA</b>	<b>3 698,0</b>	<b>3 523,0</b>	<b>3 286,0</b>	<b>3 403,0</b>	<b>3 223,0</b>	<b>3 460,0</b>	<b>3 741,0</b>	<b>3 979,0</b>
Var. BFR	1 107,0	-1 576,0	-681,0	-1 132,0	-600,0	-100,0	-100,0	-100,0
Frais financiers & taxes	-1 021,0	-850,0	-692,0	-896,0	-979,0	-863,0	-950,3	-989,8
Autres flux opérationnels	-499,0	344,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Operating Cash flow	3 285,0	1 441,0	1 913,0	1 375,0	1 644,0	2 497,0	2 690,8	2 889,3
Capex	-1 080,0	821,0	-1 014,0	-1 411,0	-94,0	-3 200,0	-3 200,0	-3 200,0
<b>Free cash-flow</b>	<b>2 205,0</b>	<b>2 262,0</b>	<b>899,0</b>	<b>-36,0</b>	<b>1 550,0</b>	<b>-703,0</b>	<b>-509,3</b>	<b>-310,8</b>
Acquisitions / Cessions	0,0	0,0	0,0	0,0	-806,0	0,0	0,0	0,0
Dividendes	-952,0	-831,0	-691,0	-691,0	-691,0	-753,5	-832,8	-872,4
Var. Capitaux propres	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Autres	14,0	204,0	622,0	502,0	531,0	400,0	400,0	400,0
Var. trésorerie nette	1 457,0	2 021,0	-379,7	454,7	-2 459,7	3 587,2	-342,0	-383,2
CROISSANCE MARGES RENTABILITE	12/16	12/17	12/18	12/19	12/20	12/21e	12/22e	12/23e
Croissance du CA publiée	-5,9%	7,9%	-3,0%	-6,2%	-13,2%	9,3%	6,0%	6,0%
<b>Croissance du CA organique</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>
Croissance de l'EBIT courant	10,0%	-4,3%	-12,7%	5,9%	6,5%	-7,5%	10,5%	7,4%
Croissance du BPA corrigé	23,5%	-8,1%	-8,5%	-10,7%	-1,8%	-7,1%	12,8%	12,0%
Marge nette ajustée	6,3%	5,4%	5,3%	2,6%	8,8%	7,7%	8,1%	8,7%
<b>Marge d'EBITDA</b>	<b>25,3%</b>	<b>22,4%</b>	<b>21,5%</b>	<b>23,7%</b>	<b>25,9%</b>	<b>25,4%</b>	<b>26,0%</b>	<b>26,0%</b>
<b>Marge d'EBIT courant</b>	<b>15,1%</b>	<b>13,4%</b>	<b>12,1%</b>	<b>13,6%</b>	<b>16,7%</b>	<b>14,1%</b>	<b>14,7%</b>	<b>14,9%</b>
Capex / CA	-13,5%	-11,0%	-13,5%	-16,6%	-19,3%	-35,3%	-33,3%	-31,4%
BFR / CA	-13,2%	-2,2%	-21,4%	-18,6%	-19,6%	-18,0%	-17,0%	-16,0%
Taux d'IS apparent	6,8%	4,2%	10,0%	20,2%	19,5%	21,7%	22,2%	22,0%
Taux d'IS normatif	27,5%	27,5%	27,5%	27,5%	27,5%	27,5%	27,5%	27,5%
Rotation de l'actif (CA / Actif Economique) (x)	0,5	0,5	0,6	0,6	0,5	0,5	0,6	0,6
<b>ROCE post-tax (taux d'IS normatif)</b>	<b>5,2%</b>	<b>5,2%</b>	<b>4,9%</b>	<b>5,7%</b>	<b>6,1%</b>	<b>5,5%</b>	<b>6,2%</b>	<b>6,4%</b>
ROCE post-tax hors GW (taux d'IS normatif)	5,9%	5,7%	5,3%	6,2%	6,7%	6,1%	6,8%	7,0%
ROE	10,2%	8,9%	8,7%	4,1%	11,8%	10,8%	11,9%	13,0%
RATIOS D'ENDETTEMENT	12/16	12/17	12/18	12/19	12/20	12/21e	12/22e	12/23e
Gearing	116%	103%	111%	109%	125%	82%	81%	79%
Dette nette / Capitalisation (x)	1,48	1,26	1,24	1,11	0,96	0,57	0,59	0,61
<b>Dette nette / EBITDA (x)</b>	<b>4,31</b>	<b>3,95</b>	<b>4,35</b>	<b>4,06</b>	<b>5,05</b>	<b>3,24</b>	<b>3,09</b>	<b>3,00</b>
EBITDA / frais financiers nets (x)	4,0	4,5	5,6	5,1	4,8	6,7	6,7	7,1

Sources: ODDO BHF Securities, SIX





# Endesa

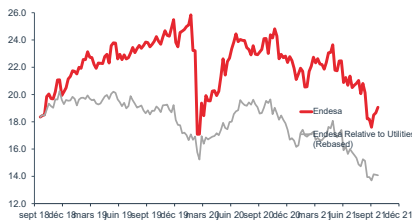
**Surperformance → | Objectif 21.6 €**

Cours (22/10/2021) : 19.07 € | Potentiel : 13 %

Révision	2011e	2012e
BPA	ns	ns

**Une transformation verte + une ingérence politique = un bon point d'entrée**

Lundi 25 Octobre 2021



## Données produit

### ELE SM | ELE.MC

Capitalisation boursière (M€)	20 185
VE (M€)	33 663
Extrêmes 12 mois (€)	17.42 - 24.82
Flottant (%)	29.9

Performance (%)	1m	3m	12m
Performance absolue	4.9	-10.5	-19.8
Perf. rel. Indice Pays	3.0	-13.4	-38.8
Perf. rel. Utilities	2.3	-11.5	-26.1

Comptes	12/21e	12/22e	12/23e
CA (M€)	19 756	19 122	18 953
EBITDA (M€)	3 445	3 448	4 189
EBIT courant (M€)	1 845	1 798	2 389
RNpg (M€)	1 343	1 299	1 736
BPA (€)	1.27	1.23	1.64
DNA (€)	1.20	1.20	1.30

P/E (x)	15.0	15.5	11.6
P/B (x)	2.8	3.2	3.0
Rendement (%)	6.3	6.3	6.8
FCF yield (%)	4.7	ns	3.2
VE/CA (x)	1.7	1.8	1.9
VE/EBITDA (x)	9.8	10.2	8.5
VE/EBIT courant (x)	18.2	19.5	14.9
Gearing (%)	112	147	146
Dette nette/EBITDA (x)	2.3	2.7	2.4

## Next Events

03/11/2021 Conference/Presentation

## Endesa : un profil recentre sur l'Espagne

Depuis son rachat par Enel, Endesa est passé d'un modèle intégré très international avec des positions majeures en Amérique latine à un électricien centré sur l'Espagne. La stratégie est axée sur les renouvelables et les activités de réseaux. L'enjeu consiste en une décarbonation à 2027 du mix de production avec un développement des actifs renouvelables. Comme sa maison mère, Endesa a délivré une trajectoire stratégique sur trois ans avec un TMVA 21/23 de l'EBITDA « ordinaire » de l'ordre de 2.4% (de 4.0 Md€ en 2020 à 4.3 Md€ en 2023) et un RNpg « ordinaire » de 1.9 Md€ en 2023. Toutefois cette dernière a été mise à mal sur 2021 et 2022 par les mesures du gouvernement espagnol pour contraindre les prix du KWh. Endesa affiche, sur la période 2005/2021, le TSR le plus élevé de notre échantillon de comparables avec 544%.

## Un exercice 2021 compliqué

L'exercice 2021 a été entamé dans un environnement compliqué marqué par des hausses sensibles des prix du KWh, des prix du gaz et une intensification de la concurrence dans la commercialisation. A ces éléments de marchés s'ajoute une ingérence politique majeure avec la mise en place de taxes sur les actifs de production d'électricité non-émetteur de CO2, sur l'impact du prix du gaz dans l'évolution des prix de gros de l'électricité et une contrainte de volume de production à prix discounté.

## Une trajectoire financière 2023 en ligne avec le plan stratégique

Nous avons ajusté la trajectoire du plan stratégique 2021-2023 à la lumière de la pression gouvernementale espagnole. Nos estimations ressortent globalement en deçà du consensus. La montée en puissance des activités d'énergie renouvelable dans le mix de génération d'Endesa (57% des capacités installée d'ici 2026 vs 36% actuellement) se traduit à partir de 2023 par une progression attendue de la marge d'EBITDA qui devrait atteindre 26% en 2026 soit + 300 pb vs 2020. Cet effet n'incombe pas uniquement à la fermeture des unités charbon, dont la plus grande partie est d'ores et déjà sortie du jeu, mais est bien la conséquence de la politique volontariste de décarbonation d'Endesa.

## Un objectif de cours de 21.6 €

Nous avons initié la couverture d'Endesa avec une opinion Surperformance et un objectif de cours de 21.6 € (voir notre étude publiée le 18/10/2021). Nous sommes conscients que l'ingérence politique du gouvernement espagnol dans le secteur de l'énergie est un signal négatif, mais le cours de bourse d'Endesa nous semble avoir d'ores et déjà largement intégré ce risque. Cette valorisation se fonde sur la moyenne entre un DCF (20.3 € avec un CMPC de 3.3%, taux croissance à l'infini de 1.2%), une somme des parties fondée sur une approche industrielle (25.5 €), une comparaison avec les énergéticiens conventionnels (19.4 €). Notons que la valorisation actuelle présente une décote de 11.4% par rapport à ses comparables sur la base des multiples moyens de VE et PE 2021/2023e, ce qui nous semble déjà bien prendre en compte la trajectoire opérationnelle de l'année 2021, le risque politique espagnol et la perspective stratégique 2023.

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

**Louis Boujard CFA** (Analyste)  
+33 (0)1 44 51 82 53  
louis.boujard@oddo-bhf.com





**ELE.MC | ELE SM**  
**Electricité - Gaz | Espagne**

**Surperformance**

Cours actuel 19.07EUR

Upside 13.30%

OC 21.60EUR

	12/16	12/17	12/18	12/19	12/20	12/21e	12/22e	12/23e
<b>DONNEES PAR ACTION (€)</b>								
BPA corrigé	1.33	1.38	1.34	1.49	1.32	1.27	1.23	1.64
<b>BPA publié</b>	<b>1.33</b>	<b>1.38</b>	<b>1.34</b>	<b>0.16</b>	<b>1.32</b>	<b>1.27</b>	<b>1.23</b>	<b>1.64</b>
Croissance du BPA corrigé	-47.4%	3.7%	-3.1%	11.5%	-11.8%	-3.6%	-3.3%	33.7%
BPA consensus								
Dividende par action	0.70	0.70	0.70	1.48	2.01	1.20	1.20	1.30
FCF to equity par action	2.71	1.31	0.80	0.16	1.26	0.90	-0.04	0.61
Book value par action	8.46	8.59	8.54	7.26	6.91	6.69	5.90	6.33
Nombre d'actions ordinaires fin de période (M)	1 058.75	1 058.75	1 058.75	1 058.75	1 058.75	1 058.75	1 058.75	1 058.75
Nombre d'actions moyen dilué (M)	1 058.75	1 058.75	1 058.75	1 058.75	1 058.75	1 058.75	1 058.75	1 058.75
<b>VALORISATION (M€)</b>								
Cours le plus haut (€)	21.0	22.8	21.3	25.5	26.1	23.7		
Cours le plus bas (€)	15.7	17.9	16.6	20.1	15.5	17.4		
(*) Cours de référence (€)	18.2	20.2	18.9	23.0	22.6	19.1	19.1	19.1
Capitalisation	19 219	21 434	20 055	24 300	23 965	20 185	20 185	20 185
Endettement net retraité	4 938	4 985	5 570	6 377	6 889	8 084	9 417	10 062
Intérêts minoritaires réévalués	136	137	144	149	150	160	170	180
Immobilisations financières réévaluées	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Provisions (y compris réserve)	5 382	4 905	5 035	5 349	5 234	5 234	5 234	5 234
<b>VE</b>	<b>29 675</b>	<b>31 461</b>	<b>30 804</b>	<b>36 174</b>	<b>36 238</b>	<b>33 663</b>	<b>35 006</b>	<b>35 661</b>
<b>P/E (x)</b>	<b>13.6</b>	<b>14.7</b>	<b>14.2</b>	<b>15.4</b>	<b>17.2</b>	<b>15.0</b>	<b>15.5</b>	<b>11.6</b>
P/CF (x)	6.9	7.6	6.5	11.1	7.1	6.8	6.8	5.7
Rendement	3.9%	3.5%	3.7%	6.4%	8.9%	6.3%	6.3%	6.8%
FCF yield	15.0%	6.5%	4.2%	0.7%	5.6%	4.7%	ns	3.2%
PBV incl. GW (x)	2.15	2.36	2.22	3.16	3.28	2.85	3.23	3.01
PBV excl. GW (x)	2.15	2.36	2.22	3.16	3.28	2.85	3.23	3.01
VE/CA (x)	1.56	1.57	1.53	1.79	2.06	1.70	1.83	1.88
VE/EBITDA (x)	8.6	8.9	8.5	9.4	9.6	9.8	10.2	8.5
<b>VE/EBIT courant (x)</b>	<b>15.1</b>	<b>15.5</b>	<b>16.1</b>	<b>16.0</b>	<b>19.2</b>	<b>18.2</b>	<b>19.5</b>	<b>14.9</b>
(*) cours moyen jusqu'à n-1 cours actuel à partir de n								
<b>COMPTE DE RESULTAT (M€)</b>								
CA	18 979	20 057	20 195	20 158	17 579	19 756	19 122	18 953
EBITDA ajusté	3 432	3 542	3 627	3 841	3 783	3 448	3 448	4 189
Dotations aux amortissements	-1 467.0	-1 511.0	-1 708.0	-1 580.0	-1 897.0	-1 600.0	-1 650.0	-1 800.0
<b>EBIT courant</b>	<b>1 965</b>	<b>2 031</b>	<b>1 919</b>	<b>2 261</b>	<b>1 886</b>	<b>1 845</b>	<b>1 798</b>	<b>2 389</b>
EBIT publié	1 951	2 038	1 922	849	1 888	1 845	1 798	2 389
Résultat financier	-182.0	-123.0	-139.0	-184.0	-134.0	-130.0	-140.0	-170.0
Impôt sur les sociétés	-298.0	-427.0	-392.0	-500.0	-388.0	-381.6	-369.0	-492.6
Mise en équivalence	-59.0	-15.0	35.0	15.0	34.0	20.0	20.0	20.0
Activités cédées ou en cours	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Intérêts minoritaires	-1.0	-10.0	-9.0	-9.0	-6.0	-10.0	-10.0	-10.0
RNpg publié	1 411	1 463	1 417	1 71	1 394	1 343	1 299	1 736
<b>RNCpg ajusté</b>	<b>1 411</b>	<b>1 463</b>	<b>1 417</b>	<b>1 580</b>	<b>1 394</b>	<b>1 343</b>	<b>1 299</b>	<b>1 736</b>
<b>BILAN (M€)</b>								
Survaleurs	298	459	479	462	462	462	462	462
Autres actifs incorporels	1 172	1 196	1 355	1 375	1 399	1 400	1 400	1 400
Immobilisations corporelles	21 900	21 728	21 695	21 383	21 395	22 008	22 511	23 622
BFR	-6 469.0	-7 140.0	-6 991.0	-7 526.0	-7 400.0	-7 400.0	-7 400.0	-7 400.0
Immobilisations financières	2 507	2 880	3 248	3 869	3 732	4 094	4 094	4 094
Capitaux propres pg	8 952	9 096	9 037	7 688	7 315	7 086	6 246	6 702
Capitaux propres minoritaires	136	137	144	149	150	160	170	180
Capitaux propres	9 088	9 233	9 181	7 837	7 465	7 246	6 416	6 882
Provisions	5 382	4 905	5 035	5 349	5 234	5 234	5 234	5 234
<b>Endettement net</b>	<b>4 938</b>	<b>4 985</b>	<b>5 570</b>	<b>6 377</b>	<b>6 889</b>	<b>8 084</b>	<b>9 417</b>	<b>10 062</b>
<b>TABLEAU DE FLUX (M€)</b>								
<b>EBITDA</b>	<b>3 432.0</b>	<b>3 542.0</b>	<b>3 627.0</b>	<b>3 841.0</b>	<b>3 783.0</b>	<b>3 444.8</b>	<b>3 447.6</b>	<b>4 189.0</b>
Var. BFR	217.0	-370.0	-653.0	-230.0	-413.0	0.0	0.0	0.0
Frais financiers & taxes	-520.0	-605.0	-565.0	-712.0	-562.0	-511.6	-509.0	-662.6
Autres flux opérationnels	-134.0	-129.0	11.0	-941.0	143.0	17.2	17.2	18.4
Operating Cash flow	2 995.0	2 438.0	2 420.0	1 958.0	2 951.0	2 950.4	2 955.8	3 544.8
Capex	-121.0	-1 055.0	-1 577.0	-1 793.0	-1 616.0	-2 000.0	-3 000.0	-2 900.0
<b>Free cash-flow</b>	<b>2 874.0</b>	<b>1 383.0</b>	<b>843.0</b>	<b>165.0</b>	<b>1 335.0</b>	<b>950.4</b>	<b>-44.2</b>	<b>644.8</b>
Acquisitions / Cessions	-1 196.0	-2.0	-136.0	-352.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Dividendes	-1 089.0	-1 415.0	-1 472.0	-1 520.0	-1 572.0	-2 138.1	-1 280.5	-1 282.5
Var. Capitaux propres	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Autres	-1 204.0	-13.0	180.0	900.5	-275.5	-7.3	-7.8	-7.8
Var. trésorerie nette								
<b>CROISSANCE MARGES RENTABILITE</b>								
Croissance du CA publiée	-41.8%	5.7%	0.7%	-0.2%	-12.8%	12.4%	-3.2%	-0.9%
<b>Croissance du CA organique</b>								
Croissance de l'EBIT courant	-62.7%	3.4%	-5.5%	17.8%	-16.6%	-2.2%	-2.6%	32.9%
Croissance du BPA corrigé	-47.4%	3.7%	-3.1%	11.5%	-11.8%	-3.6%	-3.3%	33.7%
Marge nette ajustée	7.4%	7.3%	7.0%	7.8%	7.9%	6.8%	6.8%	9.2%
<b>Marge d'EBITDA</b>	<b>18.1%</b>	<b>17.7%</b>	<b>18.0%</b>	<b>19.1%</b>	<b>21.5%</b>	<b>17.4%</b>	<b>18.0%</b>	<b>22.1%</b>
<b>Marge d'EBIT courant</b>	<b>10.4%</b>	<b>10.1%</b>	<b>9.5%</b>	<b>11.2%</b>	<b>10.7%</b>	<b>9.3%</b>	<b>9.4%</b>	<b>12.6%</b>
Capex / CA	-1.7%	-6.3%	-8.2%	-9.0%	-9.7%	-10.1%	-15.7%	-15.3%
BFR / CA	-34.1%	-35.6%	-34.6%	-37.3%	-42.1%	-37.5%	-38.7%	-39.0%
Taux d'IS apparent	16.8%	22.3%	22.0%	24.1%	22.1%	22.3%	22.3%	22.2%
Taux d'IS normatif	17.4%	22.5%	21.6%	24.5%	21.7%	22.0%	22.0%	22.0%
Rotation de l'actif (CA / Actif Economique) (x)	-	1.2	1.2	1.3	1.1	1.2	1.1	1.1
<b>ROCE post-tax (taux d'IS normatif)</b>	<b>-</b>	<b>9.5%</b>	<b>9.2%</b>	<b>10.6%</b>	<b>9.4%</b>	<b>8.9%</b>	<b>8.4%</b>	<b>10.6%</b>
ROCE post-tax hors GW (taux d'IS normatif)	-	9.7%	9.5%	10.9%	9.6%	9.2%	8.6%	10.9%
ROE	8.7%	16.2%	15.6%	18.9%	18.6%	18.7%	19.5%	26.8%
<b>RATIOS D'ENDETTEMENT</b>								
Gearing	54%	54%	61%	81%	92%	112%	147%	146%
Dette nette / Capitalisation (x)	0.26	0.23	0.28	0.26	0.29	0.40	0.47	0.50
<b>Dette nette / EBITDA (x)</b>	<b>1.44</b>	<b>1.41</b>	<b>1.54</b>	<b>1.66</b>	<b>1.82</b>	<b>2.35</b>	<b>2.73</b>	<b>2.40</b>
EBITDA / frais financiers nets (x)	19.3	27.9	26.5	20.8	25.9	26.5	24.6	24.6

Sources: ODDO BHF Securities, SIX



# Enel

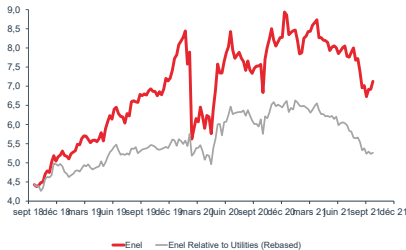
**Surperformance → | Objectif 9.60 €**

Cours (22/10/2021) : 7.13 € | Potentiel : 35 %

Révision	2021e	2022e
BPA	-	-

## Affecté par l'Espagne mais pas abattue

Lundi 25 Octobre 2021



Données produit	
<b>ENEL IM   ENEL MI</b>	
Capitalisation boursière (M€)	72 458
VE (M€)	133 983
Extrêmes 12 mois (€)	6,65 - 8,95
Flottant (%)	76,4

Performance (%)	1m	3m	12m
Performance absolue	2,7	-10,4	-4,3
Perf. rel. Indice Pays	0,8	-13,3	-27,0
Perf. rel. Utilities	0,1	-11,5	-11,8

Comptes	12/21e	12/22e	12/23e
CA (M€)	75 000	76 710	78 138
EBITDA (M€)	19 000	20 109	20 875
EBIT courant (M€)	11 820	12 929	13 695
RNpg (M€)	5 509	6 072	6 565
BPA (€)	0,54	0,60	0,65
DNA (€)	0,40	0,42	0,45
P/E (x)	13,2	11,9	11,0
P/B (x)	2,5	2,4	2,3
Rendement (%)	5,6	5,9	6,3
FCF yield (%)	5,5	6,5	5,7
VE/CA (x)	1,8	1,8	1,8
VE/EBITDA (x)	7,1	6,9	6,8
VE/EBIT courant (x)	11,3	10,7	10,3
Gearing (%)	123	131	133
Dette nette/EBITDA (x)	2,5	2,6	2,6

Next Events	
04/11/2021	Earnings Release

## Une ingérence politique espagnole qui a affecté la performance

A partir du 1er juin et surtout suite à la publication par le gouvernement espagnol du Décret Royal du 14 septembre 2021, le titre a souffert des mesures d'ingérence politique qui amputent le groupe d'une partie de son EBITDA. Outre les mesures fiscales (baisse de la TVA, réduction ou abandon de taxes incluses dans la facture du client final) communes à tous les pays d'Europe, le gouvernement espagnol, profitant de la particularité de son marché électrique, a mis en place trois séries de mesures qui impactent directement les électriciens. La première, annoncée en juin et qui n'entrera en vigueur qu'au 1er janvier 2022, concerne la récupération de rente alimentée par le prix du quota de CO<sub>2</sub> dans le prix de gros de l'électricité. La seconde, annoncée le 14 septembre, concerne la récupération de rente alimentée par le prix du gaz dans le prix de gros de l'électricité. Cette mesure entre en vigueur à la date de promulgation du Décret Royal, soit le 15 septembre et couvre jusqu'à la fin mars 2022. Enfin, la troisième mesure ne concerne que les quatre grands électriciens espagnols et leur impose la cession à un prix remisé de 15 830 GWh de production aux seuls commercialisateurs alternatifs (ce qui exclut de facto leur propre filiale de commercialisation).

## Enel, à travers Endesa, est affecté par la situation en Espagne

Bien qu'indirectement affectée par la situation en Espagne, c'est Endesa, la filiale espagnole du groupe (détenue à 70%) qui a fait les frais des annonces gouvernementales (cf. étude : Une transformation verte + une ingérence politique = un bon point d'entrée). Enel a subi un recul de plus de 10% de son cours de Bourse. Nous estimons que les impacts bruts sur les comptes d'Endesa, et donc indirectement sur ceux d'Enel, seront de l'ordre de 540 M€ en 2021 et de 810 M€ en 2022. Moins vocal qu'Iberdrola, la filiale espagnole d'Enel, fait partie des acteurs systémiques qui ont initié un processus afin d'atténuer ces décisions politiques par des négociations à tous les niveaux. Enel pourrait, en accord avec le management d'Endesa, envisager de réévaluer ses investissements sur le marché espagnol en détournant certaines dépenses d'investissement en dehors de l'Espagne. Enfin, la Commission européenne de l'énergie vient juste de communiquer sur une « boîte à outils » commune qui pourrait obliger le gouvernement espagnol à revoir le cadre juridique nouvellement publié, même si une extension des mesures actuelles n'est pas exclue. Notre analyse de la sensibilité aux variations des prix de marché de l'électricité (l'indice est par convention borné à 100 pour la société la plus sensible de notre univers de couverture) met en lumière un niveau de 18% qui positionne le groupe en septième place avec un score environ cinq fois plus faible qu'EDF, le numéro 1. Au global, la variation de 1 € par tonne de CO<sub>2</sub> ou du MWh de gaz, se traduit par un impact favorable de 0.5% sur les BPA.

## Nos estimations demeurent à ce stade inchangée

Nous n'avons pas intégré, à ce stade, les impacts négatifs d'Endesa dans les comptes d'Enel. Nous attendons d'avoir une meilleure visibilité lors de la publication des comptes à fin septembre 2021, qui interviendra le 4 novembre prochain.

## Opinion Surperformance et OC 9.60 € maintenus

En dépit des impacts négatifs qui affectent les activités du groupe en Espagne, à travers sa filiale Endesa, nous maintenons notre recommandation Surperformance et notre objectif de cours à 9.60 € toujours fondé sur la moyenne du DCF (8.60 €, CPMC de 5.09% et taux de croissance à l'infini inchangé de 1.2%) et de l'ANR (10.70 €). Compte tenu du positionnement systémique d'Endesa, nous considérons qu'une révision à la baisse des impacts négatifs n'est pas exclue, d'autant que le gouvernement a réouvert un canal de discussion très récemment. Au cours actuel, Enel affiche une décote de 37.5% par rapport à notre univers d'énergéticiens européens en termes de PE et VE 2021/2023e, supérieure à son niveau historique (14% en moyenne) que le profil actuel ne justifie plus, ni le poids des impacts des nouvelles mesures bien inférieur au recul boursier.

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

**Louis Boujard CFA** (Analyste)  
+33 (0)1 44 51 82 53  
louis.boujard@oddo-bhf.com



**ENEL.MI | ENEL IM**  
**Electricité - Gaz | Italie**

**Surperformance**

Cours actuel 7.13EUR

Upside 34,70%

OC 9.60EUR

DONNEES PAR ACTION (€)	12/16	12/17	12/18	12/19	12/20	12/21e	12/22e	12/23e
BPA corrigé	0,32	0,34	0,39	0,41	0,48	0,54	0,60	0,65
<b>BPA publié</b>	<b>0,25</b>	<b>0,37</b>	<b>0,47</b>	<b>0,21</b>	<b>0,26</b>	<b>0,54</b>	<b>0,60</b>	<b>0,65</b>
Croissance du BPA corrigé	3,9%	7,3%	15,2%	3,1%	17,2%	13,7%	10,2%	8,1%
BPA consensus								
Dividende par action	0,18	0,23	0,28	0,33	0,36	0,40	0,42	0,45
FCF to equity par action	0,32	0,24	0,35	0,65	0,48	0,39	0,46	0,40
Book value par action	3,42	3,42	3,12	2,99	2,79	2,87	2,97	3,10
Nombre d'actions ordinaires fin de période (M)	10 166,68	10 166,68	10 166,68	10 166,68	10 166,68	10 166,68	10 166,68	10 166,68
Nombre d'actions moyen dilué (M)	10 166,68	10 166,68	10 166,68	10 166,68	10 166,68	10 166,68	10 166,68	10 166,68
<b>VALORISATION (M€)</b>	<b>12/16</b>	<b>12/17</b>	<b>12/18</b>	<b>12/19</b>	<b>12/20</b>	<b>12/21e</b>	<b>12/22e</b>	<b>12/23e</b>
Cours le plus haut (€)	4,2	5,6	5,4	7,2	8,6	8,9		
Cours le plus bas (€)	3,4	3,8	4,2	5,1	5,2	6,7		
(*) Cours de référence (€)	3,9	4,8	4,8	6,1	7,4	7,1	7,1	7,1
Capitalisation	39 472	48 338	48 600	61 791	75 577	72 458	72 458	72 458
Endettement net retraité	37 553	37 410	41 089	45 175	45 415	47 955	52 221	55 091
Intérêts minoritaires réévalués	0,0	0,0	19 134	17 438	9 795	9 795	9 795	9 795
Immobilisations financières réévaluées	0,0	0,0	7 868	7 688	6 020	6 020	6 020	6 020
Provisions (y compris réserve)	8 999	8 438	9 680	10 291	9 795	9 795	9 795	9 795
<b>VE</b>	<b>86 024</b>	<b>94 186</b>	<b>110 634</b>	<b>127 007</b>	<b>134 562</b>	<b>133 983</b>	<b>138 249</b>	<b>141 119</b>
<b>P/E (x)</b>	<b>12,2</b>	<b>13,9</b>	<b>12,1</b>	<b>14,9</b>	<b>15,6</b>	<b>13,2</b>	<b>11,9</b>	<b>11,0</b>
P/CF (x)	4,3	4,1	4,1	3,9	4,5	4,3	3,8	4,2
Rendement	4,6%	4,8%	5,9%	5,4%	4,8%	5,6%	5,9%	6,3%
FCF yield	8,2%	5,0%	7,3%	10,8%	6,4%	5,5%	6,5%	5,7%
PBV incl. GW (x)	1,13	1,39	1,53	2,03	2,67	2,48	2,40	2,30
PBV excl. GW (x)	1,86	2,30	2,79	3,83	5,20	4,70	4,41	4,09
VE/CA (x)	1,22	1,26	1,46	1,58	2,07	1,79	1,80	1,81
VE/EBITDA (x)	5,7	6,2	6,9	7,4	7,6	7,1	6,9	6,8
<b>VE/EBIT courant (x)</b>	<b>9,1</b>	<b>10,0</b>	<b>11,4</b>	<b>12,1</b>	<b>12,3</b>	<b>11,3</b>	<b>10,7</b>	<b>10,3</b>
(*) cours moyen jusqu'à n-1 cours actuel à partir de n								
<b>COMPTE DE RESULTAT (M€)</b>	<b>12/16</b>	<b>12/17</b>	<b>12/18</b>	<b>12/19</b>	<b>12/20</b>	<b>12/21e</b>	<b>12/22e</b>	<b>12/23e</b>
CA	70 592	74 639	75 672	80 327	64 985	75 000	76 710	78 138
EBITDA ajusté	15 174	15 257	16 078	17 273	17 590	19 000	20 109	20 875
Dotations aux amortissements	-5 739,0	-5 819,0	-6 335,0	-6 809,0	-6 656,0	-7 180,0	-7 180,0	-7 180,0
<b>EBIT courant</b>	<b>9 435</b>	<b>9 438</b>	<b>9 743</b>	<b>10 464</b>	<b>10 934</b>	<b>11 820</b>	<b>12 929</b>	<b>13 695</b>
EBIT publié	9 435	9 438	9 743	10 464	10 934	11 820	12 929	13 695
Résultat financier	-2 767,0	-2 636,0	-2 370,0	-2 413,0	-2 197,0	-2 210,0	-2 210,0	-2 210,0
Impôt sur les sociétés	-2 135,0	-1 882,0	-1 864,0	-1 960,0	-2 541,0	-2 610,9	-2 911,7	-3 119,9
Mise en équivalence	65	111	81	-88,0	134	60	65	70
Activités cédées ou en cours	-673,0	298	779	-1 961,0	-2 237,0	0,0	0,0	0,0
Intérêts minoritaires	-1 355,0	-1 550,0	-1 580,0	-1 868,0	-1 483,0	-1 550,0	-1 800,0	-1 870,0
RNpg publié	2 570	3 779	4 789	2 174	2 610	5 509	6 072	6 565
<b>RNCpg ajusté</b>	<b>3 243</b>	<b>3 481</b>	<b>4 010</b>	<b>4 135</b>	<b>4 847</b>	<b>5 509</b>	<b>6 072</b>	<b>6 565</b>
<b>BILAN (M€)</b>	<b>12/16</b>	<b>12/17</b>	<b>12/18</b>	<b>12/19</b>	<b>12/20</b>	<b>12/21e</b>	<b>12/22e</b>	<b>12/23e</b>
Survaleurs	13 556	13 746	14 273	14 241	13 779	13 779	13 779	13 779
Autres actifs incorporels	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Immobilisations corporelles	70 781	68 058	76 480	80 475	73 531	76 940	82 212	86 378
BFR	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Immobilisations financières	5 450	5 600	7 868	7 688	6 020	6 020	6 020	6 020
Capitaux propres pg	34 803	34 795	31 720	30 377	28 325	29 194	30 200	31 495
Capitaux propres minoritaires	17 772	17 366	16 132	16 561	9 795	9 795	9 795	9 795
Capitaux propres	52 575	52 161	47 852	46 938	38 120	38 989	39 995	41 290
Provisions	8 999	8 438	9 680	10 291	9 795	9 795	9 795	9 795
<b>Endettement net</b>	<b>37 553</b>	<b>37 410</b>	<b>41 089</b>	<b>45 175</b>	<b>45 415</b>	<b>47 955</b>	<b>52 221</b>	<b>55 091</b>
<b>TABLEAU DE FLUX (M€)</b>	<b>12/16</b>	<b>12/17</b>	<b>12/18</b>	<b>12/19</b>	<b>12/20</b>	<b>12/21e</b>	<b>12/22e</b>	<b>12/23e</b>
<b>EBITDA</b>	<b>15 174,0</b>	<b>15 257,0</b>	<b>16 078,0</b>	<b>17 273,0</b>	<b>17 590,0</b>	<b>19 000,0</b>	<b>20 109,0</b>	<b>20 875,0</b>
Var. BFR	719,0	-1 265,0	153,0	0,0	-1 567,0	0,0	0,0	0,0
Frais financiers & taxes	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Autres flux opérationnels	-6 047,0	-3 428,0	-4 153,0	-1 359,0	-954,0	-2 299,0	-1 218,0	-3 572,0
Operating Cash flow	9 846,0	10 564,0	12 078,0	15 914,0	15 069,0	16 701,0	18 891,0	17 303,0
Capex	-6 598,0	-8 130,0	-8 530,0	-9 259,0	-10 200,0	-12 700,0	-14 200,0	-13 200,0
<b>Free cash-flow</b>	<b>3 248,0</b>	<b>2 434,0</b>	<b>3 548,0</b>	<b>6 655,0</b>	<b>4 869,0</b>	<b>4 001,0</b>	<b>4 691,0</b>	<b>4 103,0</b>
Acquisitions / Cessions	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dividendes	-2 506,0	-2 873,0	-3 444,0	-3 957,0	-4 742,0	-4 639,7	-5 066,7	-5 270,0
Var. Capitaux propres	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Autres	-750,0	582,0	-3 783,0	-6 784,0	-367,0	-1 901,0	-3 891,0	-1 703,0
Var. trésorerie nette	-8,0	143,0	-3 679,0	-4 086,0	-240,0	-2 539,7	-4 266,7	-2 870,0
<b>CROISSANCE MARGES RENTABILITE</b>	<b>12/16</b>	<b>12/17</b>	<b>12/18</b>	<b>12/19</b>	<b>12/20</b>	<b>12/21e</b>	<b>12/22e</b>	<b>12/23e</b>
Croissance du CA publiée	-6,7%	5,7%	1,4%	6,2%	-19,1%	15,4%	2,3%	1,9%
<b>Croissance du CA organique</b>	<b>-</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,0%</b>
Croissance de l'EBIT courant	2,4%	0,0%	3,2%	7,4%	4,5%	8,1%	9,4%	5,9%
Croissance du BPA corrigé	3,9%	7,3%	15,2%	3,1%	17,2%	13,7%	10,2%	8,1%
Marge nette ajustée	4,6%	4,7%	5,3%	5,1%	7,5%	7,3%	7,9%	8,4%
<b>Marge d'EBITDA</b>	<b>21,5%</b>	<b>20,4%</b>	<b>21,2%</b>	<b>21,5%</b>	<b>27,1%</b>	<b>25,3%</b>	<b>26,2%</b>	<b>26,7%</b>
<b>Marge d'EBIT courant</b>	<b>13,4%</b>	<b>12,6%</b>	<b>12,9%</b>	<b>13,0%</b>	<b>16,8%</b>	<b>15,8%</b>	<b>16,9%</b>	<b>17,5%</b>
Capex / CA	-12,5%	-10,9%	-11,3%	-11,5%	-15,7%	-16,9%	-18,5%	-16,9%
BFR / CA	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Taux d'IS apparent	32,0%	27,7%	25,3%	24,3%	29,1%	27,2%	27,2%	27,2%
Taux d'IS normatif	36,0%	36,0%	36,0%	36,0%	36,0%	36,0%	36,0%	36,0%
Rotation de l'actif (CA / Actif Economique) (x)	0,8	0,9	0,9	0,9	0,7	0,8	0,8	0,8
<b>ROCE post-tax (taux d'IS normatif)</b>	<b>7,0%</b>	<b>7,3%</b>	<b>7,2%</b>	<b>7,2%</b>	<b>7,7%</b>	<b>8,5%</b>	<b>8,9%</b>	<b>8,9%</b>
ROCE post-tax hors GW (taux d'IS normatif)	8,3%	8,7%	8,6%	8,5%	9,1%	10,1%	10,4%	10,4%
ROE	9,7%	10,0%	12,1%	13,3%	16,5%	19,2%	20,4%	21,3%
<b>RATIOS D'ENDETTEMENT</b>	<b>12/16</b>	<b>12/17</b>	<b>12/18</b>	<b>12/19</b>	<b>12/20</b>	<b>12/21e</b>	<b>12/22e</b>	<b>12/23e</b>
Gearing	71%	72%	86%	96%	119%	123%	131%	133%
Dette nette / Capitalisation (x)	0,95	0,77	0,85	0,73	0,60	0,66	0,72	0,76
<b>Dette nette / EBITDA (x)</b>	<b>2,47</b>	<b>2,45</b>	<b>2,56</b>	<b>2,62</b>	<b>2,58</b>	<b>2,52</b>	<b>2,60</b>	<b>2,64</b>
EBITDA / frais financiers nets (x)	5,5	5,8	6,8	7,2	8,0	8,6	9,1	9,4

Sources: ODDO BHF Securities, SIX



# ENGIE

TOP PICKS

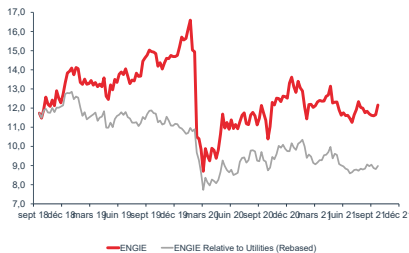
Surperformance → | Objectif 16.0 €

Cours (22/10/2021) : 12.16 € | Potentiel : 32 %

Révision	2021e	2022e
BPA	9,1%	12,2%

## Encéphalogramme trop plat

Lundi 25 Octobre 2021



Données produit			
GSZ FP   ENGIE.PA			
Capitalisation boursière (M€)	29 618		
VE (M€)	82 610		
Extrêmes 12 mois (€)	10,27	-	13,85
Flottant (%)	64,1		
Performance (%)	1m	3m	12m
Performance absolue	4,6	7,5	8,5
Perf. rel. Indice Pays	2,7	4,0	-17,2
Perf. rel. Utilities	2,0	6,2	0,0
Comptes	12/21e	12/22e	12/23e
CA (M€)	59 205	47 943	49 092
EBITDA (M€)	10 397	10 547	10 868
EBIT courant (M€)	5 696	5 856	6 237
RNpg (M€)	2 634	2 735	2 972
BPA (€)	1,05	1,09	1,19
DNA (€)	0,70	0,75	0,80
P/E (x)	11,6	11,1	10,2
P/B (x)	1,0	1,0	0,9
Rendement (%)	5,8	6,2	6,6
FCF yield (%)	16,8	29,7	11,0
VE/CA (x)	1,4	1,6	1,6
VE/EBITDA (x)	7,9	7,5	7,4
VE/EBIT courant (x)	14,5	13,4	12,9
Gearing (%)	61	58	60
Dette nette/EBITDA (x)	2,0	2,0	2,0

### Next Events

10/11/2021 Q3 Results

## 18 mois déjà

Sur les 12 derniers mois Engie a enregistré une performance de -5% vs -1% pour l'indice DJ Stoxx Utilities. La comparaison n'est pas plus flatteuse YTD avec une performance de -8% pour Engie vs -6% pour l'indice. Engie se traite avec une décote de 30% sur son indice de référence en termes de PE depuis avril 2020 c'est-à-dire au moment du décrochage des indices à la suite de l'épidémie de COVID-19. Avant cette date la décote était plus proche de 10% mais depuis aucune annonce faite par le groupe n'a été en mesure de la réduire alors même qu'elle nous semble très difficile à justifier d'un point de vue fondamental.

## Et pendant ce temps-là : un plan de cessions sans accroc...

Le groupe s'est engagé dans un processus de simplification qui passe notamment par un programme de cession d'actifs de 9 à 10 Md€ pour lesquels les niveaux de valorisation obtenus par Engie ont été très au-dessus des attentes initiales. Pourtant, aucune des 3 opérations emblématiques des derniers mois en matière de M&A n'ont perturbé la décote d'Engie. En ce qui concerne la cession de la participation dans Suez, l'opération s'est réalisée sur un prix pratiquement deux fois plus élevé que la valeur de marché de Suez au démarrage des négociations à 20.5 € par action contre 10.4 € au moment de l'annonce par Engie de la mise en vente de sa participation en juillet 2020. Les 10% de GRT Gaz ont été cédés avec une prime de 50% sur la BAR (alors que le consensus de marché valorise cet actif sans prime). Enfin Equans semble converger vers le haut de la fourchette de prix à 6 Md€ soit 15x l'EBIT quand les multiples du secteur sont à 10x l'EBIT. Au final c'est entre 3 et 4 Md€ (environ 1.5 € par action Engie) de plus-value par rapport aux anticipations de valorisation de juillet 2020 qui n'ont pas été valorisés par le marché jusqu'à présent.

## ... une performance opérationnelle au-dessus des attentes...

Après le S1 2021 le groupe a été en mesure de relever ses objectifs 2021 de 300 M€ au niveau de l'EBITDA et de l'EBIT (à 10.2-10.6 Md€ et 5.5-5.9 Md€ respectivement) et de 200 M€ au niveau du RNRpg à 2.5-2.7 Md€. L'exercice est caractérisé par un retour à la normale dans les activités de Clients solutions et fourniture d'énergie ainsi qu'une progression des activités d'infrastructures portées par le programme d'investissement au Brésil. Par ailleurs, l'amélioration de la disponibilité du parc nucléaire dans un contexte de prix plus favorable a également permis à cette division de revenir à l'équilibre.

## ... une perspective 2023 attrayante...

Les conditions de marché deviennent porteuses pour Engie. Bien qu'en termes de sensibilité aux prix de marché, Engie ne pointe qu'en milieu de tableau, le groupe profite grâce à ses actifs hydroélectriques au Brésil et en France ainsi qu'à ses centrales nucléaires en Belgique des bonnes conditions de prix de marché pour ses performances de moyen terme. Ainsi nous avons relevé nos estimations 2023 de 10% avec un BPA attendu à 1.19 € soit légèrement au-dessus du haut de la guidance (c. 1.15 €).

## Opinion Surperformance et OC maintenus à 16.0 €

Engie reste aujourd'hui une valeur fortement décotée qui offre pourtant des perspectives de croissance comprise entre 5 et 10% sur les BPA avec une forte visibilité sur les cash-flows. Le plan d'investissement qui permettra d'accompagner la transition énergétique nous semble mal pris en compte par le marché. Le titre fait partie de notre liste de Convictions largecap.

Louis Boujard CFA (Analyste)  
+33 (0)1 44 51 82 53  
louis.boujard@oddo-bhf.com

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



## Sommes des parties à 16.0 € par action

### Somme des parties

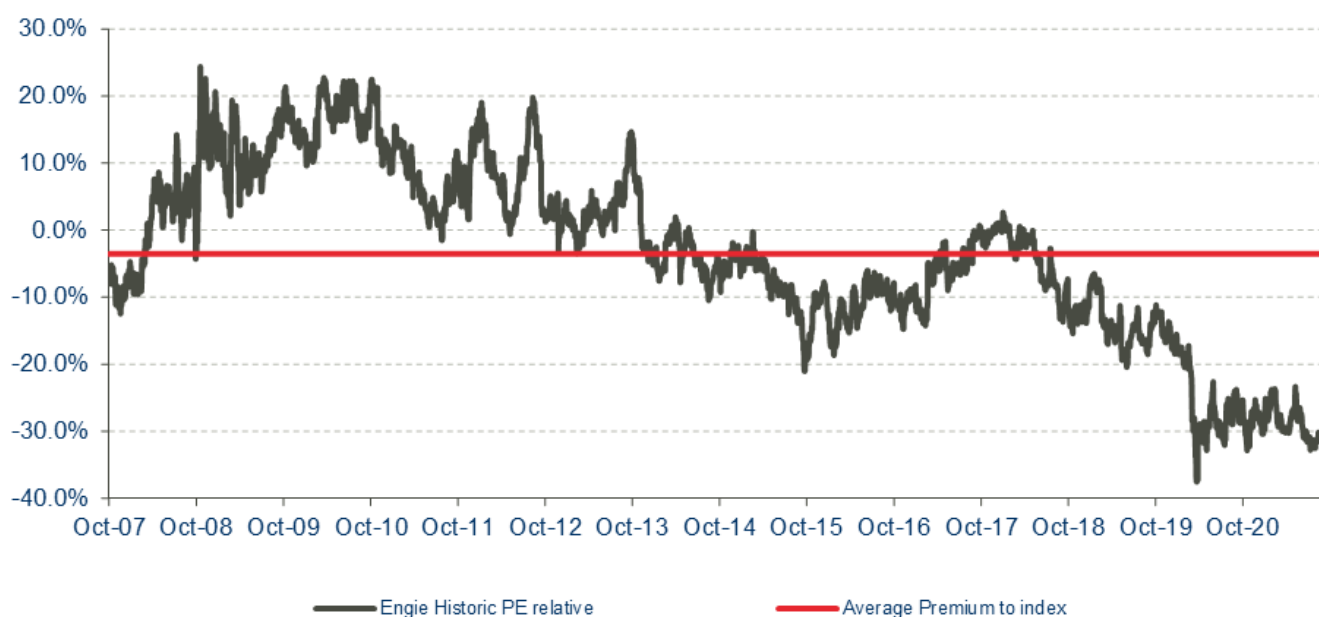
Sum of Parts (DCF)	€ m	EV	Implied EV/EBITDA 22	Comments
France Ex Infra	21 015	22.3%	11.7x	Based on DCF WACC of 5.4 %
France Infrastructure	29 764	31.6%	8.7x	Based on DCF WACC of 4.3 %
Rest of Europe	16 507	17.5%	6.7x	Based on DCF WACC of 5.8 %
LATAM	24 430	25.9%	11.8x	Based on DCF WACC of 6.2 %
Amerique du Nord	2 952	3.1%	12.7x	Based on DCF WACC of 5.7 %
Middle East Asia Australia	7 156	7.6%	13.0x	Based on DCF WACC of 7.8 %
Others	-7 626	-8.1%	na	Based on DCF WACC of 7.1 %
<b>Total EV by geography</b>	<b>94 198</b>	<b>100.0%</b>	<b>9.1x</b>	
Client Solution	12 081	12.8%	7.2x	Based on DCF WACC of 5.9 %
Infrastructure	36 723	39.0%	9.1x	Based on DCF WACC of 4.4 %
Renewable	27 079	28.7%	16.5x	Based on DCF WACC of 5.5 %
Thermal	7 879	8.4%	5.6x	Based on DCF WACC of 7.6 %
Supply	6 463	6.9%	7.2x	Based on DCF WACC of 6.1 %
Nuclear	922	1.0%	1.4x	Based on DCF WACC of 7 %
Others	-6 608	-7.0%	na	Based on DCF WACC of 7.1 %
Equity method consolidation	9 659	10.3%	na	Based on average PE22 multiple of 14x
<b>Total EV by Business line</b>	<b>94 198</b>	<b>100.0%</b>	<b>9.1x</b>	
New RES & Infra	2 838			Based on DCF with an IRR of WACC + 1.1 %
Net debt	-20 672			Estimated YE22
Liabilities assimilated to Debt	-25 410			Estimated YE22
Minority Interest	-8 935			Based on 2022 Pe multiple of 14x
Hybrid	-3 631			Estimated YE22
<b>Equity Value based on SOP</b>	<b>38 389</b>			
# shares (m)	2 396.1			
<b>Fair Value</b>	<b>16.00 €</b>			

Sources: Société, ODDO BHF Securities

Sur les 15 dernières années la décote d'Engie par rapport à son indice de référence a été de 4% mais après le début du choc COVID-19 d'avril 2020 celle-ci s'est installée autour de 30%. La simplification du groupe et des perspectives de croissance de résultats favorables n'ont pas été des arguments suffisants pour redonner une dynamique positive à la valeur à ce stade.

## La décote au plus haut

### La décote sur le PE relatif n'a jamais été aussi élevée



Sources : Bloomberg, ODDO BHF Securities





## ODDO BHF vs consensus

Sur 2021 nos estimations se situent 2% au-dessus du consensus pour l'EBITDA et l'EBIT et environ 1.5% pour le BPA. Sur 2022, nos estimations sont plus en ligne avec le consensus alors que nous tenons compte de la cession d'Equans dès le 1<sup>er</sup> janvier 2022 et qu'une partie du consensus conserve la contribution d'Equans sur l'année. A partir de 2023 nos estimations sont de nouveau légèrement supérieures au consensus (+3.4% sur l'EBIT) et sont d'ailleurs légèrement au-dessus du haut de la guidance du groupe sur le NRI à 2 972 M€ contre 2 900 M€ (+3%) en raison d'hypothèses de prix de marché plus favorables.

### ODDO BHF vs Consensus (2021-23)

€ m	2021e			2022e			2023e		
	ODDO BHF	Cs	Diff.	ODDO BHF	Cs	Diff.	ODDO BHF	Cs	Diff.
EBITDA	10 397	10 173	2.2%	10 547	10 535	0.1%	10 868	10 665	1.9%
EBIT	5 696	5 570	2.3%	5 856	5 857	0.0%	6 237	6 029	3.4%
EPS (€)	1.05	1.03	1.5%	1.09	1.13	-3.4%	1.19	1.19	0.2%
DPS (€)	0.70	0.74	-5.4%	0.75	0.78	-3.8%	0.80	0.81	-1.2%

Sources : ODDO BHF Securities , société, FactSet

## Sensibilité aux prix de marché

La sensibilité au prix de marché n'est pas le point fort d'Engie d'autant plus que celle-ci va diminuer fortement après 2025 avec l'arrêt des centrales nucléaires Belges.

### Sensibilité aux prix de marché

	Hard coal	Outright Power	Lignite	Natural Gas	Total
Production Volume in Europe (TWh) sold at market price	0.3	54.5	0.0	45.1	100
EPS sensitivity for 1 €/t CO <sub>2</sub> variation					0.7%
EPS sensitivity for 1 €/MWh gas variation					1.2%
Combined EPS sensitivity					1.9%

Sources: Société, ODDO BHF Securities


**ENGIE.PA | GSZ FP**  
**Electricité - Gaz | France**
**Surperformance**

Cours actuel 12.16EUR

Upside 31,56%

OC 16.00EUR

Données par action (€)	12/16	12/17	12/18	12/19	12/20	12/21e	12/22e	12/23e
BPA corrigé	0,99	1,06	0,96	1,07	0,66	1,05	1,09	1,19
<b>BPA publié</b>	<b>-0,17</b>	<b>0,59</b>	<b>0,43</b>	<b>0,41</b>	<b>-0,64</b>	<b>1,10</b>	<b>1,14</b>	<b>1,24</b>
Croissance du BPA corrigé	-5,6%	7,7%	-9,6%	11,5%	-38,2%	58,8%	4,0%	9,1%
BPA consensus								
Dividende par action	0,70	0,70	0,75	0,00	0,53	0,70	0,75	0,80
FCF to equity par action	1,73	1,51	0,75	0,75	1,10	2,05	3,61	1,33
Book value par action	16,54	15,30	14,84	13,81	12,08	12,26	12,66	13,05
Nombre d'actions ordinaires fin de période (M)	2 435,29	2 435,29	2 435,29	2 435,29	2 435,29	2 435,29	2 435,29	2 435,29
Nombre d'actions moyen dilué (M)	2 392,72	2 395,14	2 396,13	2 396,13	2 396,13	2 396,13	2 396,13	2 396,13
<b>VALORISATION (M€)</b>	<b>12/16</b>	<b>12/17</b>	<b>12/18</b>	<b>12/19</b>	<b>12/20</b>	<b>12/21e</b>	<b>12/22e</b>	<b>12/23e</b>
Cours le plus haut (€)	15,8	14,9	14,8	15,1	16,6	13,8		
Cours le plus bas (€)	11,3	10,9	11,4	12,5	8,7	11,1		
(*) Cours de référence (€)	13,7	13,5	13,2	13,8	12,0	12,2	12,2	12,2
Capitalisation	33 362	32 758	32 123	33 583	29 145	29 618	29 618	29 618
Endettement net retraité	28 438	26 179	24 733	29 545	26 087	24 770	24 303	25 632
Intérêts minoritaires réévalués	11 410	8 330	9 296	9 016	8 289	8 726	8 935	9 120
Immobilisations financières réévaluées	12 121	7 754	7 084	8 022	9 688	9 254	9 659	9 684
Provisions (y compris réserve)	22 209	21 768	21 814	25 115	27 073	28 750	25 410	26 019
<b>VE</b>	<b>83 298</b>	<b>81 281</b>	<b>80 882</b>	<b>89 237</b>	<b>80 905</b>	<b>82 610</b>	<b>78 606</b>	<b>80 705</b>
<b>P/E (x)</b>	<b>13,9</b>	<b>12,7</b>	<b>13,7</b>	<b>12,9</b>	<b>18,1</b>	<b>11,6</b>	<b>11,1</b>	<b>10,2</b>
P/CF (x)	3,7	4,0	4,1	3,6	3,5	2,8	2,7	2,7
Rendement	5,1%	5,2%	5,7%	0,0%	4,4%	5,8%	6,2%	6,6%
FCF yield	12,6%	11,2%	5,7%	5,4%	16,8%	29,7%	11,0%	
PBV incl. GW (x)	0,83	0,88	0,89	1,00	0,99	0,99	0,96	0,93
PBV excl. GW (x)	1,34	1,48	1,57	1,96	1,87	1,85	1,75	1,66
VE/CA (x)	1,25	1,25	1,42	1,49	1,45	1,40	1,64	1,64
VE/EBITDA (x)	7,8	8,7	8,3	8,6	8,7	7,9	7,5	7,4
<b>VE/EBIT courant (x)</b>	<b>13,5</b>	<b>15,4</b>	<b>15,7</b>	<b>15,6</b>	<b>17,7</b>	<b>14,5</b>	<b>13,4</b>	<b>12,9</b>
(*) cours moyen jusqu'à n-1 cours actuel à partir de n								
<b>COMPTE DE RESULTAT (M€)</b>	<b>12/16</b>	<b>12/17</b>	<b>12/18</b>	<b>12/19</b>	<b>12/20</b>	<b>12/21e</b>	<b>12/22e</b>	<b>12/23e</b>
CA	66 639	65 029	56 967	60 058	55 751	59 205	47 943	49 092
EBITDA ajusté	10 690	9 316	9 702	10 366	9 276	10 397	10 547	10 868
Dotations aux amortissements	-4 519,0	-4 043,0	-4 548,0	-4 640,0	-4 697,0	-4 700,6	-4 690,5	-4 631,2
<b>EBIT courant</b>	<b>6 171</b>	<b>5 273</b>	<b>5 154</b>	<b>5 726</b>	<b>4 579</b>	<b>5 696</b>	<b>5 856</b>	<b>6 237</b>
EBIT publié	2 451	2 819	2 673	3 676	1 501	5 696	5 856	6 237
Résultat financier	-1 380,0	-1 295,0	-1 381,0	-1 387,0	-1 679,0	-1 569,3	-1 609,0	-1 654,0
Impôt sur les sociétés	-909,0	425	-702,0	-640,0	-715,0	-901,2	-889,3	-972,7
Mise en équivalence	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Activités cédées ou en cours	0,0	290	1 033	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Intérêts minoritaires	-579,0	-815,0	-595,0	-664,0	-644,0	-592,1	-623,3	-638,2
RNpg publié	-417,0	1 424	1 028	985	-1 537,0	2 634	2 735	2 972
<b>RNCpg ajusté</b>	<b>2 477</b>	<b>2 662</b>	<b>2 419</b>	<b>2 683</b>	<b>1 703</b>	<b>2 634</b>	<b>2 735</b>	<b>2 972</b>
<b>BILAN (M€)</b>	<b>12/16</b>	<b>12/17</b>	<b>12/18</b>	<b>12/19</b>	<b>12/20</b>	<b>12/21e</b>	<b>12/22e</b>	<b>12/23e</b>
Survaleurs	17 372	17 285	17 809	18 665	15 943	15 943	15 943	15 943
Autres actifs incorporels	6 639	6 504	6 718	7 038	7 196	7 196	7 196	7 196
Immobilisations corporelles	57 739	51 024	48 917	51 958	49 889	50 951	49 014	52 024
BFR	2 820	1 027	2 092	2 567	2 312	2 374	1 775	1 786
Immobilisations financières	14 669	16 273	13 737	13 469	12 460	12 515	12 337	12 355
Capitaux propres pg	39 578	36 639	35 551	33 087	28 945	29 378	30 335	31 272
Capitaux propres minoritaires	5 870	5 938	5 391	4 950	4 911	5 022	5 053	5 102
Capitaux propres	45 448	42 577	40 942	38 037	33 856	34 400	35 388	36 374
Provisions	28 984	26 988	27 229	29 746	31 488	33 439	30 204	30 928
<b>Endettement net</b>	<b>24 807</b>	<b>22 548</b>	<b>21 102</b>	<b>25 914</b>	<b>22 456</b>	<b>21 139</b>	<b>20 672</b>	<b>22 001</b>
<b>TABLEAU DE FLUX (M€)</b>	<b>12/16</b>	<b>12/17</b>	<b>12/18</b>	<b>12/19</b>	<b>12/20</b>	<b>12/21e</b>	<b>12/22e</b>	<b>12/23e</b>
<b>EBITDA</b>	<b>10 690,0</b>	<b>9 316,0</b>	<b>9 702,0</b>	<b>10 366,0</b>	<b>9 276,0</b>	<b>10 397,1</b>	<b>10 546,6</b>	<b>10 867,7</b>
Var. BFR	1 369,0	1 251,0	149,0	-1 110,0	-600,0	74,4	663,1	46,9
Frais financiers & taxes	-2 121,0	-1 539,0	-1 405,0	-1 273,0	-1 211,0	-1 451,5	-1 414,8	-1 729,9
Autres flux opérationnels	235,0	282,0	-572,0	193,0	123,0	1 601,2	1 565,5	1 603,9
Operating Cash flow	10 173,0	9 310,0	7 874,0	8 176,0	7 588,0	10 621,2	11 360,4	10 788,2
Capex	-6 028,0	-5 689,0	-6 088,0	-6 390,0	-4 961,0	-5 718,6	-2 705,5	-7 594,2
<b>Free cash-flow</b>	<b>4 145,0</b>	<b>3 621,0</b>	<b>1 786,0</b>	<b>1 786,0</b>	<b>2 627,0</b>	<b>4 902,6</b>	<b>8 654,9</b>	<b>3 194,0</b>
Acquisitions / Cessions	2 198,0	1 630,0	1 449,0	-367,0	1 212,0	-1 333,0	-1 333,0	-1 333,0
Dividendes	-3 156,9	-2 482,3	-2 659,0	-2 522,0	-622,0	-1 802,8	-2 238,2	-2 371,5
Var. Capitaux propres	41,0	121,0	2 424,0	94,0	204,0	0,0	0,0	0,0
Autres	-482,1	466,3	-99,0	-3 366,0	333,0	-450,2	-4 616,4	-818,7
Var. trésorerie nette	2 920,0	2 259,0	1 446,0	-4 812,0	3 458,0	1 316,6	467,3	-1 329,2
<b>CROISSANCE MARGES RENTABILITE</b>	<b>12/16</b>	<b>12/17</b>	<b>12/18</b>	<b>12/19</b>	<b>12/20</b>	<b>12/21e</b>	<b>12/22e</b>	<b>12/23e</b>
Croissance du CA publiée	-4,6%	-2,4%	-12,4%	5,4%	-7,2%	6,2%	-19,0%	2,4%
<b>Croissance du CA organique</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,0%</b>
Croissance de l'EBIT courant	-2,5%	-14,6%	-2,3%	11,1%	-20,0%	24,4%	2,8%	6,5%
Croissance du BPA corrigé	-5,6%	7,7%	-9,6%	11,5%	-38,2%	58,8%	4,0%	9,1%
Marge nette ajustée	3,7%	4,1%	4,2%	4,5%	3,1%	4,4%	5,7%	6,1%
<b>Marge d'EBITDA</b>	<b>16,0%</b>	<b>14,3%</b>	<b>17,0%</b>	<b>17,3%</b>	<b>16,6%</b>	<b>17,6%</b>	<b>22,0%</b>	<b>22,1%</b>
<b>Marge d'EBIT courant</b>	<b>9,3%</b>	<b>8,1%</b>	<b>9,0%</b>	<b>9,5%</b>	<b>8,2%</b>	<b>9,6%</b>	<b>12,2%</b>	<b>12,7%</b>
Capex / CA	-9,3%	-8,9%	-10,9%	-10,9%	-9,2%	-9,7%	-14,5%	-15,5%
BFR / CA	4,2%	1,6%	3,7%	4,3%	4,1%	4,0%	3,7%	3,6%
Taux d'IS apparent	17,3%	-15,0%	22,7%	15,8%	21,2%	21,8%	20,9%	21,2%
Taux d'IS normatif	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%
Rotation de l'actif (CA / Actif Economique) (x)	0,8	0,8	0,8	0,8	0,7	0,8	0,6	0,7
<b>ROCE post-tax (taux d'IS normatif)</b>	<b>5,4%</b>	<b>4,9%</b>	<b>5,1%</b>	<b>5,5%</b>	<b>4,4%</b>	<b>5,6%</b>	<b>5,8%</b>	<b>6,2%</b>
ROCE post-tax hors GW (taux d'IS normatif)	6,8%	6,3%	6,6%	7,2%	5,7%	7,1%	7,4%	7,9%
ROE	6,0%	7,0%	6,7%	7,8%	5,5%	9,0%	9,2%	9,6%
<b>RATIOS D'ENDETTEMENT</b>	<b>12/16</b>	<b>12/17</b>	<b>12/18</b>	<b>12/19</b>	<b>12/20</b>	<b>12/21e</b>	<b>12/22e</b>	<b>12/23e</b>
Gearing	55%	53%	52%	68%	66%	61%	58%	60%
Dette nette / Capitalisation (x)	0,74	0,69	0,66	0,77	0,77	0,71	0,70	0,74
<b>Dette nette / EBITDA (x)</b>	<b>2,32</b>	<b>2,42</b>	<b>2,18</b>	<b>2,50</b>	<b>2,42</b>	<b>2,03</b>	<b>1,96</b>	<b>2,02</b>
EBITDA / frais financiers nets (x)	7,7	7,2	7,0	7,5	5,5	6,6	6,6	6,6

Sources: ODDO BHF Securities, SIX



# Fortum

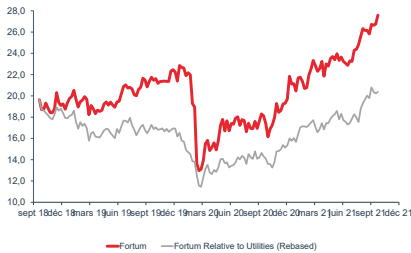
Neutre ↗ | Objectif 25.0 € vs 21.0 € ↗

Cours (22/10/2021) : 27.59 € | Potentiel : -9 %

Révision	2021e	2022e
BPA	9.8%	7.9%

## Une hausse de prix qui se fait attendre

Lundi 25 Octobre 2021



Données produit			
FUM1V FH   FORTUM.HE			
Capitalisation boursière (M€)	24 510		
VE (M€)	36 473		
Extrêmes 12 mois (€)	16,02	-	27,59
Flottant (%)	42,9		
Performance (%)	1m	3m	12m
Performance absolue	6,5	18,9	58,6
Perf. rel. Indice Pays	4,5	15,0	21,1
Perf. rel. Utilities	3,8	17,5	46,2

Comptes	12/21e	12/22e	12/23e
CA (M€)	71 715	71 716	72 136
EBITDA (M€)	3 283	2 967	2 926
EBIT courant (M€)	2 093	1 787	1 760
RNpg (M€)	3 552	1 259	1 222
BPA (€)	1,65	1,42	1,38
DNA (€)	1,14	1,16	1,18
P/E (x)	16,7	19,5	20,1
P/B (x)	1,6	1,6	1,5
Rendement (%)	4,1	4,2	4,3
FCF yield (%)	0,1	4,8	4,5
VE/CA (x)	0,5	0,5	0,5
VE/EBITDA (x)	11,1	12,2	12,5
VE/EBIT courant (x)	17,4	20,3	20,8
Gearing (%)	30	29	29
Dette nette/EBITDA (x)	1,6	1,8	1,9

Next Events	
12/11/2021	Q3 Results

## Une sensibilité au prix de marché difficile à mettre à profit

Selon nos estimations, la sensibilité de Fortum au prix de marché est très honorable à 2.4% sur les BPA pour une hausse de 1 €/t des prix du CO<sub>2</sub> et 1 €/MWh des prix du gaz, hors hedging. Malheureusement, compte tenu de la géographie des actifs de production nucléaire et hydroélectrique de Fortum, cette sensibilité ne peut pas être captée pour le moment. En effet, compte tenu de capacités d'interconnexion saturées entre les pays scandinaves et la plaque continentale, les prix en Europe du Nord évoluent de manière autonome et continuent de refléter le coût de production de l'unité marginale de la région à savoir, la plupart du temps, celui d'une centrale hydroélectrique. Dans ces conditions, le profil de Fortum est prometteur pour le long terme, une fois que les interconnexions permettront aux prix scandinaves de converger vers les prix d'Europe continentale, c'est à dire après 2025, mais pour le moment les conséquences sur le P&L de Fortum restent très faibles. Au S1 2021, le groupe était couvert à 60% à 31 €MMWh en 2022 soit un peu mieux qu'Uniper (couvert à 26 €/MWh) qui a aussi des activités dans la région mais bien loin des niveaux de prix constatés sur le continent. Nos hypothèses de moyen et long terme sur Fortum tiennent compte de la convergence des prix attendue tout au long de la décennie 2020/2030 grâce au développement des interconnexions mais ils ne suffisent pas à relever sensiblement nos estimations à ce stade.

## Prêt pour finaliser l'acquisition d'Uniper

Fortum a confirmé qu'il n'envisageait pas de lancer un DPLTA (Domination and Profit and Loss Transfert agreement) sur Uniper avant la fin de l'année ce qui signifie, selon nous, que la finalisation de l'opération d'intégration n'est pas envisagée avant 2022. Pourtant certains signes pointent vers une prise de participation totale à terme notamment : 1/ Fortum ne s'interdit pas de continuer à acheter des titres Uniper en fonction des conditions de marché, 2/ les autorités russes ont donné leur accord à Fortum pour devenir l'actionnaire majoritaire des activités russes logées dans Unipro (ce qui signifie que Fortum peut détenir 100% d'Uniper) et 3/ Fortum accélère son désendettement avec un programme de cessions représentant 5.2 Md€ sur les 18 derniers mois qui a permis aux agences de notation de retirer la perspective négative sur la note de crédit du groupe. Dans ce contexte, la finalisation de l'intégration complète d'Uniper nous semble davantage être une question de temps que de moyen. Cette situation est positive pour les actionnaires minoritaires d'Uniper (Sous-performance, OC 31.5 €) et se retrouve dans la valorisation de la cible désormais 100% dictée par les hypothèses d'OPA. Elle est moins favorable aux actionnaires de Fortum qui vont consolider un actif que nous jugeons survalorisé d'environ 3.5 Md€ soit l'équivalent de 4 € par action Fortum.

## Opinion relevée à Neutre vs Sous-performance, OC de 25 € vs 21 €

En dépit du risque M&A, le groupe Fortum a démontré au cours des 18 derniers mois qu'il était en mesure de réorienter sa stratégie à travers des cessions très bien valorisées. Il reste encore quelques cessions possibles avec par exemple les activités de Consumer solutions (fourniture d'Energie BtoC) qui ont été mises sous revue stratégique et dont le prix de cession pourrait de nouveau surprendre positivement au-delà des 2Md€ que nous estimons pour cette activité. Notre valorisation de 25 € par action est obtenue selon une approche de DCF par branche. La bonne exécution de la stratégie nous amène à relever notre recommandation à Neutre sur la valeur mais nous jugeons que d'autres sociétés ont des profils mieux adaptés pour créer de la valeur dans le contexte actuel.

Louis Boujard CFA (Analyste)  
+33 (0)1 44 51 82 53  
louis.boujard@oddo-bhf.com

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





## Somme des parties à 25 € par action

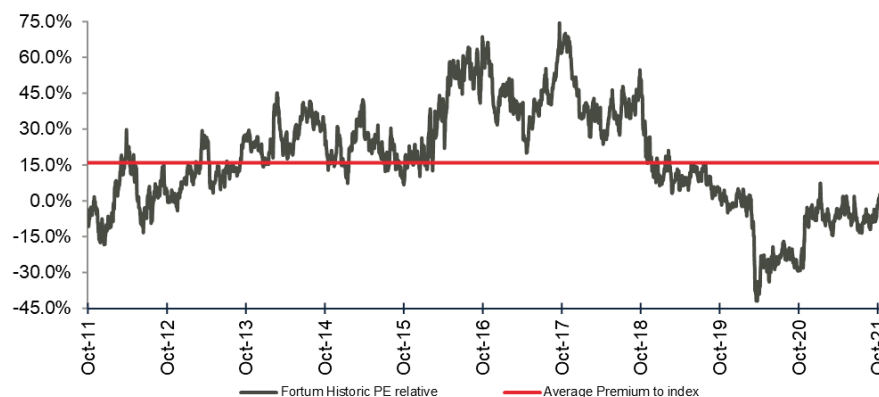
### Somme des parties

€ m	Valuation	% of EV	Implied € m/GW	Comments
Generation	14 699	42.4%	1 688	DCF WACC de 6.8%
City Solutions	2 913	8.4%	Na	DCF WACC de 5.8%
Consumer Solutions	2 008	5.8%	Na	DCF WACC de 6.5%
Russia	1 137	3.3%	334	DCF WACC de 8.9%
Uniper	13 946	40.2%		EV of Uniper excl. speculative premium
Holding	-1 521		Na	DCF WACC de 6.7%
<b>Total EV</b>	<b>33 182</b>	<b>100.0%</b>		
- Net Financial debt	5 372			Estimated BV YE22
- Provisions net of assets in Nuclear Waste Funds	2 762			Estimated BV YE22
<b>= Adjusted Economic Net debt</b>	<b>8 134</b>			<b>Estimated BV YE22</b>
- Other provisions	344			Estimated BV YE22
- Minority Interest	2 555			Market multiples (14x avg P/E)
+ Equity method consolidation	1 082			Market multiples (14x avg P/E)
- Share of double counting OSK 3 in Generation and Uniper segment	1 030			Restatement of 54.5% of OSK 3 value already in Uniper
<b>Equity Value based on SOTP</b>	<b>22 201</b>			
# shares (m)	888.4			
<b>SOTP</b>	<b>25.00 €</b>			

Sources : Société, ODDO BHF Securities

## Une valorisation en ligne avec le secteur

### Le PE relatif vs secteur n'affiche plus de décote



Sources : Bloomberg, ODDO BHF Securities

Après une longue période (2012/2019) pendant laquelle Fortum s'est traité avec une prime par rapport à son indice de référence, le titre a affiché une décote par rapport à son secteur sur les deux dernières années. En dépit de l'opération d'intégration d'Uniper, jamais propice à une extension des multiples pour l'acquéreur, Fortum a désormais retrouvé des multiples en ligne avec la moyenne du secteur grâce à une bonne exécution de sa réorientation stratégique. Sur le graphique ci-dessus nous voyons que Fortum est valorisé avec un niveau de prime moyenne historique de 15%. Nous pensons qu'il sera difficile à Fortum de revenir à ces niveaux à court terme car la finalisation de l'intégration d'Uniper devrait se traduire par une baisse des multiples en 2022 laissant peu de place à une progression des multiples au-delà des niveaux actuels.



## ODDO BHF vs consensus

Nos estimations sont plus ou moins en ligne avec le consensus au niveau de l'EBIT (sur la période 2022-23) et des dividendes. Sur 2021, nos estimations sont légèrement supérieures au consensus Vara, avec un EBITDA comparable (incl. associates) attendu à 3 417 M€ (contre consensus à 3 235 M€) et un EBIT comparable (incl. associates) à 2 227 M€ (contre consensus à 2 008 M€). Nous pensons que le consensus n'a pas encore intégré le relèvement de guidance d'Uniper sur 2021 de la semaine dernière. En ce qui concerne les prévisions sur la période 2022-2023, nos estimations se situent légèrement au-dessous du consensus, notamment au niveau de l'EBITDA comparable et du résultat net. Sur les BPA nous sommes légèrement plus prudents que le consensus.

### ODDO BHF vs consensus Vara (2021/2023)

€ m	2021e			2022e			2023e		
	ODDO BHF	Cs	Diff.	ODDO BHF	Cs	Diff.	ODDO BHF	Cs	Diff.
Comparable EBITDA incl. associates	3417	3235	6%	3045	3097	-2%	3004	3083	-3%
Comparable EBIT incl associates	2227	2008	11%	1864	1863	0%	1838	1818	1%
Operating profit	4733	3936	20%	1787	1863.9	-4%	1760	1818	-3%
Profit for the year after minorities	3552	3747	-5%	1259	1382	-9%	1221	1396	-13%
EPS reported (€)	4.00	4.24	-6%	1.42	1.54	-8%	1.37	1.54	-11%
Comparable EPS (€)	1.65	1.71	-3%	1.42	1.54	-8%	1.37	1.54	-11%
DPS (€)	1.14	1.14	0%	1.16	1.15	1%	1.18	1.17	1%

Sources : ODDO BHF Securities , Vara

## Sensibilité au prix de marché hors hedging

### Sensibilité aux prix de marché (Fortum including Uniper)

	Hard coal	Outright Power	Lignite	Natural Gas	Total
Production Volume in Eope (TWh) sold at market price	11.3	68.6	2.1	15.8	98
EPS sensitivity for 1 €/t CO <sub>2</sub> variation					0.6%
EPS sensitivity for 1 €/MWh gas variation					1.8%
Combined EPS sensitivity					2.4%

Source : ODDO BHF Securities



**FORTUM.HE | FUM1V FH**  
**Electricité - Gaz | Finlande**

Neutre

Cours actuel 27.59EUR

Upside -9.39%

OC 25.00EUR

DONNEES PAR ACTION (€)	12/16	12/17	12/18	12/19	12/20	12/21e	12/22e	12/23e
BPA corrigé	0.58	0.73	0.80	1.74	1.78	1.65	1.42	1.38
<b>BPA publié</b>	<b>0.56</b>	<b>0.97</b>	<b>0.95</b>	<b>1.67</b>	<b>2.05</b>	<b>4.00</b>	<b>1.42</b>	<b>1.38</b>
Croissance du BPA corrigé	-18.3%	26.6%	9.0%	ns	2.3%	-7.2%	-14.2%	-3.0%
BPA consensus								
Dividende par action	0.50	1.10	1.10	1.10	1.12	1.14	1.16	1.18
FCF to equity par action	0.04	0.38	0.30	1.53	1.65	0.02	1.32	1.25
Book value par action	15.15	14.69	13.33	14.61	14.58	17.46	17.74	17.95
Nombre d'actions ordinaires fin de période (M)	888.37	888.37	888.37	888.37	888.37	888.37	888.37	888.37
Nombre d'actions moyen dilué (M)	888.37	888.37	888.37	888.37	888.37	888.37	888.37	888.37
<b>VALORISATION (M€)</b>	<b>12/16</b>	<b>12/17</b>	<b>12/18</b>	<b>12/19</b>	<b>12/20</b>	<b>12/21e</b>	<b>12/22e</b>	<b>12/23e</b>
Cours le plus haut (€)	15.7	18.7	22.8	22.5	23.1	27.6		
Cours le plus bas (€)	11.0	12.8	16.6	18.2	12.3	20.2		
(*) Cours de référence (€)	13.7	15.2	19.5	20.2	17.7	27.6	27.6	27.6
Capitalisation	12 178	13 537	17 359	17 907	15 753	24 510	24 510	24 510
Endettement net retraité	-49.0	988	5 508	5 255	9 785	8 145	8 134	8 207
Intérêts minoritaires réévalués	117	224	210	350	448	3 561	2 555	2 807
Immobilisations financières réévaluées	2 751	2 930	1 459	2 381	2 912	9 189	8 400	8 409
Provisions (y compris réserve)	1 459	1 704	1 626	1 723	9 446	9 446	9 446	9 446
<b>VE</b>	<b>10 954</b>	<b>13 523</b>	<b>23 244</b>	<b>22 854</b>	<b>32 520</b>	<b>36 473</b>	<b>36 245</b>	<b>36 561</b>
<b>P/E (x)</b>	<b>23.6</b>	<b>20.8</b>	<b>24.4</b>	<b>11.6</b>	<b>10.0</b>	<b>16.7</b>	<b>19.5</b>	<b>20.1</b>
P/CF (x)	16.8	14.9	11.8	10.6	6.5	10.5	9.4	9.5
Rendement	3.6%	7.2%	5.6%	5.5%	6.3%	4.1%	4.2%	4.3%
FCF yield	0.3%	2.5%	1.5%	7.6%	9.3%	0.1%	4.8%	4.5%
PBV incl. GW (x)	0.90	1.04	1.47	1.38	1.22	1.58	1.56	1.54
PBV excl. GW (x)	0.93	1.09	1.54	1.45	1.31	1.68	1.65	1.63
VE/CA (x)	3.02	2.99	4.43	4.20	0.66	0.51	0.51	0.51
VE/EBITDA (x)	10.8	10.6	15.3	12.9	13.4	11.1	12.2	12.5
<b>VE/EBIT courant (x)</b>	<b>17.0</b>	<b>16.7</b>	<b>23.6</b>	<b>19.2</b>	<b>24.2</b>	<b>17.4</b>	<b>20.3</b>	<b>20.8</b>
(*) cours moyen jusqu'à n-1 cours actuel à partir de n								
<b>COMPTE DE RESULTAT (M€)</b>	<b>12/16</b>	<b>12/17</b>	<b>12/18</b>	<b>12/19</b>	<b>12/20</b>	<b>12/21e</b>	<b>12/22e</b>	<b>12/23e</b>
CA	3 632	4 520	5 242	5 447	49 016	71 715	71 716	72 136
EBITDA ajusté	1 016	1 276	1 523	1 767	2 434	3 283	2 967	2 926
Dotations aux amortissements	-372.0	-465.0	-536.0	-576.0	-1 090.0	-1 189.7	-1 180.2	-1 165.5
<b>EBIT courant</b>	<b>644</b>	<b>811</b>	<b>987</b>	<b>1 191</b>	<b>1 344</b>	<b>2 093</b>	<b>1 787</b>	<b>1 760</b>
EBIT publié	633	1 153	1 138	1 108	1 599	4 733	1 787	1 761
Résultat financier	-169.0	-195.0	-136.4	-125.0	-56.0	-84.0	-81.7	-81.2
Impôt sur les sociétés	-91.0	-229.0	-181.0	-221.0	-344.0	-976.4	-341.1	-335.8
Mise en équivalence	131	148	38.0	744	656	134	77	78
Activités cédées ou en cours	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Intérêts minoritaires	-8.0	-16.0	-15.0	-25.0	-32.0	-254.4	-182.5	-200.5
RNpg publié	496	861	843	1 481	1 823	3 552	1 259	1 222
<b>RNCpg ajusté</b>	<b>515</b>	<b>652</b>	<b>711</b>	<b>1 545</b>	<b>1 581</b>	<b>1 467</b>	<b>1 259</b>	<b>1 222</b>
<b>BILAN (M€)</b>	<b>12/16</b>	<b>12/17</b>	<b>12/18</b>	<b>12/19</b>	<b>12/20</b>	<b>12/21e</b>	<b>12/22e</b>	<b>12/23e</b>
Survaleurs	353	613	588	612	1 069	1 069	1 069	1 069
Autres actifs incorporels	114	451	498	531	1 739	1 739	1 739	1 739
Immobilisations corporelles	9 930	10 510	9 981	10 123	19 367	18 421	18 677	18 935
BFR	526	272	966	596	1 285	3 352	3 352	3 391
Immobilisations financières	4 209	4 308	7 360	8 518	8 930	8 818	8 818	8 822
Capitaux propres pg	13 459	13 048	11 841	12 983	12 953	15 510	15 757	15 947
Capitaux propres minoritaires	84.0	239	236	252	2 624	2 716	2 737	2 775
Capitaux propres	13 543	13 287	12 077	13 235	15 577	18 227	18 493	18 722
Provisions	1 638	1 879	1 808	1 890	9 790	9 790	9 790	9 790
<b>Endettement net</b>	<b>-49.0</b>	<b>988</b>	<b>5 508</b>	<b>5 255</b>	<b>7 023</b>	<b>5 383</b>	<b>5 372</b>	<b>5 445</b>
<b>TABLEAU DE FLUX (M€)</b>	<b>12/16</b>	<b>12/17</b>	<b>12/18</b>	<b>12/19</b>	<b>12/20</b>	<b>12/21e</b>	<b>12/22e</b>	<b>12/23e</b>
<b>EBITDA</b>	<b>1 016.0</b>	<b>1 276.0</b>	<b>1 523.0</b>	<b>1 767.0</b>	<b>2 434.0</b>	<b>3 283.1</b>	<b>2 967.3</b>	<b>2 925.6</b>
Var. BFR	-102.0	81.0	-670.0	324.0	136.0	-2 067.2	-0.2	-38.2
Frais financiers & taxes	-391.0	-235.0	-242.0	-315.0	-429.0	-1 060.4	-422.8	-416.9
Autres flux opérationnels	98.0	-134.0	193.0	239.0	414.0	106.9	61.8	62.4
Operating Cash flow	621.0	988.0	804.0	2 015.0	2 555.0	262.5	2 606.2	2 532.8
Capex	-589.0	-649.0	-541.0	-660.0	-1 085.0	-243.6	-1 436.4	-1 423.9
<b>Free cash-flow</b>	<b>32.0</b>	<b>339.0</b>	<b>263.0</b>	<b>1 355.0</b>	<b>1 470.0</b>	<b>18.8</b>	<b>1 169.8</b>	<b>1 108.9</b>
Acquisitions / Cessions	-656.0	-231.0	-3 829.0	-54.0	-557.0	0.0	0.0	0.0
Dividendes	-977.0	-977.0	-977.0	-977.0	-1 137.0	-1 157.0	-1 174.8	-1 192.6
Var. Capitaux propres	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Autres	-10.0	-242.0	51.0	-415.0	-1 046.0	2 778.4	15.4	10.5
Var. trésorerie nette	-2 147.0	-1 037.0	-4 520.0	254.0	-1 768.0	1 640.2	10.4	-73.2
<b>CROISSANCE MARGES RENTABILITE</b>	<b>12/16</b>	<b>12/17</b>	<b>12/18</b>	<b>12/19</b>	<b>12/20</b>	<b>12/21e</b>	<b>12/22e</b>	<b>12/23e</b>
Croissance du CA publiée	5.0%	24.4%	16.0%	3.9%	ns	46.3%	0.0%	0.6%
<b>Croissance du CA organique</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>
Croissance de l'EBIT courant	-20.3%	25.9%	21.7%	20.7%	12.8%	55.8%	-14.6%	-1.5%
Croissance du BPA corrigé	-18.3%	26.6%	9.0%	ns	2.3%	-7.2%	-14.2%	-3.0%
Marge nette ajustée	14.2%	14.4%	13.6%	28.4%	3.2%	2.0%	1.8%	1.7%
<b>Marge d'EBITDA</b>	<b>28.0%</b>	<b>28.2%</b>	<b>29.1%</b>	<b>32.4%</b>	<b>5.0%</b>	<b>4.6%</b>	<b>4.1%</b>	<b>4.1%</b>
<b>Marge d'EBIT courant</b>	<b>17.7%</b>	<b>17.9%</b>	<b>18.8%</b>	<b>21.9%</b>	<b>2.7%</b>	<b>2.9%</b>	<b>2.5%</b>	<b>2.4%</b>
Capex / CA	-16.5%	-14.5%	-11.0%	-12.8%	-2.2%	-2.0%	-2.0%	-2.0%
BFR / CA	14.5%	6.0%	18.4%	10.9%	2.6%	4.7%	4.7%	4.7%
Taux d'IS apparent	19.6%	23.9%	18.1%	22.5%	22.3%	21.0%	20.0%	20.0%
Taux d'IS normatif	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%
Rotation de l'actif (CA / Actif Economique) (x)	0.4	0.4	0.4	0.5	2.8	3.0	2.9	2.9
<b>ROCE post-tax (taux d'IS normatif)</b>	<b>5.1%</b>	<b>5.7%</b>	<b>6.6%</b>	<b>8.0%</b>	<b>6.1%</b>	<b>7.0%</b>	<b>5.8%</b>	<b>5.6%</b>
ROCE post-tax hors GW (taux d'IS normatif)	5.3%	6.0%	7.0%	8.4%	6.4%	7.3%	6.0%	5.9%
ROE	3.8%	4.9%	5.7%	12.5%	12.2%	10.3%	8.1%	7.7%
<b>RATIOS D'ENDETTEMENT</b>	<b>12/16</b>	<b>12/17</b>	<b>12/18</b>	<b>12/19</b>	<b>12/20</b>	<b>12/21e</b>	<b>12/22e</b>	<b>12/23e</b>
Gearing	0%	7%	46%	40%	45%	30%	29%	29%
Dette nette / Capitalisation (x)	0.00	0.07	0.32	0.29	0.45	0.22	0.22	0.22
<b>Dette nette / EBITDA (x)</b>	<b>ns</b>	<b>0.77</b>	<b>3.62</b>	<b>2.97</b>	<b>2.89</b>	<b>1.64</b>	<b>1.81</b>	<b>1.86</b>
EBITDA / frais financiers nets (x)	7.3	9.7	13.4	12.7	41.3	37.7	35.0	34.8

Sources: ODDO BHF Securities, SIX



# Iberdrola

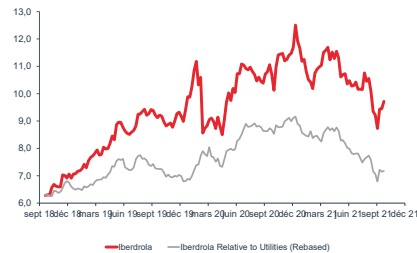
**Surperformance → | Objectif 12.0 €**

Cours (22/10/2021) : 9.72 € | Potentiel : 24 %

Révision	2021e	2022e
BPA	0,0%	0,0%

**Un excellent point d'entrée**

Lundi 25 Octobre 2021



Données produit			
<b>IBE SM   IBE.MC</b>			
Capitalisation boursière (M€)	60 628		
VE (M€)	115 047		
Extrêmes 12 mois (€)	8,64	-	12,51
Flottant (%)	82,1		
Performance (%)	1m	3m	12m
Performance absolue	5,0	-6,3	-9,5
Perf. rel. Indice Pays	3,1	-9,3	-30,9
Perf. rel. Utilities	2,4	-7,4	-16,6
Comptes	12/21e	12/22e	12/23e
CA (M€)	37 360	40 130	41 850
EBITDA (M€)	10 700	11 593	13 605
EBIT courant (M€)	6 250	6 843	8 105
RNpg (M€)	3 660	4 059	4 335
BPA (€)	0,57	0,65	0,69
DNA (€)	0,44	0,48	0,50
P/E (x)	16,9	14,9	14,0
P/B (x)	1,7	1,6	1,6
Rendement (%)	4,5	4,9	5,1
FCF yield (%)	ns	ns	ns
VE/CA (x)	3,1	2,9	2,8
VE/EBITDA (x)	10,8	10,0	8,6
VE/EBIT courant (x)	18,4	16,9	14,5
Gearing (%)	90	89	90
Dette nette/EBITDA (x)	4,1	3,8	3,4

Next Events	
27/10/2021	Earnings Release

## Une ingérence politique espagnole qui a affecté la performance

A partir du 1<sup>er</sup> juin et surtout suite à la publication par le gouvernement espagnol du Décret Royal du 14 septembre 2021, le titre a souffert des mesures d'ingérence politique qui amputent le groupe d'une partie de son EBITDA. Outre les mesures fiscales (baisse de la TVA, réduction ou abandon de taxes incluses dans la facture du client final) communes à tous les pays d'Europe, le gouvernement espagnol, profitant de la particularité de son marché électrique, a mis en place trois séries de mesures qui impactent directement les électriciens. La première, annoncée en juin et qui n'entrera en vigueur qu'au 1<sup>er</sup> janvier 2022, concerne la récupération de rente alimentée par le prix du quota de CO<sub>2</sub> dans le prix de gros de l'électricité. La seconde, annoncée le 14 septembre, concerne la récupération de rente alimentée par le prix du gaz dans le prix de gros de l'électricité. Cette mesure entre en vigueur à la date de promulgation du Décret Royal, soit le 15 septembre et court jusqu'à la fin mars 2022. Enfin, la troisième mesure ne concerne que les quatre grands électriciens espagnols et leur impose la cession à un prix remis de 15 830 GWh de production aux seuls commercialisateurs alternatifs (ce qui exclut de facto leur propre filiale de commercialisation).

## Des contre-mesures d'ores et déjà activées

Nous estimons que les impacts bruts sur les comptes d'Iberdrola seront de l'ordre de 600 M€ en 2021 et de 990 M€ en 2022. Le groupe a d'ores et déjà engagé un processus afin d'atténuer ces décisions politiques par des négociations à tous les niveaux. Sur le plan opérationnel, Iberdrola a déjà pris des mesures pour tenter de compenser ces vents contraires, dont, entre autres, la renégociation de contrats avec certains de ses clients. Iberdrola a confirmé que même si la trajectoire 2030 de transition énergétique espagnole demeure, à ce stade, inchangée, malgré de l'ingérence politique, ce plan pourrait subir un certain retard. L'entreprise pourrait envisager de réévaluer ses investissements sur son marché national en détournant certaines dépenses d'investissement en dehors de l'Espagne. Enfin, la Commission européenne de l'énergie vient juste de communiquer sur une « boîte à outils » commune qui pourrait obliger le gouvernement espagnol à revoir le cadre juridique nouvellement publié, même si une extension des mesures actuelles n'est pas exclue. Notre analyse de la sensibilité aux prix de marché de l'électricité (l'indice est par convention borné à 100% pour la société la plus sensible de notre univers de couverture) met en lumière un niveau de 26% qui positionne le groupe en cinquième place avec un score environ quatre fois plus faible qu'EDF, le numéro 1. Au global, la variation de 1 € par tonne de CO<sub>2</sub> ou du MWh de gaz MWh, se traduit par une variation de 0.7% des BPA.

## Nos estimations 2021 et 2022 ont été ajustées

La participation d'Iberdrola à notre troisième forum valeurs Ibériques le 6 octobre dernier, nous a permis d'apporter des précisions sur les impacts des mesures. Nous avons dès lors pris en compte ces éléments, mais aussi les remèdes mis en place qui permettent d'atténuer l'impact négatif des mesures gouvernementales. Dans ce cadre, en 2021, Iberdrola bénéficie de la rétrocession de la taxe dite « Hydro Canon ». Lors de la publication des comptes du S1 2021, Iberdrola avait enregistré une reprise d'impôt de 265 M€. Un montant complémentaire pourrait être comptabilisé au second semestre. Sur la base de la sensibilité évoquée, nous avons ajusté nos prévisions d'EBITDA 2021 et 2022 à respectivement 10,7 Md€ vs 11,2 Md€ et 11,59 Md€ vs 12,11 Md€. Nos estimations de BPA avaient été abaissées de -7.8% pour 2021 et de -2.1% pour 2022 (intégrant d'autres ajustements en tant que D&A inférieur).

## Opinion Surperformance et OC maintenus

Nous maintenons notre recommandation Surperformance et notre objectif de cours de 12.0 €, sur la base d'une moyenne entre une approche DCF (10,2 €), qui prend en compte les objectifs du plan stratégique 2022, et l'intégration de PNM à cette date, une somme des parties (12,0 €), et une comparaison par les pairs (13,7 €). Malgré le vent contraire espagnol, Iberdrola a délivré un message de confiance basé sur un effort important pour éventuellement atténuer l'intégralité de l'impact négatif des mesures annoncées. Au cours de Bourse actuel, le titre se traite avec une décote de 21,3% par rapport à ses pairs électriciens européens intégrés (vs une prime historique de 21%).

<b>Philippe Ourpatian</b> (Analyste)	<b>Louis Boujard CFA</b> (Analyste)
+33 (0)1 55 35 42 71	+33 (0)1 44 51 82 53
philippe.ourpatian@oddo-bhf.com	louis.boujard@oddo-bhf.com



IBE.MC | IBE SM

Electricité - Gaz | Espagne

Surperformance

Cours actuel 9.72EUR

Upside 23,51%

OC 12.00EUR

DONNEES PAR ACTION (€)	12/16	12/17	12/18	12/19	12/20	12/21e	12/22e	12/23e
BPA corrigé	0,40	0,35	0,47	0,51	0,50	0,57	0,65	0,69
<b>BPA publié</b>	<b>0,43</b>	<b>0,45</b>	<b>0,48</b>	<b>0,55</b>	<b>0,58</b>	<b>0,59</b>	<b>0,65</b>	<b>0,69</b>
Croissance du BPA corrigé	12,1%	-11,9%	34,0%	6,5%	-1,8%	15,7%	13,2%	6,8%
BPA consensus								
Dividende par action	0,31	0,32	0,35	0,40	0,42	0,44	0,48	0,50
FCF to equity par action	0,13	-0,09	0,17	-0,06	0,20	-0,25	-0,14	-0,28
Book value par action	5,88	5,69	5,86	6,04	5,68	5,84	6,05	6,27
Nombre d'actions ordinaires fin de période (M)	6 240,00	6 240,00	6 240,00	6 240,00	6 240,00	6 240,00	6 240,00	6 240,00
Nombre d'actions moyen dilué (M)	6 240,00	6 240,00	6 240,00	6 240,00	6 240,00	6 240,00	6 240,00	6 240,00
VALORISATION (M€)	12/16	12/17	12/18	12/19	12/20	12/21e	12/22e	12/23e
Cours le plus haut (€)	6,5	7,2	7,1	9,5	11,7	12,5		
Cours le plus bas (€)	5,4	5,8	5,8	6,9	8,2	8,6		
(*) Cours de référence (€)	6,0	6,6	6,4	8,4	10,3	9,7	9,7	9,7
Capitalisation	37 472	41 332	40 119	52 550	64 070	60 628	60 628	60 628
Endettement net retraité	29 414	32 856	34 149	37 769	35 142	43 633	44 180	45 850
Intérêts minoritaires réévalués	0,0	7 224	7 395	6 968	11 806	11 806	11 806	11 806
Immobilisations financières réévaluées	0,0	5 014	5 191	7 601	7 435	7 435	7 435	7 435
Provisions (y compris réserve)	5 049	6 114	6 028	6 685	6 415	6 415	6 415	6 415
<b>VE</b>	<b>71 935</b>	<b>82 512</b>	<b>82 500</b>	<b>96 371</b>	<b>109 998</b>	<b>115 047</b>	<b>115 593</b>	<b>117 264</b>
<b>P/E (x)</b>	<b>14,9</b>	<b>18,7</b>	<b>13,5</b>	<b>16,6</b>	<b>20,7</b>	<b>16,9</b>	<b>14,9</b>	<b>14,0</b>
P/CF (x)	6,9	8,2	6,3	7,4	9,4	7,2	6,6	5,9
Rendement	5,2%	4,9%	5,5%	4,7%	4,1%	4,5%	4,9%	5,1%
FCF yield	2,2%	ns	2,7%	ns	2,0%	ns	ns	ns
PBV incl. GW (x)	1,02	1,16	1,10	1,39	1,81	1,66	1,61	1,55
PBV excl. GW (x)	1,34	1,50	1,40	1,78	2,30	2,10	2,01	1,93
VE/CA (x)	2,46	2,64	2,35	2,64	3,32	3,08	2,88	2,80
VE/EBITDA (x)	9,2	11,3	8,8	9,5	11,0	10,8	10,0	8,6
<b>VE/EBIT courant (x)</b>	<b>15,8</b>	<b>21,1</b>	<b>15,2</b>	<b>16,4</b>	<b>19,9</b>	<b>18,4</b>	<b>16,9</b>	<b>14,5</b>
(*) cours moyen jusqu'à n-1 cours actuel à partir de n								
COMPTE DE RESULTAT (M€)	12/16	12/17	12/18	12/19	12/20	12/21e	12/22e	12/23e
CA	29 215	31 263	35 076	36 438	33 145	37 360	40 130	41 850
EBITDA ajusté	7 807	7 319	9 349	10 104	10 010	10 700	11 593	13 605
Dotations aux amortissements	-3 253,7	-3 413,0	-3 909,6	-4 226,7	-4 474,0	-4 450,0	-4 750,0	-5 500,0
<b>EBIT courant</b>	<b>4 554</b>	<b>3 906</b>	<b>5 439</b>	<b>5 877</b>	<b>5 536</b>	<b>6 250</b>	<b>6 843</b>	<b>8 105</b>
EBIT publié	4 602	4 691	5 448	6 080	6 049	6 325	6 843	8 105
Résultat financier	-903,4	-937,1	-1 156,1	-1 300,1	-991,0	-1 100,0	-1 150,0	-1 660,0
Impôt sur les sociétés	-904,6	-591,9	-959,6	-914,0	-1 082,6	-1 100,0	-1 140,0	-1 600,0
Mise en équivalence	48,7	-281,7	4,7	-51,4	-23,9	5,0	10,0	10,0
Activités cédées ou en cours	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Intérêts minoritaires	-137,9	-76,0	-323,3	-408,0	-340,6	-470,0	-504,0	-520,0
RNpg publié	2 705	2 804	3 014	3 406	3 611	3 660	4 059	4 335
<b>RNCpg ajusté</b>	<b>2 532</b>	<b>2 234</b>	<b>3 005</b>	<b>3 204</b>	<b>3 098</b>	<b>3 585</b>	<b>4 059</b>	<b>4 335</b>
BILAN (M€)	12/16	12/17	12/18	12/19	12/20	12/21e	12/22e	12/23e
Survaleurs	8 711	7 932	7 838	8 153	7 613	7 613	7 613	7 613
Autres actifs incorporels	11 223	13 216	13 162	12 215	10 609	10 609	10 609	10 609
Immobilisations corporelles	64 296	64 506	66 538	71 288	71 859	81 349	82 709	85 679
BFR	-20 828,1	-15 186,2	-17 267,3	-19 710,8	-18 849,8	-18 810,0	-18 310,0	-18 270,0
Immobilisations financières	11 749	11 235	12 157	17 155	17 545	17 545	17 545	17 545
Capitaux propres pg	36 691	35 509	36 582	37 678	35 413	36 452	37 766	39 105
Capitaux propres minoritaires	3 997	7 224	5 669	6 968	11 806	11 806	11 806	11 806
Capitaux propres	40 688	42 733	42 251	44 646	47 219	48 258	49 572	50 911
Provisions	5 049	6 114	6 028	6 685	6 415	6 415	6 415	6 415
<b>Endettement net</b>	<b>29 414</b>	<b>32 856</b>	<b>34 149</b>	<b>37 769</b>	<b>35 142</b>	<b>43 633</b>	<b>44 180</b>	<b>45 850</b>
TABLEAU DE FLUX (M€)	12/16	12/17	12/18	12/19	12/20	12/21e	12/22e	12/23e
<b>EBITDA</b>	<b>7 807,3</b>	<b>7 318,7</b>	<b>9 349,0</b>	<b>10 103,8</b>	<b>10 010,2</b>	<b>10 700,0</b>	<b>11 593,0</b>	<b>13 605,0</b>
Var. BFR	-458,7	0,0	0,0	-232,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Frais financiers & taxes	0,0	0,0	-2 955,6	-3 077,7	-3 112,1	-2 200,0	-2 290,0	-3 260,0
Autres flux opérationnels	-2 373,9	-2 292,0	-4,7	51,4	-46,1	-80,4	-89,9	-94,4
Operating Cash flow	4 974,7	5 026,7	6 388,8	6 845,5	6 852,0	8 419,6	9 213,1	10 250,6
Capex	-4 152,2	-5 581,7	-5 320,4	-7 240,0	-5 586,0	-10 000,0	-10 100,0	-12 000,0
<b>Free cash-flow</b>	<b>822,5</b>	<b>-555,0</b>	<b>1 068,4</b>	<b>-394,5</b>	<b>1 266,0</b>	<b>-1 580,4</b>	<b>-886,9</b>	<b>-1 749,4</b>
Acquisitions / Cessions	0,0	0,0	1 112,9	-599,0	-2 104,0	-5 900,0	1 500,0	1 500,0
Dividendes	-778,6	-936,9	-2 015,5	-2 190,2	-3 057,0	-2 620,8	-2 745,6	-2 995,2
Var. Capitaux propres	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Autres	-1 391,0	-1 950,0	-1 458,4	-436,6	6 522,0	1 610,4	886,0	174,6
Var. trésorerie nette	-1 347,1	-3 441,9	-1 292,7	-3 620,3	2 627,0	-8 490,8	-546,6	-1 670,2
CROISSANCE MARGES RENTABILITE	12/16	12/17	12/18	12/19	12/20	12/21e	12/22e	12/23e
Croissance du CA publiée	-7,0%	7,0%	12,2%	3,9%	-9,0%	12,7%	7,4%	4,3%
<b>Croissance du CA organique</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>
Croissance de l'EBIT courant	12,0%	-14,2%	39,3%	8,0%	-5,8%	12,9%	9,5%	18,4%
Croissance du BPA corrigé	12,1%	-11,9%	34,0%	6,5%	-1,8%	15,7%	13,2%	6,8%
Marge nette ajustée	8,7%	7,1%	8,6%	8,8%	9,3%	9,6%	10,1%	10,4%
<b>Marge d'EBITDA</b>	<b>26,7%</b>	<b>23,4%</b>	<b>26,7%</b>	<b>27,7%</b>	<b>30,2%</b>	<b>28,6%</b>	<b>28,9%</b>	<b>32,5%</b>
<b>Marge d'EBIT courant</b>	<b>15,6%</b>	<b>12,5%</b>	<b>15,5%</b>	<b>16,1%</b>	<b>16,7%</b>	<b>16,7%</b>	<b>17,1%</b>	<b>19,4%</b>
Capex / CA	-14,6%	-18,8%	-15,2%	-19,9%	-16,9%	-26,8%	-25,2%	-28,7%
BFR / CA	-71,3%	-48,6%	-49,2%	-54,1%	-56,9%	-50,3%	-45,6%	-43,7%
Taux d'IS apparent	24,5%	15,8%	22,4%	19,1%	21,4%	21,1%	20,0%	24,8%
Taux d'IS normatif	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%
Rotation de l'actif (CA / Actif Economique) (x)	-	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
<b>ROCE post-tax (taux d'IS normatif)</b>	<b>-</b>	<b>4,4%</b>	<b>5,8%</b>	<b>6,2%</b>	<b>5,8%</b>	<b>6,2%</b>	<b>6,3%</b>	<b>7,2%</b>
ROCE post-tax hors GW (taux d'IS normatif)	-	5,0%	6,5%	7,0%	6,5%	6,9%	6,9%	7,9%
ROE	6,9%	6,2%	8,3%	8,6%	8,5%	10,0%	10,9%	11,3%
RATIOS D'ENDETTEMENT	12/16	12/17	12/18	12/19	12/20	12/21e	12/22e	12/23e
Gearing	72%	77%	81%	85%	74%	90%	89%	90%
Dette nette / Capitalisation (x)	0,78	0,79	0,85	0,72	0,55	0,72	0,73	0,76
<b>Dette nette / EBITDA (x)</b>	<b>3,77</b>	<b>4,49</b>	<b>3,65</b>	<b>3,74</b>	<b>3,51</b>	<b>4,08</b>	<b>3,81</b>	<b>3,37</b>
EBITDA / frais financiers nets (x)	8,6	7,8	8,1	7,8	10,1	9,7	10,1	8,2

Sources: ODDO BHF Securities, SIX





# Naturgy

Neutre → | Objectif 23.0 €

Cours (22/10/2021) : 22.03 € | Potentiel : 4 %

Révision	2021e	2022e
BPA	-	-

## Lequel des deux maux, ingérence politique ou nouvel actionnaire ?

Lundi 25 Octobre 2021



Données produit			
GAS SM   NTGY.MC			
Capitalisation boursière (M€)			22 045
VE (M€)			34 260
Extrêmes 12 mois (€)	15,89	-	24,01
Flottant (%)			34,5
Performance (%)	1m	3m	12m
Performance absolue	2,0	-1,9	24,9
Perf. rel. Indice Pays	0,2	-5,1	-4,6
Perf. rel. Utilities	-0,5	-3,0	15,2
Comptes	12/21e	12/22e	12/23e
CA (M€)	16 550	16 995	17 585
EBITDA (M€)	3 962	4 110	4 375
EBIT courant (M€)	2 392	2 500	2 695
RNpg (M€)	1 368	1 182	1 275
BPA (€)	1,13	1,16	1,25
DNA (€)	1,21	1,21	1,21
P/E (x)	19,5	19,0	17,6
P/B (x)	2,7	2,7	2,6
Rendement (%)	5,5	5,5	5,5
FCF yield (%)	5,9	5,1	4,2
VE/CA (x)	2,1	2,1	2,1
VE/EBITDA (x)	8,6	8,7	8,6
VE/EBIT courant (x)	14,3	14,3	13,9
Gearing (%)	102	115	129
Dette nette/EBITDA (x)	2,9	3,2	3,4

Next Events	
03/11/2021	Earnings Release

### Un titre immun à l'ingérence politique en Espagne

En dépit des annonces du 1er juin et de la publication par le gouvernement espagnol du Décret Royal du 14 septembre 2021, le parcours boursier de Naturgy a été peu volatil, et le titre n'a pas souffert des mesures d'ingérence politique, qui amputent, une partie relativement faible de son EBITDA 2021 et 2022. Outre les mesures fiscales (baisse de la TVA, réduction ou abandon de taxes incluses dans la facture du client final) communes à tous les pays d'Europe, le gouvernement espagnol, profitant de la particularité de son marché électrique, a mis en place trois séries de mesures qui impactent directement les électriciens. La première, annoncée en juin et qui n'entrera en vigueur qu'au 1er janvier 2022, concerne la récupération de rente alimentée par le prix du quota de CO<sub>2</sub> dans le prix de gros de l'électricité. La seconde, annoncée le 14 septembre, concerne la récupération de rente alimentée par le prix du gaz dans le prix de gros de l'électricité. Cette mesure entre en vigueur à la date de promulgation du Décret Royal, soit le 15 septembre et court jusqu'à la fin mars 2022. Enfin, la troisième mesure ne concerne que les quatre grands électriciens espagnols et leur impose la cession à un prix remis de 15 830 GWh de production aux seuls commercialisateurs alternatifs (ce qui exclut de facto leur propre filiale de commercialisation).

### Un impact très limité sur 2021 et 2022, mais l'enjeu n'est pas là

Nous estimons que les impacts bruts sur les comptes de Naturgy seront, de l'ordre de 120 M€ en 2021 et de 180 M€ en 2022. Comme ses concurrents plus importants en termes de part de marché dans la génération, Naturgy a d'ores et déjà engagé un processus afin d'atténuer ces décisions politiques par des négociations à tous les niveaux. De son côté, la Commission européenne de l'énergie vient de communiquer sur une « boîte à outils » commune qui pourrait obliger le gouvernement espagnol à revoir le cadre juridique nouvellement publié, même si une extension des mesures actuelles n'est pas exclue. A ce stade, nous n'avons pas intégré les impacts négatifs espagnols dans les comptes de Naturgy. Nous attendrons d'avoir une meilleure visibilité lors de la publication des comptes du T3, qui interviendra le 3 novembre. Notre analyse révèle une sensibilité aux prix du CO<sub>2</sub> et du gaz faible (7% selon notre indice synthétique de sensibilité des fonds propres aux variations des prix de marché de l'électricité, borné à 100%). Au global, la variation de 1 € par tonne de CO<sub>2</sub> ou de MWh de gaz en MWh, se traduit par un impact positif sur les BPA de 0.5%.

### IFM, le nouvel actionnaire avec 10.8% du capital

Le 14 octobre dernier, la Commission nationale des valeurs mobilières espagnole (CNMV) a annoncé que l'offre publique d'achat partielle lancée par IFM Global Infrastructure pour un maximum de 220 millions d'actions de Naturgy (représentant 22.69% de son capital social), a été acceptée pour 105 millions d'actions, représentant 10.83% du capital social de la société. IFM Global Infrastructure a annoncé sa décision de renoncer au seuil minimum d'acceptation auquel elle avait conditionné la validité de l'offre (164.8 millions d'actions représentant 17% du capital social de Naturgy). La question de l'équilibre de la gouvernance entre les actionnaires historiques au premier rang desquels Criteria Caixa et ce nouvel entrant pourrait se poser au cours des prochains mois.

### Opinion Neutre et OC de 23.0 € maintenus

Nous maintenons notre opinion Neutre sur le titre et notre objectif de cours de 23.0 € fondé sur une moyenne entre le DCF (22.3 € avec un CMPC de 7.83%, taux croissance à l'infini inchangé de 1.5%), une somme des parties fondée sur une approche industrielle (26.9 €), une comparaison avec les énergéticiens conventionnels (22.6 €) et Engie comme profil identique (16.7 €) ainsi qu'avec l'ensemble du segment énergéticiens conventionnels et pure players du renouvelable (29.8 €). Notons que la valorisation actuelle présente une prime de 37.6% par rapport à son principal concurrent (Engie) sur la base des multiples moyens de VE et PE 2021/2023e, ce qui nous semble déjà bien prendre en compte l'année 2021 et la perspective stratégique 2025.

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

**Louis Boujard CFA** (Analyste)  
+33 (0)1 44 51 82 53  
louis.boujard@oddo-bhf.com



**NTGY.MC | GAS SM**  
**Electricité - Gaz | Espagne**

Neutre

Upside 4,40%

Cours actuel 22.03EUR

OC 23.00EUR

DONNEES PAR ACTION (€)	12/16	12/17	12/18	12/19	12/20	12/21e	12/22e	12/23e
BPA corrigé	1,12	0,97	1,35	1,37	0,84	1,13	1,16	1,25
<b>BPA publié</b>	<b>1,35</b>	<b>1,36</b>	<b>-2,66</b>	<b>1,40</b>	<b>-0,36</b>	<b>1,41</b>	<b>1,22</b>	<b>1,31</b>
Croissance du BPA corrigé	-21,1%	-13,8%	39,7%	1,6%	-39,0%	34,7%	2,7%	8,3%
BPA consensus								
Dividende par action	1,00	1,00	1,30	1,37	1,44	1,21	1,21	1,21
FCF to equity par action	1,48	0,95	3,60	2,72	2,27	1,29	1,11	0,93
Book value par action	15,21	14,72	10,94	10,54	8,28	8,25	8,26	8,36
Nombre d'actions ordinaires fin de période (M)	1 000,69	1 000,69	1 000,69	1 000,69	969,81	969,81	969,81	969,81
Nombre d'actions moyen dilué (M)	1 000,69	1 000,69	1 000,69	1 000,69	969,81	969,81	969,81	969,81
<b>VALORISATION (M€)</b>	<b>12/16</b>	<b>12/17</b>	<b>12/18</b>	<b>12/19</b>	<b>12/20</b>	<b>12/21e</b>	<b>12/22e</b>	<b>12/23e</b>
Cours le plus haut (€)	19,7	22,4	24,2	27,0	24,6	24,0		
Cours le plus bas (€)	15,1	17,8	17,7	22,4	14,4	18,9		
(*) Cours de référence (€)	17,5	19,7	21,6	24,1	18,1	22,0	22,0	22,0
Capitalisation	17 524	19 715	21 567	24 113	17 573	21 365	21 365	21 365
Endettement net retraité	15 422	15 153	13 667	15 268	13 612	11 637	13 180	14 899
Intérêts minoritaires réévalués	0,0	3 571	3 647	3 425	3 237	3 460	3 460	3 460
Immobilisations financières réévaluées	0,0	3 664	3 749	4 991	3 500	3 500	3 500	3 500
Provisions (y compris réserve)	1 406	1 312	1 422	1 576	1 298	1 298	1 298	1 298
<b>VE</b>	<b>34 353</b>	<b>36 087</b>	<b>36 555</b>	<b>39 391</b>	<b>32 220</b>	<b>34 260</b>	<b>35 803</b>	<b>37 522</b>
<b>P/E (x)</b>	<b>15,6</b>	<b>20,4</b>	<b>16,0</b>	<b>17,6</b>	<b>21,6</b>	<b>19,5</b>	<b>19,0</b>	<b>17,6</b>
<b>P/CF (x)</b>	<b>5,2</b>	<b>7,1</b>	<b>7,0</b>	<b>6,9</b>	<b>6,6</b>	<b>7,5</b>	<b>6,9</b>	<b>6,3</b>
Rendement	5,7%	5,1%	6,0%	5,7%	7,9%	5,5%	5,5%	5,5%
FCF yield	8,4%	4,8%	16,7%	11,3%	12,5%	5,9%	5,1%	4,2%
PBV incl. GW (x)	1,15	1,34	1,97	2,29	2,19	2,67	2,67	2,63
PBV excl. GW (x)	4,07	4,10	6,95	8,50	7,16	8,81	8,78	8,43
VE/CA (x)	1,48	1,55	1,50	1,71	2,10	2,07	2,11	2,13
VE/EBITDA (x)	6,9	8,9	8,3	8,4	8,7	8,6	8,7	8,6
<b>VE/EBIT courant (x)</b>	<b>11,9</b>	<b>16,1</b>	<b>12,9</b>	<b>13,4</b>	<b>15,5</b>	<b>14,3</b>	<b>14,3</b>	<b>13,9</b>
(*) cours moyen jusqu'à n-1 cours actuel à partir de n								
<b>COMPTE DE RESULTAT (M€)</b>	<b>12/16</b>	<b>12/17</b>	<b>12/18</b>	<b>12/19</b>	<b>12/20</b>	<b>12/21e</b>	<b>12/22e</b>	<b>12/23e</b>
CA	23 184	23 306	24 373	23 013	15 345	16 550	16 995	17 585
EBITDA ajusté	4 970	4 041	4 413	4 668	3 714	3 962	4 110	4 375
Dotations aux amortissements	-2 086,0	-1 803,0	-1 581,0	-1 735,0	-1 634,0	-1 570,0	-1 610,0	-1 680,0
<b>EBIT courant</b>	<b>2 884</b>	<b>2 238</b>	<b>2 832</b>	<b>2 933</b>	<b>2 080</b>	<b>2 392</b>	<b>2 500</b>	<b>2 695</b>
EBIT publié	3 050	2 572	-1 235,0	2 933	863	2 608	2 500	2 695
Résultat financier	-825,0	-699,0	-666,0	-604,0	-502,0	-450,0	-450,0	-450,0
Impôt sur les sociétés	-416,0	-190,0	-469,0	-510,0	-374,0	-510,0	-530,0	-570,0
Mise en équivalence	-98,0	14,0	59	48,0	29,0	50	50	50
Activités cédées ou en cours	0,0	0,0	0,0	-31,0	-2,0	0,0	0,0	0,0
Intérêts minoritaires	-364,0	-337,0	-346,0	-435,0	-361,0	-330,0	-388,0	-450,0
RNpg publié	1 347	1 360	-2 657,0	1 401	-347,0	1 368	1 182	1 275
<b>RNCpg ajusté</b>	<b>1 181</b>	<b>1 026</b>	<b>1 410</b>	<b>1 432</b>	<b>870</b>	<b>1 152</b>	<b>1 182</b>	<b>1 275</b>
<b>BILAN (M€)</b>	<b>12/16</b>	<b>12/17</b>	<b>12/18</b>	<b>12/19</b>	<b>12/20</b>	<b>12/21e</b>	<b>12/22e</b>	<b>12/23e</b>
Survaleurs	10 920	9 921	7 845	7 713	5 575	5 575	5 575	5 575
Autres actifs incorporels	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Immobilisations corporelles	18 128	18 599	15 296	15 867	15 639	13 858	15 410	17 230
BFR	2 431	2 586	2 794	2 249	1 461	1 461	1 461	1 461
Immobilisations financières	4 354	3 664	3 749	4 991	3 500	3 500	3 500	3 500
Capitaux propres pg	15 225	14 734	10 948	10 551	8 028	7 999	8 008	8 110
Capitaux propres minoritaires	3 780	3 571	3 647	3 425	3 237	3 460	3 460	3 460
Capitaux propres	19 005	18 305	14 595	13 976	11 265	11 460	11 468	11 570
Provisions	1 406	1 312	1 422	1 576	1 298	1 298	1 298	1 298
<b>Endettement net</b>	<b>15 422</b>	<b>15 153</b>	<b>13 667</b>	<b>15 268</b>	<b>13 612</b>	<b>11 637</b>	<b>13 180</b>	<b>14 899</b>
<b>TABLEAU DE FLUX (M€)</b>	<b>12/16</b>	<b>12/17</b>	<b>12/18</b>	<b>12/19</b>	<b>12/20</b>	<b>12/21e</b>	<b>12/22e</b>	<b>12/23e</b>
<b>EBITDA</b>	<b>4 970,0</b>	<b>4 041,0</b>	<b>4 413,0</b>	<b>4 668,0</b>	<b>3 714,0</b>	<b>3 962,0</b>	<b>4 110,0</b>	<b>4 375,0</b>
Var. BFR	5,0	-155,0	-208,0	545,0	788,0	0,0	0,0	0,0
Frais financiers & taxes	0,0	0,0	-1 135,0	-1 114,0	-876,0	-960,0	-980,0	-1 020,0
Autres flux opérationnels	-1 595,0	-1 273,0	-189,0	-78,0	-194,0	-150,0	-50,0	50,0
Operating Cash flow	3 380,0	2 613,0	2 881,0	4 021,0	3 432,0	2 852,0	3 080,0	3 405,0
Capex	-1 903,0	-1 660,0	723,0	-1 304,0	-1 228,0	-1 600,0	-2 000,0	-2 500,0
<b>Free cash-flow</b>	<b>1 477,0</b>	<b>953,0</b>	<b>3 604,0</b>	<b>2 717,0</b>	<b>2 204,0</b>	<b>1 252,0</b>	<b>1 080,0</b>	<b>905,0</b>
Acquisitions / Cessions	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	2 570,0	-1 000,0	-1 000,0
Dividendes	-992,9	-1 000,7	-2 286,0	-2 314,0	-1 990,0	-1 846,5	-1 623,5	-1 623,5
Var. Capitaux propres	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Autres	-259,0	317,0	168,0	-2 004,0	1 442,0	0,0	0,0	0,0
Var. trésorerie nette	225,1	269,3	1 486,0	-1 601,0	1 656,0	1 975,5	-1 543,5	-1 718,5
<b>CROISSANCE MARGES RENTABILITE</b>	<b>12/16</b>	<b>12/17</b>	<b>12/18</b>	<b>12/19</b>	<b>12/20</b>	<b>12/21e</b>	<b>12/22e</b>	<b>12/23e</b>
Croissance du CA publiée	-10,9%	0,5%	4,6%	-5,6%	-33,3%	7,9%	2,7%	3,5%
<b>Croissance du CA organique</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>
Croissance de l'EBIT courant	-11,4%	-22,4%	26,5%	3,6%	-29,1%	15,0%	4,5%	7,8%
Croissance du BPA corrigé	-21,1%	-13,8%	39,7%	1,6%	-39,0%	34,7%	2,7%	8,3%
Marge nette ajustée	5,1%	4,4%	5,8%	6,2%	5,7%	7,0%	7,0%	7,3%
<b>Marge d'EBITDA</b>	<b>21,4%</b>	<b>17,3%</b>	<b>18,1%</b>	<b>20,3%</b>	<b>24,2%</b>	<b>23,9%</b>	<b>24,2%</b>	<b>24,9%</b>
<b>Marge d'EBIT courant</b>	<b>12,4%</b>	<b>9,6%</b>	<b>11,6%</b>	<b>12,7%</b>	<b>13,6%</b>	<b>14,5%</b>	<b>14,7%</b>	<b>15,3%</b>
Capex / CA	-11,0%	-8,1%	-7,7%	-7,0%	-8,0%	-9,7%	-11,8%	-14,2%
BFR / CA	10,5%	11,1%	11,5%	9,8%	9,5%	8,8%	8,6%	8,3%
Taux d'IS apparent	18,7%	10,1%	-24,7%	21,9%	ns	23,6%	25,9%	25,4%
Taux d'IS normatif	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%
Rotation de l'actif (CA / Actif Economique) (x)	0,7	0,7	0,9	0,9	0,6	0,8	0,8	0,8
<b>ROCE post-tax (taux d'IS normatif)</b>	<b>6,9%</b>	<b>5,4%</b>	<b>7,4%</b>	<b>8,5%</b>	<b>6,4%</b>	<b>8,2%</b>	<b>8,7%</b>	<b>8,7%</b>
ROCE post-tax hors GW (taux d'IS normatif)	10,4%	8,0%	10,8%	12,2%	8,9%	11,1%	11,6%	11,4%
ROE	8,0%	6,8%	11,0%	13,3%	9,4%	14,4%	14,8%	15,8%
<b>RATIOS D'ENDETTEMENT</b>	<b>12/16</b>	<b>12/17</b>	<b>12/18</b>	<b>12/19</b>	<b>12/20</b>	<b>12/21e</b>	<b>12/22e</b>	<b>12/23e</b>
Gearing	81%	83%	94%	109%	121%	102%	115%	129%
Dette nette / Capitalisation (x)	0,88	0,77	0,63	0,63	0,77	0,54	0,62	0,70
<b>Dette nette / EBITDA (x)</b>	<b>3,10</b>	<b>3,75</b>	<b>3,10</b>	<b>3,27</b>	<b>3,67</b>	<b>2,94</b>	<b>3,21</b>	<b>3,41</b>
EBITDA / frais financiers nets (x)	6,0	5,8	6,6	7,7	7,4	8,8	9,1	9,7

Sources: ODDO BHF Securities, SIX



# RWE

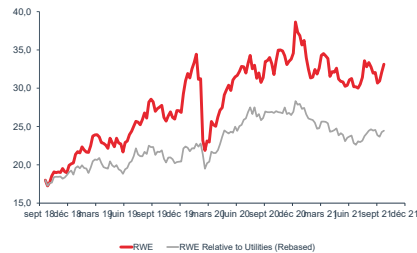
**Surperformance → | Objectif 40.0 € vs 38.0 € ↗**

Cours (22/10/2021) : 33.13 € | Potentiel : 21 %

Révision	2021e	2022e
BPA	8,4%	19,8%

## Les moyens de ses ambitions

Lundi 25 Octobre 2021



Données produit	
RWE GY   RWEG.DE	
Capitalisation boursière (M€)	21 113
VE (M€)	26 785
Extrêmes 12 mois (€)	28,64 - 38,65
Flottant (%)	87,8

Performance (%)	1m	3m	12m
Performance absolue	3,9	11,5	1,4
Perf. rel. Indice Pays	2,0	7,9	-22,6
Perf. rel. Utilities	1,3	10,2	-6,6

Comptes	12/21e	12/22e	12/23e
CA (M€)	15 459	15 564	15 088
EBITDA (M€)	3 257	3 315	2 932
EBIT courant (M€)	1 755	1 780	1 428
RNpg (M€)	1 280	1 247	912
BPA (€)	2,01	1,96	1,43
DNA (€)	0,90	0,95	1,00
P/E (x)	16,5	16,9	23,2
P/B (x)	1,2	1,1	1,1
Rendement (%)	2,7	2,9	3,0
FCF yield (%)	2,6	ns	ns
VE/CA (x)	1,7	1,8	1,9
VE/EBITDA (x)	8,2	8,5	9,7
VE/EBIT courant (x)	15,3	15,7	20,0
Gearing (%)	-34	-29	-26
Dette nette/EBITDA (x)	ns	ns	ns

Next Events	
11/11/2021	Q3 Results

## Le renouvelable n'est pas favorisé en ce moment

Dans le cadre de sa transition énergétique, RWE a connu une revalorisation de ses actifs, favorisant une expansion des multiples. Les activités renouvelables constituent l'essentiel de la valorisation de RWE (84% de l'EV). RWE dispose d'une stratégie renouvelable ambitieuse qui vise à atteindre 13 GW de capacité installée en 2022 (dont 8.7 GW déjà installés) et 20 GW d'ici 2030. L'acquisition du pipeline de Nordex (2.7 GW de capacité potentielle) favorisera une croissance accélérée de la base installée de RWE en énergie renouvelable. Malheureusement, avec la remontée des prix de l'énergie et les risques inflationnistes que cette situation accompagne, l'attention des investisseurs se focalise de plus en plus sur le retour sur investissement des nouveaux projets renouvelables. Pour le moment RWE est confiant sur sa capacité à absorber le coût des matières. Cependant, autant nous pensons que la réaction peut être relativement rapide sur les activités onshore et PV dont les délais de mise en service entre l'obtention du contrat PPA et le début de la construction sont relativement courts, autant les délais dans l'offshore laissent penser qu'une partie des approvisionnements pourraient connaître des hausses de coûts susceptibles d'impacter la rentabilité espérée des projets. Ce risque a été bien identifié par les investisseurs et nous observons, depuis le début de l'année, une contraction des multiples des actifs renouvelables de c.16x l'EBITDA à c. 14x l'EBITDA.

## Pression sur les résultats de court terme

En dépit de prix de marché en forte hausse, les fermetures des centrales à charbon et nucléaires en Allemagne en 2022 et 2023 vont fortement peser sur la génération de cash-flow de la société. L'EBITDA généré par la division Coal & nucléaire devrait se contracter de 855 M€ attendu en 2021 à 96 M€ en 2023. Bien sûr, en parallèle, le renouvelable va monter en puissance mais celui-ci ne pourra pas compenser toute la baisse de cash-flow liée aux fermetures de sites thermiques et nucléaires sur une période aussi courte. D'autant plus qu'une partie substantielle des ventes d'énergie renouvelable vont passer en contrat « merchant » d'ici à 2025 ce qui conduira RWE à vendre une partie de son électricité au prix de marché soit entre 2 et 3 fois plus bas que les tarifs des contrats de Feed in Tarif. Cela devrait générer un manque à gagner estimé à près de 300 M€ d'EBITDA en 2025.

## Des multiples de valorisation en hausse mais toujours attractifs

RWE a longtemps été valorisé avec une décote par rapport au DJ Stoxx Utilities qui pouvait s'élever jusqu'à 40% (en termes de PE). Après la décision d'enclencher la transition énergétique et d'accélérer sur le renouvelable à partir de 2017, la décote s'est effacée pour devenir une prime de 15% aujourd'hui (après un passage par un point haut à 40%). Ce niveau reste très inférieur à ceux constatés sur les pure players renouvelables du secteur (parfois supérieurs à 100%). Compte tenu d'un bilan très peu levé RWE fait partie des acteurs qui ont les moyens de leurs ambitions et qui pourront financer une croissance accélérée dans les années à venir.

## Opinion Surperformance. OC ajusté à 40 € vs 38 €

Notre valorisation sur RWE est obtenue selon une approche de DCF par branche. Pour les deux branches principales nous estimons que la croissance du parc renouvelable équivaut à une valorisation implicite de 13x l'EBITDA 2022e sur l'offshore et 15x sur l'onshore. Compte tenu d'une hausse plus rapide des prix du gaz que du CO<sub>2</sub>, RWE pourrait profiter d'un momentum positif sur la révision de ses résultats à court terme. Par ailleurs, le CMD du 15 novembre pourrait se traduire par une ambition nouvelle en matière de décarbonation ce qui serait positif pour la valeur.

**Louis Boujard CFA** (Analyste)  
+33 (0)1 44 51 82 53  
louis.boujard@oddo-bhf.com

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





## Somme des parties à 40.0 € par action

### Somme des parties

€ m	EBITDA 22e	Change	Value	Implicit EV/EBITDA (x)
Offshore wind	1 330	40%	17 153	12.9
Onshore and solar	703	21%	10 475	14.9
Coal & Nuclear (DCF)	607	18%	153	0.3
Hydro biomasse & Gas (DCF)	525	16%	3 476	6.6
Trading / storage (DCF WACC of 9.8%)	250	8%	1 838	7.4
Other Cons. (EV/EBITDA)	-100	-3%	-700	7.0
<b>Total</b>	<b>3 315</b>	<b>100%</b>	<b>32 396</b>	<b>9.8</b>
<b>- Net financial debt</b>			<b>-5 662</b>	
- Provision for pension			1 990	
- Nuclear waste management			6 113	
- Income tax liabilities			797	
<b>= Net economic debt</b>			<b>3 238</b>	
- Mining damage			4 358	
- Provision for Tax and other			4 764	
- Minority interest			2 100	
+ Financial Assets			4 244	
+ Equity method consolidation			3 297	
<b>= Total EV Adjustment</b>			<b>6 919</b>	
<b>Equity value</b>			<b>25 476</b>	
<b>Value per share</b>			<b>40.00 €</b>	

Sources: Société, ODDO BHF Securities

Notre somme des parties ressort à 40 €. Une part substantielle de la valorisation de RWE (84% de l'EV) est désormais soutenue par les activités renouvelables du groupe.

## ODDO BHF vs consensus

A ce stade nos estimations sont globalement en ligne avec les attentes du consensus qui semblent correctement refléter la sortie des tarifs subventionnés sur le renouvelable et la baisse de la contribution du nucléaire et du thermique dans les deux prochains exercices.

### ODDO BHF vs consensus (2021-23)

€ m	2021e			2022e			2023e		
	ODDO BHF	Cs	Diff.	ODDO BHF	Cs	Diff.	ODDO BHF	Cs	Diff.
Adj EBITDA	3257	3273	0%	3315	3347	-1%	2932	3053	-4%
Aqj EBIT	1755	1738	1%	1780	1728	3%	1428	1476	-3%
Rec. net income att.to shareholders	1280	1265	1%	1247	1208	3%	912	957	-5%
EPS (€)	2.01	1.98	1%	1.96	1.90	3%	1.43	1.50	-5%
DPS (€)	0.90	0.90	0%	0.95	0.95	0%	1.00	0.95	5%

Sources : ODDO BHF Securities , société



## Il n'y a plus de décote sur la valeur

### PE relatif RWE vs DJ Stoxx Utilities



Sources : Bloomberg, ODDO BHF Securities

## Sensibilité au prix des commodités

### Sensibilité au prix des commodités

	Hard coal	Outright Power	Lignite	Natural Gas	Total
Production Volume in Europe (TWh) sold at market price	7.4	22.7	36.6	56.1	123
EPS sensitivity for 1 €/t CO <sub>2</sub> variation					-1.8%
EPS sensitivity for 1 €/MWh gas variation					1.8%
<b>Combined EPS sensitivity</b>					<b>-0.1%</b>

Sources : ODDO BHF Securities , société

La sensibilité de RWE au prix des commodités va fortement évoluer dans les années à venir avec l'arrêt du nucléaire d'une part et la diminution progressive du recours aux énergies fossiles d'autre part. Sur le parc actuel et hors hedging déjà mis en place (notamment sur les contrats de CO<sub>2</sub> pour les centrales au charbon et lignite), la sensibilité de RWE est nulle. Avec l'augmentation de la part du renouvelable vendue au prix de marché cette sensibilité devrait augmenter. A très court terme, la sensibilité positive au prix du gaz pourrait bénéficier en partie aux activités thermiques de RWE.


**RWEG.DE | RWE GY**  
**Electricité - Gaz | Allemagne**
**Surperformance**

Cours actuel 33.13EUR

Upside 20,74%

OC 40.00EUR

DONNEES PAR ACTION (€)	12/16	12/17	12/18	12/19	12/20	12/21e	12/22e	12/23e
BPA corrigé	1,26	2,00	0,96	1,97	1,90	2,01	1,96	1,43
<b>BPA publié</b>	<b>-9,29</b>	<b>3,09</b>	<b>0,54</b>	<b>13,82</b>	<b>1,56</b>	<b>2,01</b>	<b>1,96</b>	<b>1,43</b>
Croissance du BPA corrigé	-10,5%	58,6%	-52,0%	ns	-3,3%	5,5%	-2,6%	-26,9%
BPA consensus								
Dividende par action	0,00	1,50	0,70	0,80	0,85	0,90	0,95	1,00
FCF to equity par action	0,46	-6,53	8,91	-4,23	1,85	0,85	-1,29	-0,89
Book value par action	4,48	10,99	14,21	27,56	26,96	28,12	29,18	29,66
Nombre d'actions ordinaires fin de période (M)	614,75	614,75	614,75	614,75	637,29	637,29	637,29	637,29
Nombre d'actions moyen dilué (M)	614,75	614,75	614,75	614,75	637,29	637,29	637,29	637,29
VALORISATION (M€)	12/16	12/17	12/18	12/19	12/20	12/21e	12/22e	12/23e
Cours le plus haut (€)	15,9	23,1	22,5	28,7	35,0	38,7		
Cours le plus bas (€)	10,2	11,8	15,1	19,3	21,0	28,6		
(*) Cours de référence (€)	12,8	17,4	19,4	24,1	30,9	33,1	33,1	33,1
Capitalisation	7 898	10 682	11 954	14 835	19 693	21 113	21 113	21 113
Endettement net retraité	23 764	20 038	19 608	12 180	4 724	2 509	3 238	3 742
Intérêts minoritaires réévalués	3 164	5 810	10 332	9 212	826	1 400	2 100	2 310
Immobilisations financières réévaluées	1 055	1 109	400	4 391	7 541	7 541	7 541	7 541
Provisions (y compris réserve)	-1 030,0	5 868	-11 164,0	1 849	8 974	9 304	9 122	8 948
<b>VE</b>	<b>32 741</b>	<b>41 289</b>	<b>30 330</b>	<b>33 685</b>	<b>26 676</b>	<b>26 785</b>	<b>28 033</b>	<b>28 572</b>
<b>P/E (x)</b>	<b>10,2</b>	<b>8,7</b>	<b>20,2</b>	<b>12,3</b>	<b>16,2</b>	<b>16,5</b>	<b>16,9</b>	<b>23,2</b>
P/CF (x)	2,6	ns	5,5	11,7	4,7	5,0	7,5	8,5
Rendement	0,0%	8,6%	3,6%	3,3%	2,8%	2,7%	2,9%	3,0%
FCF yield	3,6%	ns	45,8%	ns	6,0%	2,6%	ns	ns
PBV incl. GW (x)	2,87	1,58	1,37	0,88	1,15	1,18	1,14	1,12
PBV excl. GW (x)	ns	23,87	1,56	1,01	1,34	1,37	1,31	1,28
VE/CA (x)	0,75	0,97	2,27	2,57	1,95	1,73	1,80	1,89
VE/EBITDA (x)	6,1	7,2	19,7	10,7	8,2	8,2	8,5	9,7
<b>VE/EBIT courant (x)</b>	<b>10,3</b>	<b>11,0</b>	<b>49,0</b>	<b>21,2</b>	<b>15,1</b>	<b>15,3</b>	<b>15,7</b>	<b>20,0</b>
(*) cours moyen jusqu'à n-1 cours actuel à partir de n								
COMPTE DE RESULTAT (M€)	12/16	12/17	12/18	12/19	12/20	12/21e	12/22e	12/23e
CA	43 590	42 434	13 388	13 125	13 688	15 459	15 564	15 088
EBITDA ajusté	5 403	5 756	1 537	3 145	3 235	3 257	3 315	2 932
Dotations aux amortissements	-2 232,0	-2 014,0	-918,0	-1 558,0	-1 464,0	-1 502,7	-1 534,6	-1 503,7
<b>EBIT courant</b>	<b>3 171</b>	<b>3 742</b>	<b>619</b>	<b>1 587</b>	<b>1 771</b>	<b>1 755</b>	<b>1 780</b>	<b>1 428</b>
EBIT publié	-4 119,0	3 387	619	1 587	1 771	1 755	1 780	1 428
Résultat financier	-2 228,0	-751,0	-570,0	-2 339,0	-575,0	-130,9	-136,9	-161,3
Impôt sur les sociétés	323	-741,0	-103,0	92	-363,0	-243,5	-246,5	-190,0
Mise en équivalence	540	420	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Activités cédées ou en cours	0,0	0,0	1 127	9 816	221	0,0	0,0	0,0
Intérêts minoritaires	-226,0	-415,0	-738,0	-658,0	-59,0	-100,0	-150,0	-165,0
RNpg publié	-5 710,0	1 900	335	8 498	995	1 280	1 247	912
<b>RNCpg ajusté</b>	<b>777</b>	<b>1 232</b>	<b>591</b>	<b>1 210</b>	<b>1 213</b>	<b>1 280</b>	<b>1 247</b>	<b>912</b>
BILAN (M€)	12/16	12/17	12/18	12/19	12/20	12/21e	12/22e	12/23e
Survaleurs	11 663	11 197	1 718	2 386	2 603	2 603	2 603	2 603
Autres actifs incorporels	1 086	1 186	475	2 423	2 310	2 310	2 310	2 310
Immobilisations corporelles	24 455	24 904	12 409	19 097	17 902	20 226	22 615	24 519
BFR	-2 749,0	-2 687,0	1 165	2 219	2 252	2 097	1 799	1 443
Immobilisations financières	8 707	8 407	8 841	10 493	8 802	5 254	4 482	3 722
Capitaux propres pg	2 754	6 759	8 736	16 945	17 182	17 920	18 594	18 900
Capitaux propres minoritaires	5 236	5 232	5 521	503	789	848	948	1 098
Capitaux propres	7 990	11 991	14 257	17 448	17 971	18 768	19 542	19 998
Provisions	32 861	24 386	17 501	22 245	22 175	20 054	19 930	19 816
<b>Endettement net</b>	<b>2 311</b>	<b>6 630</b>	<b>-7 150,0</b>	<b>-3 075,0</b>	<b>-6 277,0</b>	<b>-6 333,0</b>	<b>-5 661,8</b>	<b>-5 217,9</b>
TABLEAU DE FLUX (M€)	12/16	12/17	12/18	12/19	12/20	12/21e	12/22e	12/23e
<b>EBITDA</b>	<b>5 403,0</b>	<b>5 756,0</b>	<b>1 537,0</b>	<b>3 145,0</b>	<b>3 235,0</b>	<b>3 257,3</b>	<b>3 315,1</b>	<b>2 931,8</b>
Var. BFR	-661,0	-209,0	4 473,0	-2 786,0	-13,0	155,5	297,1	356,7
Frais financiers & taxes	-3 788,0	-3 807,0	-984,0	-1 534,0	-2 750,0	-524,5	-508,4	-451,3
Autres flux opérationnels	1 398,0	-3 494,0	1 622,0	-348,0	3 703,0	1 476,9	0,0	0,0
Operating Cash flow	2 352,0	-1 754,0	6 648,0	-1 523,0	4 175,0	4 365,1	3 103,8	2 837,2
Capex	-2 070,0	-2 260,0	-1 172,0	-1 076,0	-2 993,0	-3 826,4	-3 924,4	-3 406,9
<b>Free cash-flow</b>	<b>282,0</b>	<b>-4 014,0</b>	<b>5 476,0</b>	<b>-2 599,0</b>	<b>1 182,0</b>	<b>538,7</b>	<b>-820,6</b>	<b>-569,7</b>
Acquisitions / Cessions	-2 500,0	4 951,0	-1 704,0	1 592,0	-1 189,0	0,0	0,0	0,0
Dividendes	-407,0	-603,0	-1 025,0	-560,0	-522,0	-541,7	-573,6	-605,4
Var. Capitaux propres	4 514,0	-64,0	721,0	-60,0	2 230,0	59,0	100,0	150,0
Autres	1 072,0	0,0	569,0	35,0	6,0	0,0	0,0	0,0
Var. trésorerie nette	2 961,0	270,0	2 509,0	-2 837,0	1 535,0	56,0	-1 294,2	-1 025,1
CROISSANCE MARGES RENTABILITE	12/16	12/17	12/18	12/19	12/20	12/21e	12/22e	12/23e
Croissance du CA publiée	-4,4%	-2,7%	-68,4%	-2,0%	4,3%	12,9%	0,7%	-3,1%
<b>Croissance du CA organique</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,0%</b>
Croissance de l'EBIT courant	-58,1%	18,0%	-83,5%	ns	11,6%	-0,9%	1,5%	-19,8%
Croissance du BPA corrigé	-10,5%	58,6%	-52,0%	ns	-3,3%	5,5%	-2,6%	-26,9%
Marge nette ajustée	1,8%	2,9%	4,4%	9,2%	8,9%	8,3%	8,0%	6,0%
<b>Marge d'EBITDA</b>	<b>12,4%</b>	<b>13,6%</b>	<b>11,5%</b>	<b>24,0%</b>	<b>23,6%</b>	<b>21,1%</b>	<b>21,3%</b>	<b>19,4%</b>
<b>Marge d'EBIT courant</b>	<b>7,3%</b>	<b>8,8%</b>	<b>4,6%</b>	<b>12,1%</b>	<b>12,9%</b>	<b>11,3%</b>	<b>11,4%</b>	<b>9,5%</b>
Capex / CA	-4,7%	-5,3%	-9,3%	-13,5%	-24,5%	-24,8%	-25,2%	-22,6%
BFR / CA	-6,3%	-6,3%	8,7%	16,9%	16,5%	13,6%	11,6%	9,6%
Taux d'IS apparent	16,7%	20,8%	ns	12,2%	30,4%	15,0%	15,0%	15,0%
Taux d'IS normatif	5,6%	24,2%	ns	12,2%	30,4%	15,0%	15,0%	15,0%
Rotation de l'actif (CA / Actif Economique) (x)	1,1	1,2	0,5	0,6	0,5	0,6	0,6	0,5
<b>ROCE post-tax (taux d'IS normatif)</b>	<b>7,8%</b>	<b>8,2%</b>	<b>-2,7%</b>	<b>6,6%</b>	<b>4,8%</b>	<b>5,7%</b>	<b>5,4%</b>	<b>4,0%</b>
ROCE post-tax hors GW (taux d'IS normatif)	11,4%	12,3%	-3,6%	7,4%	5,3%	6,3%	5,9%	4,4%
ROE	18,1%	25,9%	7,6%	9,4%	7,1%	7,3%	6,8%	4,9%
RATIOS D'ENDETTEMENT	12/16	12/17	12/18	12/19	12/20	12/21e	12/22e	12/23e
Gearing	29%	55%	-50%	-18%	-35%	-34%	-29%	-26%
Dette nette / Capitalisation (x)	0,29	0,62	-0,60	-0,21	-0,32	-0,30	-0,27	-0,25
<b>Dette nette / EBITDA (x)</b>	<b>0,43</b>	<b>1,15</b>	<b>ns</b>	<b>ns</b>	<b>ns</b>	<b>ns</b>	<b>ns</b>	<b>ns</b>
EBITDA / frais financiers nets (x)	2,4	7,7	3,8	3,4	7,1	24,9	24,2	18,2

Sources: ODDO BHF Securities, SIX



# Uniper

**Sous-performance** | Objectif 31.5 € vs 30.5 €

Cours (22/10/2021) : 39.00 € | Potentiel : -19 %

Révision	2021e	2022e
BPA	9.7%	-1.7%

## L'attrait spéculatif ne suffit plus

Lundi 25 Octobre 2021



### Données produit

UN01 GR | UN01.DE

Capitalisation boursière (M€)	14 272
VE (M€)	18 336
Extrêmes 12 mois (€)	25.40 - 39.00
Flottant (%)	24.0

Performance (%)	1m	3m	12m
Performance absolue	10.0	20.9	46.4
Perf. rel. Indice Pays	8.0	17.0	11.8
Perf. rel. Utilities	7.3	19.5	34.9

Comptes	12/21e	12/22e	12/23e
CA (M€)	66 339	66 235	66 579
EBITDA (M€)	1 873	1 499	1 571
EBIT courant (M€)	1 214	849	936
RNpg (M€)	915	634	702
BPA (€)	2.50	1.73	1.92
DNA (€)	1.37	1.37	1.37

P/E (x)	15.6	22.5	20.3
P/B (x)	1.3	1.3	1.2
Rendement (%)	3.5	3.5	3.5
FCF yield (%)	6.9	3.0	3.5
VE/CA (x)	0.3	0.3	0.3
VE/EBITDA (x)	9.8	12.3	11.7
VE/EBIT courant (x)	15.1	21.7	19.7
Gearing (%)	1	2	2
Dette nette/EBITDA (x)	0.1	0.2	0.2

### Next Events

05/11/2021 Q3 Results

## Un profil mal adapté aux mouvements récents de marché

Au cours du premier semestre 2021, Uniper a enregistré une provision pour hausse des prix du CO<sub>2</sub>. En dépit d'une volonté de s'orienter le plus rapidement possible vers des engagements de transition énergétique, le groupe reste exposé négativement aux prix de l'énergie en particulier lorsque la hausse est issue d'une augmentation des prix du CO<sub>2</sub> ou du gaz comme c'est le cas actuellement. En Europe continentale, le groupe continue de bénéficier de Clean Sparks Spread (CSS) positifs sur ses centrales à gaz mais les prix de marché du gaz et du CO<sub>2</sub> ont plutôt tendance à diminuer la marge de ces centrales dans la période actuelle. Par ailleurs, d'après les indications fournies au S1 2021, le groupe est déjà fortement couvert sur ses livraisons sur le continent européen à hauteur de 100% en 2021 à 48 €/MWh, 90% en 2022 à 49 €/MWh et 95% en 2023 à 52 €/MWh. Dans ces conditions, la hausse récente des prix de marché ne devrait pas dramatiquement changer le profil de rentabilité du groupe.

## Tous les yeux braqués sur les prix des pays scandinaves

Avec sa centrale hydroélectrique de Hemsjö övre de 1 580 MW de capacité et qui produit en moyenne 8 TWh par an en Suède (2/3 de la production hydroélectrique et 10% de la production totale), le groupe reste sensible aux prix de marché des pays nordiques. En ce qui concerne le hedging, Uniper a une politique légèrement plus ouverte sur ce marché avec une couverture de seulement 90% à 26 €/MWh en 2021, 85% à 24 €/MWh en 2022 et 45% à 22 €/MWh en 2023. Bien que les prix des pays scandinaves aient connu quelques tensions au cours des derniers mois, l'insuffisance des interconnexions ne leur permet pas de converger vers les prix d'Europe continentale qui dépassent pour le moment les 100 €/MWh sur l'échéance 2022 et 70 €/MWh sur les échéances 2023 et 2024. En moyenne en Europe du Nord, après être passés par un point haut à 50 €/MWh, les prix sont à présent autour de 40 €/MWh pour la livraison 2022 tandis que la livraison 2023 affiche un tarif de 33 €/MWh actuellement (après un pic à 36 €/MWh). En général les prix dans la région de Hemsjö övre (très bien desservie en capacité hydroélectrique) sont inférieurs à la moyenne observée sur la zone des pays scandinaves ce qui laisse peu de place pour une surprise positive sur les résultats 2022 et 2023 d'Uniper en ce qui concerne les performances financières de sa centrale suédoise. A plus long terme les prix sont cependant attendus en progression avec le développement des interconnexions.

## L'attrait spéculatif reste le principal argument pour investir

Fortum s'était engagé à ne pas lancer la procédure de « domination agreement » pendant un délai de 2 ans. Cette échéance arrive à son terme et pour le moment la stratégie d'Uniper a été confirmée. Pourtant, avec 76% du capital détenu par Fortum, il semble qu'une décision devra être prise prochainement et que la convergence des stratégies reste encore à mettre en œuvre en particulier sur les projets d'investissement communs. En ce qui concerne une procédure de DPLTA celle-ci « garantit » une certaine sécurité aux actionnaires minoritaires (dans le cas présent aux actionnaires d'Uniper) à travers un prix de rachat minimum garanti en fonction du VWAP et des estimations d'un cabinet d'audit indépendant. Dans notre modèle de valorisation d'Uniper en cas de M&A, nous retenons des hypothèses proches en matière de prime de risque de ce que les cabinets d'audit indépendants avaient retenu pour le rachat d'Innogy par E.ON il y a deux ans (à savoir 5.75% vs 7.8% pour le modèle stand alone). En dépit de cette hypothèse assez favorable, notre fair value d'Uniper en cas de M&A s'établit à seulement 33.0 € par action soit 10% en-dessous du cours de Bourse. Notre modèle stand alone (hors prime M&A) s'établit pour sa part à 26.8 € par action. Notre objectif de cours de 31.5 € est basé sur un scénario 75% M&A et 25% stand alone. Compte tenu des opportunités sur d'autres valeurs du secteur nous estimons que même l'attrait spéculatif ne permet plus de justifier de conserver le titre Uniper sur ces niveaux. Nous dégradons en conséquence notre recommandation à Sous-performance (vs Neutre) avec un OC ajusté à 31.5 € contre 30.5 €.

**Louis Boujard CFA** (Analyste)  
+33 (0)1 44 51 82 53  
louis.boujard@oddo-bhf.com

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



## Somme des parties (scénario stand alone)

### Somme des parties à 26.8 € par action

€ m	Pro forma EBITDA 2023e	Change	Value	Implicit EV/EBITDA
European Power (DCF WACC of 6.3%)	932	59%	10 012	10.7x
Global Commo (DCF WACC of 8%)	455	29%	3 234	7.1x
International power (DCF WACC of 8.4%)	285	18%	2 103	7.4x
Admin & others (DCF WACC of 6.9%)	-180	-11%	-2 231	12.4x
New project development 2021-23 (DCF WACC + 1.5)	79	5%	828	10.5x
<b>Total</b>	<b>1 571</b>	<b>100%</b>	<b>13 946</b>	<b>8.9x</b>
- Net financial debt			237	
- Pension provision & ARO			2 594	
<b>= Economic Net Debt</b>			<b>2 831</b>	
- Miscellaneous provision (Ex ARO)			5 890	
- Minority interest			383	
+ Financial Assets			4 972	
<b>= Total EV Adjustment</b>			<b>4 131</b>	
<b>Equity value</b>			<b>9 814</b>	
<b>Value per share</b>			<b>26.80 €</b>	

Sources: Société, ODDO BHF Securities

## Somme des parties (scénario M&A)

### Somme des parties à 33.0 € par action

€ m	Pro forma EBITDA 2023e	Change	Value	Implicit EV/EBITDA
European Power (DCF WACC of 5.2%)	932	59%	11 703	12.6x
Global Commo (DCF WACC of 6.5%)	455	29%	3 918	8.6x
International power (DCF WACC of 7.3%)	285	18%	2 453	8.6x
Admin & others (DCF WACC of 5.7%)	-180	-11%	-2 701	15.0x
New project development 2021-23 (DCF WACC + 1.5)	79	5%	828	10.5x
<b>Total</b>	<b>1 571</b>	<b>100%</b>	<b>16 201</b>	<b>10.3x</b>
- Net financial debt			237	
- Pension provision & ARO			2 594	
<b>= Economic Net Debt</b>			<b>2 831</b>	
- Miscellaneous provision (Ex ARO)			5 890	
- Minority interest			383	
+ Financial Assets			4 972	
<b>= Total EV Adjustment</b>			<b>4 131</b>	
<b>Equity value</b>			<b>12 069</b>	
<b>Value per share</b>			<b>33.00 €</b>	

Sources: Société, ODDO BHF Securities

## ODDO BHF vs consensus

Sur 2021, nous avons ajusté nos estimations pour refléter le récent relèvement d'objectifs lié à la forte volatilité sur les marchés du gaz. Une partie du consensus n'a pas refléter ces nouvelles hypothèses et nous nous situons en conséquence 14% au dessus des attentes du consensus pour l'EBITDA ajusté, 26% pour l'EBIT ajusté et environ 23% pour le résultat net ajusté. Sur la période 2022/2023 nos estimations sont pratiquement en ligne avec les attentes du consensus avec un BPA attendu en baisse en 2022 à 1.73 € avant un rebond à 1.92 € en 2023.

### ODDO BHF vs consensus Vara (2021/2023)

€m	2021e			2022e			2023e		
	ODDO BHF	Cs	Diff.	ODDO BHF	Cs	Diff.	ODDO BHF	Cs	Diff.
Adj EBITDA	1 873	1 640	14%	1 499	1 500	0%	1 571	1 584	-1%
Adj EBIT	1 214	963	26%	849	859	-1%	936	939	0%
Adj Net Income	915	742	23%	634	637	0%	702	697	1%
EPS (€)	2.50	2.02	24%	1.73	1.74	0%	1.92	1.90	1%

Sources : ODDO BHF Securities , société



**UN01.DE | UN01 GR**  
**Electricité - Gaz | Allemagne**

**Sous-performance**

Cours actuel 39.00EUR

	Upside	-19.23%					OC 31.50EUR
<b>DONNEES PAR ACTION (€)</b>	<b>12/18</b>	<b>12/19</b>	<b>12/20</b>	<b>12/21e</b>	<b>12/22e</b>	<b>12/23e</b>	
BPA corrigé	-1.10	1.68	2.11	2.50	1.73	1.92	
<b>BPA publié</b>	<b>-1.10</b>	<b>1.67</b>	<b>1.08</b>	<b>2.50</b>	<b>1.73</b>	<b>1.92</b>	
Croissance du BPA corrigé	-	ns	26.1%	18.2%	-30.7%	10.7%	
BPA consensus							
Dividende par action	0.90	1.15	1.37	1.37	1.37	1.37	
FCF to equity par action	1.99	1.70	1.59	2.68	1.18	1.37	
Book value par action	30.07	31.11	29.38	30.53	30.91	31.47	
Nombre d'actions ordinaires fin de période (M)	365.96	365.96	365.96	365.96	365.96	365.96	
Nombre d'actions moyen dilué (M)	365.96	365.96	365.96	365.96	365.96	365.96	
<b>VALORISATION (M€)</b>	<b>12/18</b>	<b>12/19</b>	<b>12/20</b>	<b>12/21e</b>	<b>12/22e</b>	<b>12/23e</b>	
Cours le plus haut (€)	27.4	30.5	30.7	39.0			
Cours le plus bas (€)	21.8	22.5	21.5	28.8			
(*) Cours de référence (€)	25.2	27.3	27.4	39.0	39.0	39.0	
Capitalisation	9 233	9 975	10 013	14 272	14 272	14 272	
Endettement net retraité	2 509	2 650	2 897	2 736	2 831	2 869	
Intérêts minoritaires réévalués	497	556	437	410	383	355	
Immobilisations financières réévaluées	4 484	4 523	4 972	4 972	4 972	4 972	
Provisions (y compris réserve)	6 202	5 546	5 890	5 890	5 890	5 890	
<b>VE</b>	<b>13 957</b>	<b>14 204</b>	<b>14 264</b>	<b>18 336</b>	<b>18 404</b>	<b>18 414</b>	
<b>P/E (x)</b>	<b>ns</b>	<b>16.2</b>	<b>12.9</b>	<b>15.6</b>	<b>22.5</b>	<b>20.3</b>	
P/CF (x)	8.9	6.5	8.0	9.0	11.1	10.6	
Rendement	3.6%	4.2%	5.0%	3.5%	3.5%	3.5%	
FCF yield	7.9%	6.2%	5.8%	6.9%	3.0%	3.5%	
PBV incl. GW (x)	0.84	0.88	0.93	1.28	1.26	1.24	
PBV excl. GW (x)	1.00	1.04	1.10	1.51	1.48	1.45	
VE/CA (x)	0.15	0.22	0.28	0.28	0.28	0.28	
VE/EBITDA (x)	9.0	9.1	8.6	9.8	12.3	11.7	
<b>VE/EBIT courant (x)</b>	<b>16.1</b>	<b>16.5</b>	<b>14.3</b>	<b>15.1</b>	<b>21.7</b>	<b>19.7</b>	
(*) cours moyen jusqu'à n-1 cours actuel à partir de n							
<b>COMPTE DE RESULTAT (M€)</b>	<b>12/18</b>	<b>12/19</b>	<b>12/20</b>	<b>12/21e</b>	<b>12/22e</b>	<b>12/23e</b>	
CA	91 813	65 804	50 968	66 339	66 235	66 579	
EBITDA ajusté	1 543	1 561	1 657	1 873	1 499	1 571	
Dotations aux amortissements	-678.0	-698.0	-659.0	-659.3	-649.8	-635.1	
<b>EBIT courant</b>	<b>865</b>	<b>863</b>	<b>998</b>	<b>1 214</b>	<b>849</b>	<b>936</b>	
EBIT publié	-78.0	915	599	1 214	849	936	
Résultat financier	-422.0	45.0	-57.0	-17.0	-17.0	-17.0	
Impôt sur les sociétés	59	-316.0	-139.0	-275.3	-191.3	-211.4	
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	40.0	-34.0	-6.0	-6.7	-6.0	-5.4	
RNpg publié	-401.0	610	397	915	634	702	
<b>RNCpg ajusté</b>	<b>-401.0</b>	<b>614</b>	<b>774</b>	<b>915</b>	<b>634</b>	<b>702</b>	
<b>BILAN (M€)</b>	<b>12/18</b>	<b>12/19</b>	<b>12/20</b>	<b>12/21e</b>	<b>12/22e</b>	<b>12/23e</b>	
Survaleurs	1 816	1 886	1 751	1 751	1 751	1 751	
Autres actifs incorporels	768	742	734	734	734	734	
Immobilisations corporelles	10 612	10 201	9 769	9 975	10 184	10 395	
BFR	1 902	1 290	885	1 151	1 149	1 155	
Immobilisations financières	5 562	6 429	7 169	6 930	6 930	6 930	
Capitaux propres pg	11 004	11 386	10 751	11 172	11 311	11 518	
Capitaux propres minoritaires	497	556	437	410	383	355	
Capitaux propres	11 501	11 942	11 188	11 582	11 694	11 873	
Provisions	8 401	7 978	8 817	8 817	8 817	8 817	
<b>Endettement net</b>	<b>758</b>	<b>628</b>	<b>303</b>	<b>142</b>	<b>237</b>	<b>275</b>	
<b>TABLEAU DE FLUX (M€)</b>	<b>12/18</b>	<b>12/19</b>	<b>12/20</b>	<b>12/21e</b>	<b>12/22e</b>	<b>12/23e</b>	
<b>EBITDA</b>	<b>1 543.0</b>	<b>1 561.0</b>	<b>1 657.0</b>	<b>1 873.4</b>	<b>1 498.6</b>	<b>1 571.2</b>	
Var. BFR	204.0	-612.0	-3.0	266.8	-1.8	6.0	
Frais financiers & taxes	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
Autres flux opérationnels	-506.0	-17.0	-413.0	-292.3	-208.3	-228.4	
Operating Cash flow	1 241.0	932.0	1 241.0	1 847.8	1 288.5	1 348.8	
Capex	-512.0	-311.0	-660.0	-865.2	-858.4	-846.2	
<b>Free cash-flow</b>	<b>729.0</b>	<b>621.0</b>	<b>581.0</b>	<b>982.6</b>	<b>430.1</b>	<b>502.6</b>	
Acquisitions / Cessions	-841.0	528.0	-468.0	0.0	0.0	0.0	
Dividendes	-302.0	-361.0	-449.0	-534.3	-534.3	-534.3	
Var. Capitaux propres	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
Autres	14.0	-661.0	661.5	-287.8	9.6	-6.6	
Var. trésorerie nette	-319.0	131.0	325.5	160.4	-94.7	-38.3	
<b>CROISSANCE MARGES RENTABILITE</b>	<b>12/18</b>	<b>12/19</b>	<b>12/20</b>	<b>12/21e</b>	<b>12/22e</b>	<b>12/23e</b>	
Croissance du CA publiée	-	-28.3%	-22.5%	30.2%	-0.2%	0.5%	
<b>Croissance du CA organique</b>	<b>27.1%</b>	<b>-28.3%</b>	<b>-22.5%</b>	<b>30.2%</b>	<b>-0.2%</b>	<b>0.5%</b>	
Croissance de l'EBIT courant	-	-0.2%	15.6%	21.7%	-30.1%	10.3%	
Croissance du BPA corrigé	-	ns	26.1%	18.2%	-30.7%	10.7%	
Marge nette ajustée	-0.4%	0.9%	1.5%	1.4%	1.0%	1.1%	
<b>Marge d'EBITDA</b>	<b>1.7%</b>	<b>2.4%</b>	<b>3.3%</b>	<b>2.8%</b>	<b>2.3%</b>	<b>2.4%</b>	
<b>Marge d'EBIT courant</b>	<b>0.9%</b>	<b>1.3%</b>	<b>2.0%</b>	<b>1.8%</b>	<b>1.3%</b>	<b>1.4%</b>	
Capex / CA	-0.7%	-1.0%	-1.5%	-1.3%	-1.3%	-1.3%	
BFR / CA	2.1%	2.0%	1.7%	1.7%	1.7%	1.7%	
Taux d'IS apparent	11.8%	32.9%	25.6%	23.0%	23.0%	23.0%	
Taux d'IS normatif	23.0%	23.0%	23.0%	23.0%	23.0%	23.0%	
Rotation de l'actif (CA / Actif Economique) (x)	-	4.5	3.7	5.0	4.8	4.8	
<b>ROCE post-tax (taux d'IS normatif)</b>	<b>-</b>	<b>4.5%</b>	<b>5.6%</b>	<b>7.0%</b>	<b>4.8%</b>	<b>5.2%</b>	
ROCE post-tax hors GW (taux d'IS normatif)	-	5.2%	6.5%	8.0%	5.5%	5.9%	
ROE	-	5.5%	7.0%	8.3%	5.6%	6.2%	
<b>RATIOS D'ENDETTEMENT</b>	<b>12/18</b>	<b>12/19</b>	<b>12/20</b>	<b>12/21e</b>	<b>12/22e</b>	<b>12/23e</b>	
Gearing	7%	5%	3%	1%	2%	2%	
Dette nette / Capitalisation (x)	0.08	0.06	0.03	0.01	0.02	0.02	
<b>Dette nette / EBITDA (x)</b>	<b>0.49</b>	<b>0.40</b>	<b>0.18</b>	<b>0.08</b>	<b>0.16</b>	<b>0.18</b>	
EBITDA / frais financiers nets (x)	6.1	13.7	7.3	10.0	8.0	8.4	

Sources: ODDO BHF Securities, SIX





# Verbund

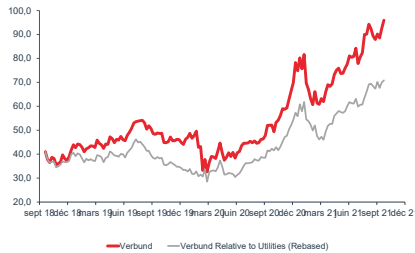
Sous-performance → | Objectif 80.0 € vs 73.0 € ↗

Cours (22/10/2021) : 95.95 € | Potentiel : -17 %

Révision	2021e	2022e
BPA	26,5%	11,9%

## Vendre au son du violon

Lundi 25 Octobre 2021



Données produit

VER AV | VERB.VI

Capitalisation boursière (M€)	33 335
VE (M€)	38 302
Extrêmes 12 mois (€)	48,76 - 95,95
Flottant (%)	19,0

Performance (%)	1m	3m	12m
Performance absolue	6,4	15,1	85,1
Perf. rel. Indice Pays	4,5	11,4	41,3
Perf. rel. Utilities	3,8	13,8	70,6

Comptes	12/21e	12/22e	12/23e
CA (M€)	3 995	4 323	4 287
EBITDA (M€)	1 558	1 917	1 858
EBIT courant (M€)	1 122	1 442	1 369
RNpg (M€)	756	976	927
BPA (€)	2,18	2,81	2,66
DNA (€)	1,00	1,35	1,40

P/E (x)	44,1	34,2	36,0
P/B (x)	5,0	4,6	4,3
Rendement (%)	1,0	1,4	1,5
FCF yield (%)	ns	1,7	1,3
VE/CA (x)	9,6	8,9	8,9
VE/EBITDA (x)	24,6	20,1	20,6
VE/EBIT courant (x)	34,1	26,8	28,0
Gearing (%)	32	24	21
Dette nette/EBITDA (x)	1,5	1,0	1,0

Next Events

04/11/2021 Q3 Results

## Des conditions de marché exceptionnelles

Verbund profite actuellement de conditions de marché exceptionnelles qui pourraient ne pas durer éternellement. En effet, avec son parc hydroélectrique, le groupe est en mesure de capter toutes les hausses de prix de marché de l'électricité que celles-ci aient pour origine une hausse des prix du charbon, du gaz ou du CO<sub>2</sub> voire même une baisse de la capacité de production disponible en Europe induisant une hausse de la volatilité. Dans le contexte actuel, cet avantage a pour conséquence une révision en hausse de nos estimations (+26% en 2021e et +12% en 2022e). Cependant après une performance boursière de 70% en 12 mois, il nous semble que le groupe n'a aucune marge pour une éventuelle déception de court terme. En particulier, nous craignons qu'un renversement à la baisse même léger de la tendance sur les prix de marché puisse conduire à un retour de la valorisation à des niveaux plus proches de sa valeur fondamentale que nous estimons à 80 € par action. Nous confirmons notre opinion Sous-performance sur le titre.

## Ratios tendus multipliés par cash-flows élevés = danger

Après le relèvement de nos estimations qui tiennent compte de la période de prix supérieurs à 100 €/MWh en Europe pour les contrats 2022, le titre Verbund affiche toujours un PE de plus de 30x en 2022/2023e. Ce niveau est supérieur de 60% à la moyenne historique constatée sur la valeur et intègrent, selon nous, des hypothèses trop optimistes en matière de poursuite de la hausse des prix en Europe. Les récents ralentissements économiques des chaînes de production dépendantes des prix de l'énergie, la hausse de la production de charbon en Asie, l'amorce d'une détente sur les volumes d'approvisionnement gaziers en Europe sont autant d'indicateurs qui tendent à confirmer l'hypothèse observée sur les contrats forward qui indiquent une baisse substantielle des prix pour les livraisons de gaz après le pic de l'hiver 2021/22. Dans ce contexte, même s'il est acquis que Verbund devrait voir ses BPA 2022 et 2023 progresser de près de 25% par rapport à 2021 à respectivement 2.81 € et 2.66 € (estimation ODDO BHF) nous estimons que le profil rendement/risque n'est plus satisfaisant sur la valeur.

## Des prix captés attendus à 68 €/MWh en 2022 et 65 €/MWh en 2023

Au 30 juin, Verbund était couvert à 47% de sa production à 56.3 €/MWh pour 2022 et à 13% à 55 €/MWh pour 2023. Les contrats forward électriques ont connu sur le T3 2021 une envolée au-dessus de 100 €/MWh pour la livraison 2022 et à environ 70-80 €/MWh en 2023. Nous estimons qu'il serait hasardeux d'intégrer dans nos hypothèses de moyen et long terme des niveaux de prix sensiblement plus élevés que ceux actuellement constatés qui pourraient peser sur la croissance mondiale. Nos hypothèses sur la période 2024/2030 se situent ainsi entre 65 € et 72 €/MWh ce qui demeure très cohérent avec notre hypothèse de prix du CO<sub>2</sub> convergeant à 100 €/t en 2030 et un assouplissement des conditions d'approvisionnement sur le gaz.

## Opinion Sous-performance et OC de 80 €

Verbund vise un EBITDA compris entre 1 490 M€ et 1 590 M€ en 2021 ainsi qu'un RN compris entre 720 et 790 M€. Nos hypothèses se situent à présent en milieu de fourchette à respectivement 1 558 M€ et 756 M€. Nous valorisons Verbund selon une approche de DCF par branche. En ce qui concerne les activités de production (essentiellement hydrauliques) nous retenons un bêta asset de « seulement » 0.55 conduisant à un CMPC de 5%. Le caractère « vert » de ces actifs nous semble ainsi correctement pris en compte dans le modèle. La valeur implicite des actifs hydro ressort à 3.2 Md€/GW dans notre SOP. Pour mémoire les dernières transactions sur des actifs hydrauliques en Europe remontent à 12 mois et ont été réalisés à c. 2 Md€/GW. Notre valorisation fondamentale ressort à 80 € par action (vs 73 €).

Louis Boujard CFA (Analyste)  
+33 (0)1 44 51 82 53  
louis.boujard@oddo-bhf.com

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



## Somme des parties à 80 € par action

### Somme des parties

€ m		% of EV	Implied €/m/Gw	Comments
Power	30 612	91.6%	3 286	DCF with WACC of 5.0%
Grid	2 790	8.4%	na	DCF with WACC of 3.9%
Holding & Others	-375	na	na	DCF with WACC of 4.8%
<b>Total EV</b>	<b>33 027</b>	<b>100.0%</b>		
- Net debt (end of year)	1 939			Expected 2022
- Provisions	1 185			Expected 2022
- Minority Interest	2 642			Market multiples (17.5x avg P/E)
+ Equity method consolidation	525			Market multiples (17.5x avg P/E)
<b>Equity Value based on SOP</b>	<b>27 788</b>			
# shares (m)	347.4			
<b>YE21 Fair Value</b>	<b>80.00 €</b>			

Source :

## PE relatif au plus haut historique

### PE relatif de Verbund vs DJ Stoxx Utilities



Sources : Bloomberg, ODDO BHF Securities

Sur la base des estimations du consensus Bloomberg, le PE moyen de Verbund ressort à 35x actuellement contre une moyenne historique à 18x pour la valeur et à 13x pour le secteur.

## ODDO BHF vs Consensus

Sur la période 2021/2022, nos estimations se situent largement au-dessus du consensus. Le consensus ne semble pas tenir compte, à ce stade, de la récente révision à la hausse des prévisions 2021 annoncée par le groupe. Un ajustement devrait se faire prochainement. En ce qui concerne les prévisions sur l'année 2023, nos estimations sont très comparables aux attentes du consensus.

### ODDOBHF vs Consensus (2021-23)

€m		2021e		2022e			2023e		
	ODDO BHF	Cs	Diff.	ODDO BHF	Cs	Diff.	ODDO BHF	Cs	Diff.
EBITDA	1 558	1 403	11%	1 917	1 757	9%	1 858	1 901	-2%
Operating result	1 122	999	12%	1 442	1 321	9%	1 369	1 401	-2%
Group result	756	659	15%	976	972	0%	927	1 017	-9%
EPS (€)	2.18	1.87	17%	2.81	2.66	6%	2.66	2.85	-6%
DPS (€)	1.00	0.90	11%	1.35	1.25	8%	1.40	1.32	6%

Sources : ODDO BHF Securities , société





## Sensibilité aux prix de l'énergie

Le groupe fait partie des valeurs les plus sensibles aux variations de prix de l'énergie à respectivement +1.2% sur les BPA pour 1 €/t de variation des prix du CO<sub>2</sub> et 1.9% pour une variation de 1 €/MWh des prix du gaz. Cette sensibilité s'entend hors politique de hedging. La position dans le cycle nous amène à rester prudents sur cette sensibilité qui pourrait jouer en défaveur de la valorisation une fois le pic des prix de l'énergie passé.

### Sensibilité aux prix de marché

	Hard coal	Outright Power	Lignite	Natural Gas	Total
Production Volume in Europe (TWh) sold at market price	0.0	31.5	0.0	1.0	33
EPS sensitivity for 1 €/t CO <sub>2</sub> variation					1.2%
EPS sensitivity for 1 €/MWh gas variation					1.9%
<b>Combined EPS sensitivity</b>					<b>3.1%</b>

Sources: Société, ODDO BHF Securities



**VERB.VI | VER AV**  
**Electricité - Gaz | Autriche**

**Sous-performance**

Cours actuel 95.95EUR

Upside -16,62%

OC 80.00EUR

DONNEES PAR ACTION (€)	12/16	12/17	12/18	12/19	12/20	12/21e	12/22e	12/23e
BPA corrigé	0,94	1,02	1,00	1,58	1,76	2,18	2,81	2,66
<b>BPA publié</b>	<b>1,22</b>	<b>0,87</b>	<b>1,25</b>	<b>1,60</b>	<b>1,82</b>	<b>2,18</b>	<b>2,81</b>	<b>2,66</b>
Croissance du BPA corrigé	21,3%	8,9%	-2,5%	58,6%	11,2%	23,9%	29,0%	-5,1%
BPA consensus								
Dividende par action	0,35	0,42	0,42	0,69	0,80	1,00	1,35	1,40
FCF to equity par action	1,61	1,19	0,95	2,16	1,54	-1,26	1,62	1,27
Book value par action	14,29	14,58	15,27	16,95	17,71	19,08	20,89	22,15
Nombre d'actions ordinaires fin de période (M)	347,42	347,42	347,42	347,42	347,42	347,42	347,42	347,42
Nombre d'actions moyen dilué (M)	347,42	347,42	347,42	347,42	347,42	347,42	347,42	347,42
VALORISATION (M€)	12/16	12/17	12/18	12/19	12/20	12/21e	12/22e	12/23e
Cours le plus haut (€)	15,8	21,8	44,8	55,3	69,9	96,0		
Cours le plus bas (€)	10,0	14,7	20,0	38,0	29,0	59,8		
(*) Cours de référence (€)	12,8	17,5	30,3	46,5	45,8	96,0	96,0	96,0
Capitalisation	4 444	6 072	10 539	16 171	15 925	33 335	33 335	33 335
Endettement net retraité	3 217	2 844	2 562	2 256	1 881	2 350	1 939	1 781
Intérêts minoritaires réévalués	614	1,8	754	1 503	1 619	2 047	2 642	2 511
Immobilisations financières réévaluées	533	488	498	714	758	525	525	525
Provisions (y compris réserve)	840	822	817	912	886	1 095	1 185	1 174
<b>VE</b>	<b>8 583</b>	<b>9 251</b>	<b>14 174</b>	<b>20 128</b>	<b>19 553</b>	<b>38 302</b>	<b>38 574</b>	<b>38 275</b>
<b>P/E (x)</b>	<b>13,6</b>	<b>17,1</b>	<b>30,5</b>	<b>29,5</b>	<b>26,1</b>	<b>44,1</b>	<b>34,2</b>	<b>36,0</b>
P/CF (x)	5,4	8,7	14,8	17,4	14,9	31,4	25,9	26,5
Rendement	2,8%	2,4%	1,4%	1,5%	1,7%	1,0%	1,4%	1,5%
FCF yield	12,6%	6,8%	3,1%	4,6%	3,4%	ns	1,7%	1,3%
PBV incl. GW (x)	0,90	1,20	1,99	2,75	2,59	5,03	4,59	4,33
PBV excl. GW (x)	1,04	1,35	2,21	3,02	2,83	5,47	4,96	4,66
VE/CA (x)	3,07	3,18	4,90	5,17	6,05	9,59	8,92	8,93
VE/EBITDA (x)	9,6	10,3	16,4	17,0	15,1	24,6	20,1	20,6
<b>VE/EBIT courant (x)</b>	<b>15,5</b>	<b>16,6</b>	<b>26,4</b>	<b>24,5</b>	<b>21,4</b>	<b>34,1</b>	<b>26,8</b>	<b>28,0</b>
(*) cours moyen jusqu'à n-1 cours actuel à partir de n								
COMPTE DE RESULTAT (M€)	12/16	12/17	12/18	12/19	12/20	12/21e	12/22e	12/23e
CA	2 796	2 913	2 891	3 895	3 235	3 995	4 323	4 287
EBITDA ajusté	895	900	864	1 184	1 293	1 558	1 917	1 858
Dotations aux amortissements	-339,7	-341,3	-327,4	-363,0	-378,8	-436,4	-475,4	-488,9
<b>EBIT courant</b>	<b>555</b>	<b>558</b>	<b>537</b>	<b>821</b>	<b>914</b>	<b>1 122</b>	<b>1 442</b>	<b>1 369</b>
EBIT publié	615	400	655	866	922	1 122	1 442	1 369
Résultat financier	-58,4	-21,6	-52,1	-53,4	40,9	-2,0	2,4	3,6
Impôt sur les sociétés	-97,2	-77,0	-126,8	-171,8	-238,9	-246,3	-317,8	-302,0
Mise en équivalence	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Activités cédées ou en cours	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Intérêts minoritaires	-35,1	-0,1	-43,1	-85,9	-92,5	-117,0	-150,9	-143,5
RNpg publié	425	301	433	555	631	756	976	927
<b>RNCpg ajusté</b>	<b>326</b>	<b>355</b>	<b>346</b>	<b>549</b>	<b>610</b>	<b>756</b>	<b>976</b>	<b>927</b>
BILAN (M€)	12/16	12/17	12/18	12/19	12/20	12/21e	12/22e	12/23e
Survaleurs	756	621	589	588	588	588	588	588
Autres actifs incorporels	54,9	54,9	54,9	64,4	80,5	80,5	80,5	80,5
Immobilisations corporelles	9 011	8 871	8 957	9 111	9 408	10 519	10 787	11 114
BFR	-125,0	-152,0	-87,9	-123,1	-401,5	-449,4	-470,2	-467,8
Immobilisations financières	497	545	462	750	678	562	532	502
Capitaux propres pg	4 964	5 064	5 305	5 888	6 151	6 629	7 258	7 716
Capitaux propres minoritaires	565	627	636	680	723	723	723	723
Capitaux propres	5 530	5 691	5 941	6 568	6 874	7 352	7 980	8 439
Provisions	1 447	1 405	1 472	1 566	1 598	1 598	1 598	1 598
<b>Endettement net</b>	<b>3 217</b>	<b>2 844</b>	<b>2 562</b>	<b>2 256</b>	<b>1 881</b>	<b>2 350</b>	<b>1 939</b>	<b>1 780</b>
TABLEAU DE FLUX (M€)	12/16	12/17	12/18	12/19	12/20	12/21e	12/22e	12/23e
<b>EBITDA</b>	<b>894,8</b>	<b>899,7</b>	<b>864,2</b>	<b>1 183,6</b>	<b>1 292,7</b>	<b>1 558,0</b>	<b>1 917,3</b>	<b>1 858,2</b>
Var. BFR	-17,4	-61,0	-49,4	275,4	121,6	48,0	20,7	-2,3
Frais financiers & taxes	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-278,3	-345,3	-328,4
Autres flux opérationnels	-73,0	-198,2	-150,7	-254,7	-223,3	-218,3	-285,3	-268,4
Operating Cash flow	804,4	640,5	664,1	1 204,3	1 191,0	1 109,3	1 307,4	1 259,0
Capex	-244,0	-226,0	-333,8	-455,0	-655,3	-1 548,0	-743,0	-816,0
<b>Free cash-flow</b>	<b>560,4</b>	<b>414,5</b>	<b>330,3</b>	<b>749,3</b>	<b>535,7</b>	<b>-438,7</b>	<b>564,4</b>	<b>443,0</b>
Acquisitions / Cessions	24,8	6,7	0,0	133,3	58,5	0,0	0,0	0,0
Dividendes	-165,0	-122,6	-178,1	-178,1	-291,3	-277,9	-347,4	-469,0
Var. Capitaux propres	-0,9	0,3	10,7	53,9	-15,0	0,0	0,0	0,0
Autres	143,1	74,7	118,4	-452,0	86,2	247,8	194,4	184,9
Var. trésorerie nette	562,4	373,7	281,3	306,5	374,0	-468,9	411,4	158,9
CROISSANCE MARGES RENTABILITE	12/16	12/17	12/18	12/19	12/20	12/21e	12/22e	12/23e
Croissance du CA publiée	-5,8%	4,2%	-0,8%	34,7%	-17,0%	23,5%	8,2%	-0,9%
<b>Croissance du CA organique</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,0%</b>	<b>ns</b>
Croissance de l'EBIT courant	16,0%	0,6%	-3,9%	52,9%	11,4%	22,7%	28,6%	-5,0%
Croissance du BPA corrigé	21,3%	8,9%	-2,5%	58,6%	11,2%	23,9%	29,0%	-5,1%
Marge nette ajustée	11,7%	12,2%	12,0%	14,1%	18,9%	18,9%	22,6%	21,6%
<b>Marge d'EBITDA</b>	<b>32,0%</b>	<b>30,9%</b>	<b>29,9%</b>	<b>30,4%</b>	<b>40,0%</b>	<b>39,0%</b>	<b>44,3%</b>	<b>43,3%</b>
<b>Marge d'EBIT courant</b>	<b>19,9%</b>	<b>19,2%</b>	<b>18,6%</b>	<b>21,1%</b>	<b>28,3%</b>	<b>28,1%</b>	<b>33,4%</b>	<b>31,9%</b>
Capex / CA	-8,7%	-7,8%	-11,5%	-11,7%	-20,3%	-38,7%	-17,2%	-19,0%
BFR / CA	-4,5%	-5,2%	-3,0%	-3,2%	-12,4%	-11,3%	-10,9%	-10,9%
Taux d'IS apparent	19,6%	14,3%	25,8%	22,4%	25,0%	22,0%	22,0%	22,0%
Taux d'IS normatif	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%
Rotation de l'actif (CA / Actif Economique) (x)	0,3	0,3	0,3	0,4	0,3	0,4	0,4	0,4
<b>ROCE post-tax (taux d'IS normatif)</b>	<b>4,4%</b>	<b>4,6%</b>	<b>4,4%</b>	<b>6,7%</b>	<b>7,4%</b>	<b>8,6%</b>	<b>10,4%</b>	<b>9,6%</b>
ROCE post-tax hors GW (taux d'IS normatif)	4,7%	4,9%	4,7%	7,1%	7,9%	9,1%	10,9%	10,1%
ROE	6,6%	7,1%	6,7%	9,8%	10,1%	11,8%	14,1%	12,4%
RATIOS D'ENDETTEMENT	12/16	12/17	12/18	12/19	12/20	12/21e	12/22e	12/23e
Gearing	58%	50%	43%	34%	27%	32%	24%	21%
Dette nette / Capitalisation (x)	0,72	0,47	0,24	0,14	0,12	0,07	0,06	0,05
<b>Dette nette / EBITDA (x)</b>	<b>3,60</b>	<b>3,16</b>	<b>2,97</b>	<b>1,91</b>	<b>1,46</b>	<b>1,51</b>	<b>1,01</b>	<b>0,96</b>
EBITDA / frais financiers nets (x)	13,2	16,5	14,9	38,5	-276,9	765,1	-791,4	-514,7

Sources: ODDO BHF Securities, SIX



#### • Méthode de valorisation

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

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

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

#### • Nos recommandations boursières

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

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

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

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

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

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

#### Répartition des recommandations

		Surperformance	Neutre	Sous-performance
Ensemble de la couverture	(604)	58%	32%	10%
Contrats de liquidité	(89)	62%	34%	4%
Contrats de recherche	(40)	65%	30%	5%
Service de banque d'investissement	(42)	71%	19%	10%

#### 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 ? EDF

##### Prise de participation

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

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

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

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

##### Disclosure lié à la publication

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

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

##### Autres conflits d'intérêts

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

##### Conflits d'intérêts personnels



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

Non

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

Non

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

#### Historique des recommandations sur les 12 derniers mois

Société	Date	Recomm.	Cours	
Endesa	18/10/2021	Surperformance	18.65	Philippe Ourpatian
Fortum	22/10/2021	Neutre	27.59	Louis Boujard
	15/03/2021	Sous-performance	21.97	Louis Boujard
Uniper	22/10/2021	Sous-performance	39.00	Louis Boujard
	07/05/2021	Neutre	30.92	Louis Boujard
Verbund	18/03/2021	Sous-performance	61.35	Louis Boujard
	06/11/2020	Neutre	53.25	Louis Boujard

#### Historique des objectifs de cours sur les 12 derniers mois

Société	Date	Objectif	Cours	Analyste
EDF	22/10/2021	16.00 EUR	12.81	Louis Boujard
	08/04/2021	14.50 EUR	12.24	Louis Boujard
	26/01/2021	12.50 EUR	10.75	Louis Boujard
	16/11/2020	14.00 EUR	11.53	Louis Boujard
EDP	12/01/2021	6.00 EUR	5.38	Philippe Ourpatian
Endesa	18/10/2021	21.60 EUR	18.65	Philippe Ourpatian
Enel	25/11/2020	9.60 EUR	8.49	Philippe Ourpatian
ENGIE	18/11/2020	16.00 EUR	12.21	Louis Boujard
Fortum	22/10/2021	25.00 EUR	27.59	Louis Boujard
	01/07/2021	21.00 EUR	23.20	Louis Boujard
	13/05/2021	19.00 EUR	22.74	Louis Boujard
	18/11/2020	18.00 EUR	17.67	Louis Boujard
Iberdrola	11/10/2021	12.00 EUR	9.28	Philippe Ourpatian
	25/02/2021	12.80 EUR	10.29	Philippe Ourpatian
Naturgy	29/04/2021	23.00 EUR	21.30	Philippe Ourpatian
	16/11/2020	21.00 EUR	19.45	Philippe Ourpatian
RWE	20/10/2021	40.00 EUR	32.87	Louis Boujard
	17/03/2021	38.00 EUR	31.24	Louis Boujard
Uniper	22/10/2021	31.50 EUR	39.00	Louis Boujard
	07/05/2021	30.50 EUR	30.92	Louis Boujard
	05/03/2021	29.50 EUR	29.78	Louis Boujard
	11/11/2020	26.30 EUR	27.50	Louis Boujard
Verbund	22/10/2021	80.00 EUR	95.95	Louis Boujard
	05/07/2021	73.00 EUR	81.05	Louis Boujard
	13/05/2021	60.00 EUR	71.55	Louis Boujard
	18/03/2021	57.50 EUR	61.35	Louis Boujard
	06/11/2020	55.00 EUR	53.25	Louis Boujard



## 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.