

# GTT (EUR 72.95)

16 juin 2021

Opinion Prudente / Objectif de cours EUR 65.00

Fabien Le Disert

Analyste financier / Banque de Détail

Au 31/12 (EUR)	2019	2020	2021E	2022E
CA (m)	288	396	297	236
EBE (m)	174.3	242.6	169.3	123.0
REX (m)	170.0	236.3	163.0	116.7
RNpg publié (m)	143.4	198.9	136.8	97.9
BPA retraité	3.86	5.35	3.68	2.63
Dividende net	3.25	4.29	2.95	2.11
P/E (x)	21.4	14.7	19.8	27.7
VE/EBE (x)	16.7	11.6	15.4	21.2
ROE retraité (%)	75.1	89.1	58.7	45.3
Dettes fin./FPropres (%)	-83.6	-58.0	-59.1	-62.4

**Actionnariat :**  
Flottant 69.6%,  
Engie 30.4%.

**Résultats du 2T21 :**  
28/07/2021.

Nombre d'actions	37.2 m
Capitalisation boursière Flottant	EUR 2 712 m
Volume quotidien ('000)	121
Indice CAC 40	6 652.7
Code ISIN	FR0011726835
Croissance annuelle des BPA sur 3 ans	-12%
Rendement 2021E	4.0%
Taux de distribution 2021E	-59%

## Un consensus déraisonnable ...

Gaztransport & Technigaz (GTT) est un groupe français né de la fusion entre Gaztransport et Technigaz en 1994. Introduit en Bourse en février 2014, GTT est le leader dans le transport par voie maritime et le stockage de gaz naturel liquéfié (GNL). Le groupe compte ~370 collaborateurs et possède des technologies majeures (Mark, NO) permettant de réduire les coûts de transport du GNL pour les navires (LNGC : méthaniers ; FSRU : unités flottantes de stockage et de regazéification du GNL ; FLNG : usines flottantes de production, de stockage et déchargement du GNL). Les principaux clients de GTT sont les chantiers navals en Asie, le groupe réalisant ~95% de son CA dans cette zone (dont une grande partie en Corée du Sud) et 5% dans le reste du monde.

### Événements récents

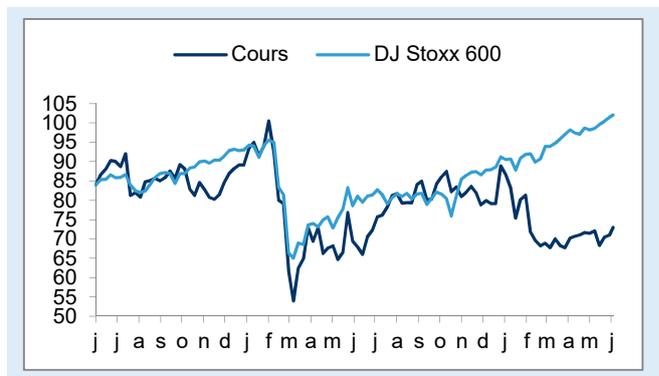
- Au titre du 1T21, GTT a dévoilé un CA légèrement au-dessus des attentes à EUR 87.5 m (vs EUR 82 m E). Le groupe a confirmé ses objectifs 2021 lors de la publication.
- Fin mai, Engie a annoncé son intention de céder 10% du capital de GTT via la construction accélérée d'un livre d'ordres (ABB) puis 10% via des obligations échangeables en actions ordinaires existantes GTT.

### Opportunités

- GTT reste une entreprise unique avec des technologies de pointe (Mark, NO), un bilan solide et une génération de flux de trésorerie positive. En plus d'une bonne publication au 1T21, le groupe a confirmé ses objectifs 2021 en termes : 1) de CA (EUR 285 - 315 m) ; 2) d'EBE (EUR 150 - 170 m) et 3) de dividendes (taux de distribution d'au moins 80%). GTT est donc une entreprise attractive pour les investisseurs à la recherche d'un titre dont la volatilité est faible pour le secteur des services énergétiques.
- Nous étions sceptiques concernant les projets d'expansion des capacités de GNL du Qatar (projet NFE), mais le contrat remporté au 4T20 par Baker-Hughes auprès de Qatar Petroleum a changé la donne. Il signale que le Qatar est finalement prêt à passer (plus vite que nous le pensions) à la vitesse supérieure sur le GNL. Le projet NFE pourrait déboucher sur 32 commandes entre 2023-25. Nous sommes plus confiants sur la dynamique commerciale à partir de 2023E grâce aux projets décidés en 2019 (~70 millions de tonnes par an), au projet NFE et au renouvellement progressif de la flotte.

### Risques

- Fin mai, Engie a annoncé son intention de céder 10% du capital de GTT via la construction accélérée d'un livre d'ordres (ABB) et 10% via des obligations échangeables en actions ordinaires existantes GTT. Depuis fin 2020, Engie examinait officiellement la cession de sa participation dans GTT (40%). Cette annonce explique les pressions sur le cours de Bourse de GTT depuis plusieurs semaines puisque la cession de titres GTT s'est effectuée à EUR 67/action, soit une décote d'environ 8% par rapport au cours de clôture de GTT mercredi 16/06.
- Depuis le début de l'année, GTT a reçu plus de 20 commandes avec des livraisons principalement pour 2024, signifiant qu'elles auront une contribution sur les revenus à partir du 2S23. Malgré ces



nouvelles incontestablement positives pour le groupe, nous continuons de penser que le consensus est trop haut en 2022 mais aussi en 2023 puisque la majorité des commandes sécurisées depuis le début de l'année seront livrées en 2024. Le consensus de CA pour 2022 est actuellement à EUR 320 m alors que nous nous situons à EUR 236 m en 2022 (environ 25% en dessous) et EUR 249 m en 2023. En conclusion, nous réaffirmons notre conviction que le CA « normalisé » de GTT se situe autour de EUR 250-300 m et que le record de 2019 (EUR 400 m) était « exceptionnel » et ne sera donc pas battu de sitôt.

- Nous pensons que la marge d'EBE de GTT devrait être structurellement plus faible au cours des prochaines années en raison : 1) de la hausse de la masse salariale (recrutements pour assurer la croissance) ; 2) de la concurrence de DSME (concurrent), qui pourrait proposer sa propre technologie (Solidus) et 3) de la diversification du groupe dans d'autres activités (comme l'hydrogène par exemple). Ce point nous semble mal pris en compte par les investisseurs.

- Avec des pressions selon nous structurelles sur la croissance du CA et la rentabilité, nous pensons que le titre est survalorisé (P/E de ~28x en 2022E et VE/EBE > 20x). Pour rappel, nous valorisons GTT sur la base de 3 méthodes : 1) un DCF ; 2) un rendement des dividendes et 3) un multiple P/E (prospectif) reposant sur des résultats normalisés après 2022E.

### Conclusion

**GTT est une entreprise unique avec une technologie de pointe, un bilan solide et une génération de flux de trésorerie positive. A long terme, les commandes et les livraisons devraient être soutenus par les projets d'expansion des capacités de GNL du Qatar et les nouveaux objectifs (climatiques) de la Chine. Néanmoins, le CA et les résultats du groupe en 2022-23E seront selon nous affectés pas le calendrier des commandes. Dans un contexte de révision en baisse du consensus, la valorisation nous semble trop élevée. Opinion prudente. Objectif de cours de EUR 65.00.**