

EQUITY RESEARCH

FRANÇAISE DE L'ENERGIE

ACTUALITÉ

Call Société

ACHAT

OC 70.0€

Potentiel: 228%

1^{ère} phase franchie du projet Agder

La commande d'un électrolyseur auprès d'ITM Power pose la première pierre du projet Agder Hydrogen Hub. A l'occasion de cette annonce, FDE réitère ses objectifs 2030 (CA 175 M€, EBITDA >85 M€) présentés lors du CMD fin mai 2024. FDE demeure une forte conviction à l'ACHAT. Les fondamentaux et les perspectives sont toujours aussi solides alors que la valorisation reste modeste, tant en relatif (4.7xVE/EBITDA26) qu'en absolu (DCF). Le titre se traite non loin de sa book value alors que le Groupe devrait rester très rentable et générer d'importants free cash-flows à l'avenir.

Avancée majeure dans l'approche multi-énergie

FDE vient de franchir la première phase de son projet de production d'hydrogène renouvelable en Norvège, signant un contrat de fourniture d'un électrolyseur d'une capacité de 20 MW au prix de 20 M€ auprès d'ITM Power. Un triplement des capacités de production d'hydrogène renouvelable, comme indiqué lors du CMD, est prévu pour 2029. Pour rappel, le projet Agder 1, détenu à 100% par FDE, bénéficie d'une subvention (ENOVA) de l'ordre de 148 M NOK (soit 40% du capex), le solde des investissements devant être financé par un mix equity 10%/dette 50%. Le démarrage de la production est planifiée pour le S2 2026 et nous comprenons que le prix sera fixé de gré à gré.

Fort potentiel de création de valeur

Pour Agder 1, en prenant comme hypothèse un CA de 25 M€ par an à plein régime (soit 8.3 M€ estimés pour FY27) et une marge d'EBITDA de 37.5%, nous calculons un TRI projet >20% (WACC 11.1%). Pour rappel, en *equity value*, nous valorisons cette première phase à 40.3 M€, soit l'équivalent de près d'un tiers de la capitalisation boursière de FDE. Or, cette valorisation ne reflète qu'une partie des activités de FDE, dont l'éventail de solutions s'est considérablement élargi (gaz de mine, bio-GNL, bio-CO₂, électricité, chaleur, hydrogène bas carbone) et l'implantation internationale fortement diversifiée (France, Belgique, Norvège, Bosnie).

Forte conviction renouvelée à l'Achat sur un titre nettement sous-évalué

Les prochains points d'étape qui devraient se succéder permettront à la société de regagner la confiance des investisseurs, qui se projettent alors au-delà de l'exercice en cours. Le potentiel de valorisation (DCF) que nous estimons est issu des multiples relais de croissance à puissant levier opérationnel analysés dans notre focus du 17 juin 2024 et toujours d'actualité. Notre thèse d'investissement ne faisant que se renforcer, nous recommandons de revisiter ce dossier dont l'exécution est très probante.

TP ICAP Midcap Estimates	06/23	06/24e	06/25e	06/26e	Valuation Ratio	06/24e	06/25e	06/26e
Chiffre d'affaires (m €)	39,2	31,4	36,2	78,5	VE/Sales	4,6	4,5	2,7
ROC (m €)	24,8	16,6	17,2	33,7	VE/EBITDA	7,3	7,4	4,7
MOC (%)	63,3	52,9	47,5	42,9	VE/EBIT	8,7	9,4	6,3
BPA (publié) (€)	2,45	2,13	2,35	4,40	PER	10,0	9,1	4,9
Dividende (€)	0,00	0,00	0,00	0,00	Source: TPICAP Midcap			
Dividend Yield (%)	0,0	0,0	0,0	0,0				
FCF (m €)	5,1	3,9	-10,4	-91,0				

Recherche partiellement payée par l'Emetteur

Key data

Prix actuel (€)	21,4
Secteur	Utilities
Ticker	FDE-FR
Nb d'actions (M)	5,183
Capitalisation boursière	110,6
Volumes traités/jour (k titres)	32,668
Prochain événement	RS 24-25: 25/03/25

Source: FactSet

Actionnaires (%)

Julien Moulin	15,3
Autres (>3% du capital)	25,0
Auto-contrôle	3,6
Free float	56,1

Source: TPICAP Midcap estimations

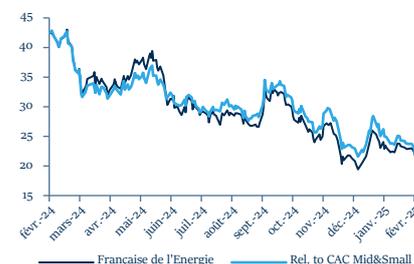
BPA (€)

	06/24e	06/25e	06/26e
Estimation	2,13	2,35	4,40
Changement de nos estimations (%)	0,0	0,0	0,0

Source: TPICAP Midcap estimations

Performance (%)

	1D	1M	YTD
Evolution du cours	0,7	-8,2	-9,7
Rel CAC Mid&Small	0,7	-12,0	-14,8



Source: FactSet

Consensus FactSet - Analystes: 4	06/24e	06/25e	06/26e
CA	31,4	34,5	60,1
ROC	16,1	15,4	28,3
RNpg	9,9	8,9	16,2

Analyst

Veneta Nikolova
veneta.nikolova@tpicap.com
+33173030972



FINANCIAL DATA

Compte de résultat	06/21	06/22	06/23	06/24e	06/25e	06/26e
CA total	10,2	26,2	39,2	31,4	36,2	78,5
Variation (%)	30,3	156,2	49,6	-19,8	15,1	117,0
Marge brute	6,3	20,3	35,1	26,8	32,6	64,4
% du CA	61,6	77,6	89,4	85,4	90,2	82,1
EBITDA	2,9	15,1	27,3	19,7	21,9	44,6
% du CA	28,2	57,6	69,7	62,7	60,5	56,8
ROC	1,1	14,3	24,8	16,6	17,2	33,7
% de CA	10,3	54,4	63,3	52,9	47,5	42,9
Eléments non récurrents	-0,1	-1,1	-8,1	0,0	0,0	0,0
Résultat opérationnel	1,4	13,1	16,7	16,6	17,2	33,7
Résultat financier	-1,2	-4,6	-1,8	-2,7	-2,7	-2,7
Impôt sur les résultats	0,1	-2,5	-2,5	-2,8	-3,0	-7,8
Taux d'impôt (%)	-32,1	25,7	17,0	20,0	20,4	25,0
Résultat Net part du groupe	0,3	7,3	12,7	11,0	12,2	22,8
BPA (publié)	0,50	1,41	2,45	2,13	2,35	4,40
Bilan financier	06/21	06/22	06/23	06/24e	06/25e	06/26e
Goodwill	0,0	5,8	4,6	9,7	9,7	9,7
Immobilisations corp. et incorp.	89,9	99,3	101,9	112,9	140,6	211,2
Droit d'utilisation	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Immobilisations financières	1,8	1,8	1,8	10,1	10,1	10,1
BFR	-7,7	-3,7	-3,4	-1,9	-0,1	2,3
Autres actifs	2,1	1,7	3,8	3,8	3,8	3,8
Total actifs	86,2	104,8	108,7	134,6	164,2	237,1
Capitaux propres	55,3	63,3	74,0	90,5	102,4	125,2
Intérêts Minoritaires	-0,0	-0,2	-0,3	0,0	0,0	0,0
Impôts différés	4,4	3,5	3,2	4,0	4,0	4,0
Dette Nette	20,1	31,8	25,1	33,5	51,1	101,2
Autres passifs	6,4	6,4	6,7	6,7	6,7	6,7
Total Passifs	86,2	104,8	108,7	134,6	164,2	237,1
Dette Nette hors IFRS16	20,1	31,8	25,1	33,5	51,1	101,2
Gearing	0,4	0,5	0,3	0,4	0,5	0,8
Levier	7,0	2,1	0,9	1,7	2,3	2,3
Tableau de flux	06/21	06/22	06/23	06/24e	06/25e	06/26e
CAF après coût de l'endettement et impôt	2,4	9,2	15,7	14,3	23,0	35,8
ΔBFR	4,4	-4,0	-0,3	-1,5	-1,7	-2,4
Cash flow généré par l'activité	6,8	5,2	15,3	12,8	21,2	33,4
Capex net	-10,0	-10,9	-10,2	-8,9	-31,6	-124,4
FCF	-3,2	-5,6	5,1	3,9	-10,4	-91,0
Acquisition/Cession	-0,1	-2,1	0,0	-13,5	0,0	0,0
Autres investissements	0,5	-3,2	1,7	-13,5	0,0	0,0
Variation d'emprunts	7,3	22,9	8,1	42,3	10,0	45,0
Dividendes	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Remboursement des dettes locatives	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Operation au Capital	0,0	0,0	-3,2	0,0	0,0	na
Autres flux	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0
Variation de trésorerie nette sur l'année	4,5	14,0	11,6	32,7	-0,4	-46,0
ROA (%)	0,2%	5,1%	9,2%	5,7%	5,7%	6,8%
ROE (%)	0,5%	11,4%	17,2%	10,7%	11,9%	18,2%
ROCE (%)	3,0%	31,2%	25,7%	21,9%	25,1%	105,5%

DISCLAIMER

Certifications d'analyste

Ce Rapport de recherche (le " Rapport ") a été approuvé par Midcap, une division commerciale de TP ICAP (Europe) SA (" Midcap "), un Prestataire de Services d'Investissement autorisé et régulé par l'Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution (" ACPR "). En publiant ce Rapport, chaque analyste de recherche ou associé de Midcap dont le nom apparaît dans ce Rapport certifie par la présente que (i) les recommandations et les opinions exprimées dans le Rapport reflètent exactement les opinions personnelles de l'analyste de recherche ou de l'associé sur tous les titres ou Emetteurs sujets discutés ici et (ii) aucune partie de la rémunération de l'analyste de recherche ou de l'associé n'était, n'est ou ne sera directement ou indirectement liée aux recommandations ou opinions spécifiques exprimées par l'analyste de recherche ou l'associé dans le Rapport.

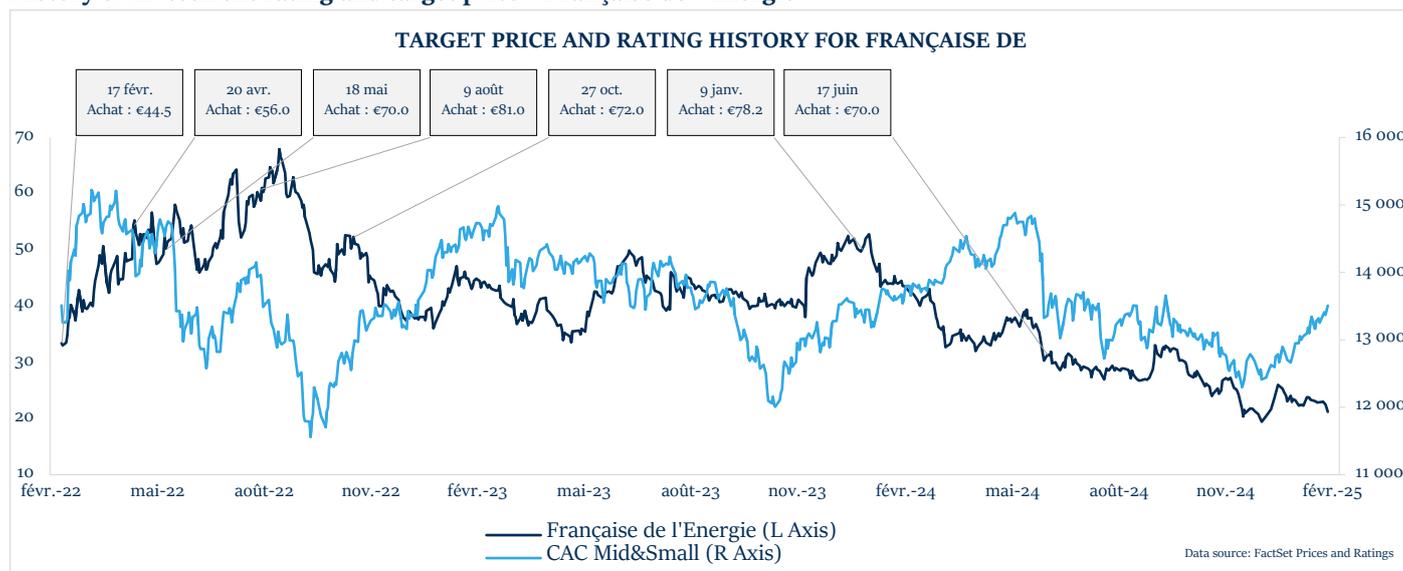
Méthodologie

Ce Rapport peut mentionner des méthodes d'évaluation définies comme suit :

1. Méthode DCF : actualisation des flux de trésorerie futurs générés par les activités de l'Émetteur. Les flux de trésorerie sont déterminés par les prévisions et les modèles financiers de l'analyste. Le taux d'actualisation utilisé correspond au coût moyen pondéré du capital, qui est défini comme le coût moyen pondéré de la dette de l'Émetteur et le coût théorique de ses fonds propres tels qu'estimés par l'analyste.
2. Méthode des comparables : application des multiples de valorisation boursière ou de ceux observés dans des transactions récentes. Ces multiples peuvent servir de référence et être appliqués aux agrégats financiers de l'Émetteur pour en déduire sa valorisation. L'échantillon est sélectionné par l'analyste en fonction des caractéristiques de l'Émetteur (taille, croissance, rentabilité, etc.). L'analyste peut également appliquer une prime/décote en fonction de sa perception des caractéristiques de l'Émetteur.
3. Méthode de l'actif et du passif : estimation de la valeur des fonds propres sur la base des actifs réévalués et ajustés de la valeur de la dette.
4. Méthode du dividende actualisé : actualisation des flux de dividendes futurs estimés. Le taux d'actualisation utilisé est généralement le coût du capital.
5. Somme des parties : cette méthode consiste à estimer les différentes activités d'une entreprise en utilisant la méthode d'évaluation la plus appropriée pour chacune d'entre elles, puis à en réaliser la somme.

Conflit d'intérêts entre TP ICAP Midcap et l'émetteur

- D. Midcap, ou toute personne morale qui lui est liée, est un teneur de marché ou un fournisseur de liquidité avec lequel un contrat de liquidité a été conclu concernant les instruments financiers de l'Émetteur: Française de l'Energie
- F. Midcap, ou toute personne morale qui lui est liée, est partie à tout autre accord avec l'Émetteur relatif à la fourniture de services d'investissement dans le cadre de l'activité corporate de Midcap: Française de l'Energie
- G. Midcap et l'Émetteur ont convenu de la fourniture par la première à la seconde d'un service de production et de distribution de la recommandation d'investissement sur ledit Émetteur: Française de l'Energie

History of investment rating and target price – Française de l'Energie

Recommendations et objectifs de prix historiques (-1Y)

Date	Analyste	Ancien Objectif de prix	Nouveau Objectif de prix	Cours de clôture	Ancienne Recommendation	Nouvelle Recommendation
23 Jan 25 - 06:53:07	Veneta Nikolova	€ 70.00	€ 70.00	€ 22.45	Achat	Achat
24 Oct 24 - 23:11:09	Veneta Nikolova	€ 70.00	€ 70.00	€ 27.50	Achat	Achat
24 Oct 24 - 08:07:54	Veneta Nikolova	€ 70.00	€ 70.00	€ 27.50	Achat	Achat
24 Jul 24 - 08:37:06	Veneta Nikolova	€ 70.00	€ 70.00	€ 28.60	Achat	Achat
17 Jun 24 - 08:22:23	Veneta Nikolova	€ 78.24	€ 70.00	€ 30.30	Achat	Achat
31 May 24 - 08:32:09	Veneta Nikolova	€ 78.24	€ 78.24	€ 39.35	Achat	Achat
26 May 24 - 11:49:18	Veneta Nikolova	€ 78.24	€ 78.24	€ 36.35	Achat	Achat
02 May 24 - 06:11:24	Veneta Nikolova	€ 78.24	€ 78.24	€ 33.80	Achat	Achat
25 Apr 24 - 07:35:50	Veneta Nikolova	€ 78.24	€ 78.24	€ 34.40	Achat	Achat
22 Mar 24 - 08:20:39	Veneta Nikolova	€ 78.24	€ 78.24	€ 32.70	Achat	Achat
08 Mar 24 - 08:16:37	Veneta Nikolova	€ 78.24	€ 78.24	€ 43.00	Achat	Achat

Distribution des recommandations d'investissement

Rating	Recommandation Universe*	Portion of these provided with investment banking services**
Achat	80%	62%
Conserver	15%	72%
Vente	3%	20%
Sous revue	2%	100%

Midcap utilise un système de recommandation basé sur les éléments suivants :

Acheter : Devrait surperformer les marchés de 10% ou plus, sur un horizon de 6 à 12 mois.

Conserver : performance attendue entre -10% et +10% par Rapport au marché, sur un horizon de 6 à 12 mois.

Vendre : l'action devrait sous-performer les marchés de 10% ou plus, sur un horizon de 6 à 12 mois.

L'historique des recommandations d'investissements et le prix cible pour les Emetteurs couverts dans le présent Rapport sont disponibles à la demande à l'adresse suivante : <https://researchtpicap.midcapp.com/en/disclaimer>.

Avis de non-responsabilité générale

Ce Rapport est confidentiel et est destiné à l'usage interne des destinataires sélectionnés uniquement. Aucune partie de ce document ne peut être reproduite, distribuée ou transmise sans le consentement écrit préalable de Midcap.

Ce Rapport est publié à titre d'information uniquement et ne constitue pas une sollicitation ou une offre d'achat ou de vente des titres qui y sont mentionnés. Les informations contenues dans ce Rapport ont été obtenues de sources jugées fiables et publiques, Midcap ne fait aucune déclaration quant à leur exactitude ou leur exhaustivité. Les prix de référence utilisés dans ce Rapport sont des prix de clôture de la veille sauf indication contraire. Toutes les opinions exprimées dans ce Rapport reflètent notre jugement à la date des documents et sont susceptibles d'être modifiées sans préavis. Les titres abordés dans ce Rapport peuvent ne pas convenir à tous les investisseurs et ne sont pas destinés à recommander des titres, des instruments financiers ou des stratégies spécifiques à des clients particuliers. Les investisseurs doivent prendre leurs propres décisions d'investissement en fonction de leur situation financière et de leurs objectifs d'investissement. La valeur du revenu de votre investissement peut varier en raison de l'évolution des taux d'intérêt, de l'évolution des conditions financières et opérationnelles des entreprises et d'autres facteurs. Les investisseurs doivent être conscients que le prix du marché des titres dont il est question dans ce Rapport peut être volatil. En raison du risque et de la volatilité du secteur, de l'Emetteur et du marché en général, au prix actuel des titres, notre note d'investissement peut ne pas correspondre à l'objectif de prix indiqué. Des informations supplémentaires concernant les titres mentionnés dans ce Rapport sont disponibles sur demande.

Ce Rapport n'est pas destiné à être distribué ou utilisé par une entité citoyenne ou résidente, ou une entité située dans une localité, un territoire, un état, un pays ou une autre juridiction où une telle distribution, publication, mise à disposition ou utilisation serait contraire ou limitée par la loi ou la réglementation. L'entité ou les entités en possession de ce Rapport doivent s'informer et se conformer à de telles restrictions, y compris MIFID II. Ce Rapport est uniquement destiné aux personnes qui sont des Contreparties Eligibles ou des Clients Professionnels au sens de la réglementation MIFID II. Il n'est pas destiné à être distribué ou transmis, directement ou indirectement, à toute autre catégorie de personnes. Le Rapport fait l'objet d'une diffusion réservée. La recherche a été réalisée conformément aux dispositions de la Charte des Bonnes Pratiques relative à la recherche sponsorisée. Midcap a adopté des dispositions administratives et organisationnelles efficaces, y compris des " barrières d'information ", afin de prévenir et d'éviter les conflits d'intérêts en matière de recommandations d'investissement. La rémunération des analystes financiers qui participent à l'élaboration de la recommandation n'est pas liée à l'activité de corporate finance.