

## EQUITY RESEARCH

## FRANÇAISE DE L'ENERGIE

PUBLICATION

Call Société

ACHAT

OC 70.0€

Potentiel: 212%

**Mise en service imminente de 2 nouvelles cogénérations**

La principale surprise de cette publication réside dans l'obtention des autorisations nécessaires à la connexion de 4 nouvelles machines de gaz de mine !

**CA S1 conforme à nos attentes pour l'exercice**

Le CA S1 24/25 recule de -11% à 15,5 M€ (Drin Energija, détenue à 49,5% par Greenstat en intégration globale), après une hausse séquentielle de 21,4% à 8,5 M€ du CA T2 (-8,6% yoy). La contribution du gaz, limitée à seulement 2 mois en raison de l'indisponibilité du réseau de transport GRTgaz, s'élève à 3,1 M€ (vs 4 M€ sur 4 mois l'an passé), des procédures étant en cours pour réparer le préjudice subi depuis 2019. Le CA lié à l'électricité (cogénérations, dont 10 en France et 5 en Belgique, ainsi que 15 MW de centrales solaires en France) ressort à 7 M€ (contre 13 M€ au S1 23/24). Le groupe a su optimiser les prix futurs, ayant sécurisé une part importante de sa production annuelle à 150 €/MWh (contre 140 €/MWh l'année précédente). La croissance externe a contribué à hauteur de 4,1 M€ (dont 1,8 M€ pour des projets de construction de centrales photovoltaïques et 3,3 M€ pour la production d'énergie solaire en Bosnie).

**Obtention d'autorisations pour de nouvelles cogénérations.**

Nous comprenons que le groupe dispose des arrêtés préfectoraux pour la connexion au réseau de 2 cogénérations déjà installées à Angres, pour une capacité totale de production d'électricité de 3 MW pour deux autres à Rouvignies (3 MW). Ces cogénérations seront valorisées en mode obligation d'achat (à environ 82 €/MWh) et devraient contribuer pour environ 4 M€ de CA en base annuelle.

**Accélération de la croissance toujours attendue à partir du S2 2025**

Conformément à notre scénario, les premières contributions significatives au CA des activités norvégiennes (production de gaz naturel renouvelable à Stavanger/100 GWh dès fin 2025 et à Halså/120 GWh en 2026, couplées à la production de 14 200 tonnes par an de Bio-CO2 liquide et de 165 000 tonnes d'engrais biologique) devraient se concrétiser dès FY 25/26. À noter qu'un tiers des intrants est déjà sécurisé. Le site d'Agder démarrera comme prévu la production d'hydrogène renouvelable dès fin 2026. Enfin le groupe réitère ses objectifs 2030 (CA >175 M€, EBITDA >85 M€) dont, pour rappel, le financement est sécurisé.

**Valorisation particulièrement attractive**

Avec l'obtention des autorisations, la mise en service des cogénérations en France est imminente. Nous réitérons notre scénario de forte accélération de la croissance dès FY 25/26 sous l'effet de la montée en puissance et de la diversification des sources d'énergie (bio-GNL, bio-CO2, solaire PV et hydrogène décarboné) et le maintien d'une grande efficacité opérationnelle devrait soutenir des marges élevées. L'action, qui offre un très fort potentiel à la hausse, se négocie sur des multiples EV/EBITDA de 7.6x pour 2025 et 4.9x pour 2026, ne reflétant pas les ambitions du Groupe à moyen terme, pourtant crédibles. Recommandation ACHAT confirmée.

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	4,8	4,6	2,8
ROC (m €)	24,8	16,6	17,2	33,7	VE/EBITDA	7,6	7,6	4,9
MOC (%)	63,3	52,9	47,5	42,9	VE/EBIT	9,0	9,7	6,5
BPA (publié) (€)	2,45	2,13	2,35	4,40	PER	10,6	9,5	5,1
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 (€)	22,5
Secteur	Utilities
Ticker	FDE-FR
Nb d'actions (M)	5,183
Capitalisation boursière	116,3
Prochain événement	CA S1 24-25: : 23/01/25

Source: FactSet

**Actionnaires (%)**

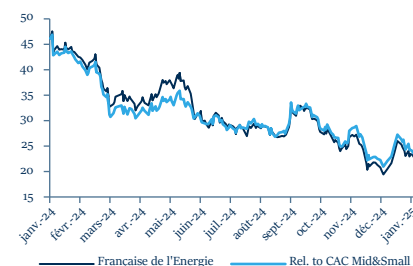
Julien Moulin	15,3
Autres (>3% du capital)	25,0
Auto-contrôle	3,6
Free float	56,1

Source: TPICAP Midcap estimations

BPA (€)	06/24e	06/25e	06/26e
Estimation	2,13	2,35	4,40
Changement de nos estimations (%)	-1,4	-0,6	-1,9

Source: TPICAP Midcap estimations

Performance (%)	1D	1M	YTD
Evolution du cours	0,4	17,3	-5,1
Rel CAC Mid&Small	0,8	11,9	-6,9



Source: FactSet

Consensus FactSet - Analystes: 4	06/24e	06/25e	06/26e
CA	35,7	45,7	69,6
ROC	16,5	20,2	34,8
RNpg	10,0	13,5	24,1

Analyst

Veneta Nikolova  
veneta.nikolova@tpicap.com  
+33173030972



**FINANCIAL DATA**

<b>Compte de résultat</b>	<b>06/21</b>	<b>06/22</b>	<b>06/23</b>	<b>06/24e</b>	<b>06/25e</b>	<b>06/26e</b>
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
<b>EBITDA</b>	<b>2,9</b>	<b>15,1</b>	<b>27,3</b>	<b>19,7</b>	<b>21,9</b>	<b>44,6</b>
% du CA	28,2	57,6	69,7	62,7	60,5	56,8
<b>ROC</b>	<b>1,1</b>	<b>14,3</b>	<b>24,8</b>	<b>16,6</b>	<b>17,2</b>	<b>33,7</b>
% 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
<b>Résultat Net part du groupe</b>	<b>0,3</b>	<b>7,3</b>	<b>12,7</b>	<b>11,0</b>	<b>12,2</b>	<b>22,8</b>
BPA (publié)	0,50	1,41	2,45	2,13	2,35	4,40
<b>Bilan financier</b>	<b>06/21</b>	<b>06/22</b>	<b>06/23</b>	<b>06/24e</b>	<b>06/25e</b>	<b>06/26e</b>
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
<b>Tableau de flux</b>	<b>06/21</b>	<b>06/22</b>	<b>06/23</b>	<b>06/24e</b>	<b>06/25e</b>	<b>06/26e</b>
CAF après coût de l'endettement et impôt	2,4	9,2	15,7	14,3	23,0	35,8
<b>ΔBFR</b>	<b>4,4</b>	<b>-4,0</b>	<b>-0,3</b>	<b>-1,5</b>	<b>-1,7</b>	<b>-2,4</b>
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 :

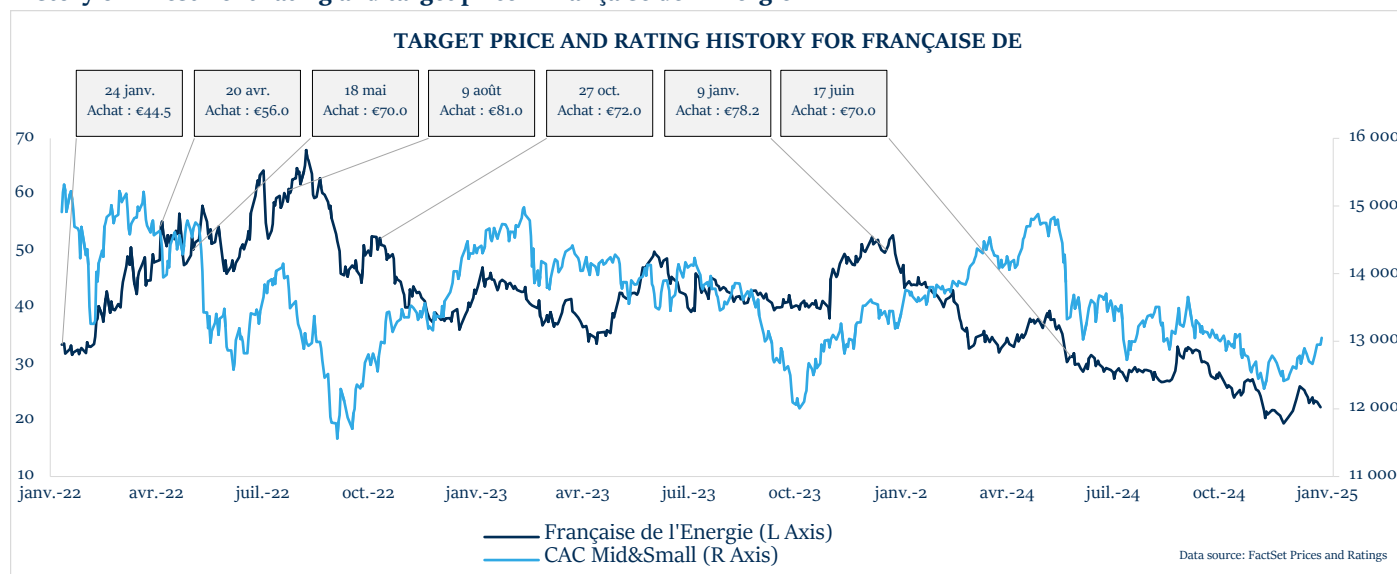
1. Méthode DCF : actualisation des flux de trésorerie futurs générés par les activités de l'Émetteur. Les flux de trésorerie sont déterminés par les prévisions et les modèles financiers de l'analyste. Le taux d'actualisation utilisé correspond au coût moyen pondéré du capital, qui est défini comme le 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**

**Distribution des recommandations d'investissement**

Rating	Recommendation Universe*	Portion of these provided with investment banking services**
Achat	80%	63%
Conserver	14%	71%
Vente	4%	17%
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.