

# Alstom (EUR 26.57)

9 février 2022

Opinion Positive / Objectif de cours EUR 34.50

Louis Barranger

Analyste financier / Banque de Détail

Au 31/03 (EUR)	2020/21	2021/22E	2022/23E	2023/24E
CA (m)	8 785	15 473	16 522	17 242
EBE (m)	0	1 085	1 176	1 579
REX (m)	300	57	189	620
RNpg publié (m)	247	50	121	550
BPA retraité	1.73	1.26	1.43	2.51
Dividende net	0.25	0.17	0.22	0.53
P/E (x)	23.9	21.0	18.6	10.6
VE/EBE (x)	-	10.1	9.1	6.5
ROE retraité (%)	7.4	5.2	5.9	10.1
Dettes fin./FPropres (%)	9.9	24.2	19.0	12.5

<b>Actionnariat :</b>	<b>Nombre d'actions</b>	372.6 m
Flottant 78.0%,	<b>Capitalisation boursière</b>	EUR 9 900 m
CDPQ 17.0%,	<b>Flottant</b>	
BlackRock 5.0%.	<b>Volume quotidien ('000)</b>	2,582
	<b>Indice CAC 40</b>	7 130.9
	<b>Code ISIN</b>	FR0010220475
<b>Résultats 2021/22 (clos fin mars) :</b>	<b>Croissance annuelle des BPA sur 3 ans</b>	-9%
11/05/2022	<b>Rendement 2022E</b>	0.8%
	<b>Taux de distribution 2022E</b>	19%

## Un groupe sur de bons rails !

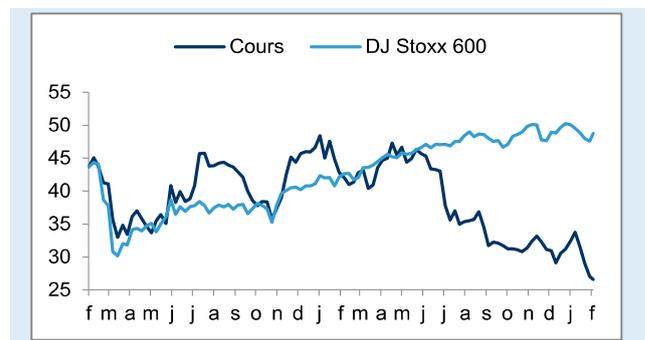
Fleuron français de l'industrie des transports cumulant >90 ans d'expérience dans le ferroviaire, Alstom dispose d'une gamme complète de solutions de mobilité réparties de la manière suivante : 1) Matériels roulants, comprenant la fabrication de trains, tramway, métros (51% du CA sur l'exercice 2020/21 clos le 31/03) ; 2) Services, regroupant les activités de maintenance, de modernisation et de réparation (20%) ; 3) Signalisation (18%) et 4) Systèmes, qui englobent les solutions de systèmes intégrés pour les tramways ou encore les grandes lignes (11%). Par région, le CA est scindé entre : l'Europe (66%), l'Asie-Pacifique (12%), l'Afrique /Moyen-Orient/Afrique (11%) et les Amériques (11%).

### Événements récents

- Le 29/01, Alstom a finalisé l'acquisition de Bombardier Transport (BT).
- Au 3T21/22 (clos fin décembre), Alstom a publié (20/01) un CA en hausse de 5.5% en organique (retraités de l'acquisition de BT) à EUR 3.92 md (en ligne avec le consensus, supérieur à nos estimations).

### Opportunités

- Alstom bénéficiera selon nous du développement structurel du ferroviaire. Ce marché devrait aussi sortir plus fort de la pandémie, soutenu notamment par des programmes de relance et par une volonté des politiques d'accélérer la transition énergétique. A titre d'exemple, le plan *France Relance*, consacre EUR 4.7 md pour le ferroviaire français. Ce montant est proche des EUR 5 md, alloués par l'Allemagne à la Deutsche Bahn (SNCF allemande). Par ailleurs, offrir une alternative à l'avion en reliant les capitales européennes fait également partie des projets en cours. Fin 2020, l'Allemagne, l'Autriche, la France et la Suisse ont d'ailleurs annoncé un accord pour faire renaître le « Trans Europ Express ». De plus, Alstom a fait de l'innovation un véritable moteur de croissance (R&D : ~4% du CA 2021/22E) et souhaite devenir le *leader* des solutions de mobilité vertes et intelligentes. Le groupe a notamment développé le *Coradia iLint*, 1<sup>er</sup> train zéro émission fonctionnant avec une pile à hydrogène. La volonté croissante des Etats de réduire leur empreinte carbone (l'UE a désigné 2021 comme étant « l'année européenne du rail ») place donc Alstom en bonne voie pour remporter de nouveaux contrats. A moyen terme, nous tablons ainsi sur un taux de croissance annuel moyen (TCAM) du secteur de 2-3%.
- L'acquisition de BT est selon nous une opération transformante pour Alstom qui devient désormais le 2<sup>ème</sup> acteur mondial du ferroviaire. Cette opération pourrait aussi permettre à Alstom de réaliser d'importantes synergies de coûts (EUR 400 m/an d'ici 2025/26) et d'améliorer la rentabilité des projets entrants au cours des 3 prochaines années. Par ailleurs, avec BT, Alstom se renforce dans plusieurs régions comme l'Amérique du Nord et la Chine, mais aussi sur toute la chaîne de valeur du rail. Dans la division Signalisation par exemple, le rapprochement des deux activités propulse Alstom à la 2<sup>ème</sup> place du podium (vs n°4 auparavant). Selon nous, l'exercice 2022/23E devrait déjà enregistrer les premiers effets bénéfiques des synergies attendues du rapprochement et de l'amélioration de la performance des contrats de BT.
- Alstom bénéficie d'un carnet de commandes conséquent (>EUR 77 md à fin décembre 2021). Le ratio prises de commandes/CA est >1x,



offrant ainsi une bonne visibilité sur les revenus du groupe. Par ailleurs, nous sommes de plus en plus confiants dans les perspectives de Alstom, le groupe ayant démontré lors de ses dernières publications : 1) son excellence dans l'exécution de projets et 2) sa capacité à préserver ses marges dans un environnement marqué par des tensions inflationnistes. De plus, son *leadership* dans les divisions Matériel roulants, Signalisation et Services, conforte notre hypothèse selon laquelle Alstom devrait surperformer le marché du rail en termes de croissance des ventes (TCAM > 2-3%) et améliorer sa rentabilité avec une Mop ajustée passant de 4.8% en 2021/22E à 8.4% en 2025/26E. Le taux de conversion du RN en flux de trésorerie disponible (FCF) devrait aussi se normaliser et atteindre les 80% sur la période. Au global, avec la récente baisse du titre, nous observons une nette amélioration du couple rendement/risque.

### Risques

- Un échec dans l'intégration de BT ou un retard dans les synergies demeure le principal risque du cas d'investissement. Couplée aux effets de la pandémie, cette opération reste risquée car elle pourrait impacter la capacité du groupe à générer des FCF. Les investisseurs ont d'ailleurs sévèrement sanctionné le titre après que Alstom a indiqué tabler sur des FCF négatifs au 1S21/22 lors du dernier CMD (6/07/21). Le marché restera aussi attentif sur l'avancée du groupe pour résoudre les problèmes de contrats non performants de BT.
- La taille du Chinois CRRC (*leader* mondial du matériel roulant) demeure une menace incontestable à long terme pour Alstom. Le projet des « nouvelles routes de la soie » orchestré par Xi Jinping devrait influencer sa présence sur le continent européen.

### Conclusion

Alstom semble se remettre sur de bons rails au vu de l'amélioration de ses perspectives. Ses dernières publications se sont avérées être solides avec notamment des progrès dans l'intégration de BT. Malgré des difficultés qui persistent (BFR important, contrats peu performants de BT...), nous pensons que le cours de l'action offre un bon point d'entrée pour des investisseurs ayant un horizon d'investissement à moyen terme. Opinion positive. Objectif de cours de EUR 34.50.

# Arkema (EUR 130.85)

9 février 2022

Opinion Positive / Objectif de cours EUR 145.00

Reda Sabri

Analyste financier / Banque de Détail

Au 31/12 (EUR)	2020	2021E	2022E	2023E
CA (m)	7 884	9 236	8 837	9 059
EBE (m)	1 182	1 672	1 516	1 575
REX (m)	600	1 784	833	889
RNpg publié (m)	332	1 330	582	639
BPA retraité	5,11	11,15	9,66	10,21
Dividende net	2,50	2,70	2,80	2,90
P/E (x)	16,7	11,7	13,5	12,8
VE/EBE (x)	7,6	6,8	8,1	7,6
ROE retraité (%)	7,5	14,6	10,9	10,8
Dettes fin./FPropres (%)	20,2	1,9	18,9	12,3

**Actionnariat :**  
Flottant 77.0%,  
Norges Bank 5.9%,  
BPI France 6.3%,  
BlackRock 5.8%,  
NNS Luxembourg 5.0%.

**Résultats 2021 :**  
24/02/2021.

Nombre d'actions	75.370918 m
Capitalisation boursière	R 9862.284620 m
<b>Flottant</b>	
Volume quotidien ('000)	278
Indice CAC 40	7 130.880000
Code ISIN	FR0010313833
Croissance annuelle des BPA sur 3 ans	6%
Rendement 2022E	2,4%
Taux de distribution 2022E	19%

## La transformation continue !

Issu en 2004 de la réorganisation de la branche chimie de Total puis introduit en Bourse en 2006, Arkema est devenu un acteur mondial de la chimie de spécialité, employant ~20k collaborateurs dans 55 pays. La gamme de produits est destinée à plusieurs industries : bâtiment, chimie, automobile, revêtements, électronique, énergie, aéronautique, alimentation, pharmacie. En avril 2020, le groupe s'est réorganisé autour des Matériaux de Spécialités, qui compte quatre pôles d'activités : 1) Les Adhésifs (26% du CA en 2020) avec *Bostik* ; 2) Les Matériaux avancés (32%, polymères techniques et additifs de performance) ; 3) *Coating Solutions* (24%, acryliques et résines de revêtements) et 4) Intermédiaires (18%, MMA/PMMA). Enfin, Arkema réalise 36% de ses revenus en Europe, 33% en Amérique du Nord, 27% en Asie et 4% dans le reste du monde.

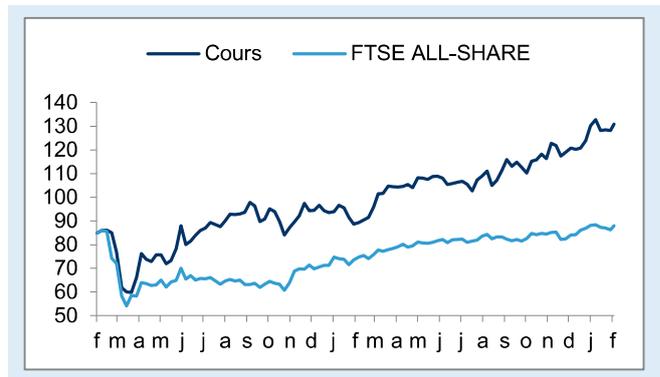
### Événement récent

• Le 10/11, Arkema a publié de bons résultats au titre du 3T21. Le CA s'est élevé à EUR 2.4 md (+26% en organique), tiré par une hausse des volumes (+5%) et des prix (+24%). Tous les segments ont positivement surpris, en particulier *Coating Solutions* (+147%). L'EBE a progressé de 54% à EUR 474 m (+12% au-dessus de nos estimations) et la Mop s'est élevée à 19.8% (+370 pb).

### Opportunités

• Nous apprécions la transformation (en cours) du portefeuille de Arkema autour d'activités stratégiques à fort potentiel de croissance et de nature moins cyclique. Le groupe est en effet en bonne voie pour devenir un *pure player* dans les matériaux de spécialité d'ici 2024 (grande ambition de Arkema). Deux étapes majeures ont marqué le « recentrage » du portefeuille du chimiste en 2021, à savoir : 1) la cession d'une partie des activités Intermédiaires (*polyoléfines* et *PMMA*) et 2) l'acquisition de l'activité *Performance Adhesives* de Ashland, un acteur majeur des adhésifs aux Etats-Unis. Cette dernière opération permettra au groupe : 1) de renforcer sa présence aux Etats-Unis ; 2) de bénéficier de synergies attractives (développement commercial et technologique) ; 3) d'améliorer la rentabilité des activités d'adhésifs (nouvelle cible de marge d'EBE de 17% à horizon 2024E vs 16% auparavant) et 4) de créer de la valeur pour les actionnaires (hausse de 11% des BPA d'ici 2026). Selon nous, de nouvelles acquisitions/opérations pourraient encore plus renforcer le profil moins cyclique du groupe.

• Arkema est bien positionné pour répondre aux « mégatendances » du secteur de la chimie, qui devraient par ailleurs soutenir la croissance à long terme du groupe, à savoir : la raréfaction des ressources, l'urbanisation, le changement climatique ou encore les nouvelles technologies. Arkema a ainsi accéléré ses investissements dans plusieurs marchés, notamment dans l'électromobilité, avec son entrée au capital de Verkor, une *start-up* française spécialisée dans la production de batteries haute performance. Le chimiste a également annoncé l'augmentation de ses capacités de production de sa gamme de *fluoropolymères* Kynar (un plastique de spécialité) afin de répondre à la demande en forte croissance de matériaux pour les batteries lithium-ion. Au global, Arkema vise des revenus « d'au moins » EUR 1 md d'ici 2030 pour ses activités liées aux batteries, un segment qui ne représentait que EUR 100 m de CA en 2019 (~ x10 en 11 ans). Toutes ces annonces vont dans le bon sens selon nous.



- Nous apprécions les efforts du groupe en matière de critères ESG. Le chimiste se classe effectivement parmi les meilleures entreprises de son secteur (3<sup>ème</sup> au classement du *Dow Jones Sustainability Indices* en 2021), notamment grâce à : 1) des objectifs ambitieux en termes de réduction des gaz à effet de serre (-38% d'ici 2030) et 2) la production de solutions innovantes et durables en utilisant des matériaux biosourcés et recyclables.
- Avec sa transformation progressive vers un pur acteur de la chimie de spécialité, les multiples de Arkema devraient selon nous augmenter à moyen terme, le profil de l'entreprise étant perçu comme moins risqué par les investisseurs. Notre valorisation fait ressortir un potentiel de hausse d'un peu plus 10%.

### Risques

- Bien que les bons résultats de Arkema sur les 9 premiers mois de 2021 renforcent notre confiance dans les perspectives à court/moyen terme, le groupe pourrait être « victime de son succès ». En effet, la bonne dynamique observée en 2021 pourrait constituer une base de comparaison difficile pour 2022, les marges d'EBE étant déjà élevées, ce qui limiterait le potentiel d'amélioration.
- Dans le cadre de sa transformation, certains investisseurs redoutent que des opérations « trop chères » soient destructrices de valeur. L'acquisition de l'activité *Performance Adhesives* d'Ashland pour USD 1.65 md a d'ailleurs soulevé plusieurs questions au vu de multiples de valorisation particulièrement élevés (17.4x l'EBE 2021E, soit une prime de 30% par rapport aux multiples moyens du secteur). Les investisseurs sont donc particulièrement attentifs à l'évolution de l'endettement du groupe (Arkema vise un ratio dette nette/EBE de 2.0x à long terme vs 1.9x en 2021E).

### Conclusion

Nous apprécions le repositionnement stratégique de Arkema vers des activités moins cycliques et à forte valeur ajoutée. Selon nous, cette transformation devrait *in fine* déboucher sur une revalorisation du titre. Toutefois, des acquisitions d'ampleur à des multiples élevés constituent un risque. **Opinion positive. Objectif de cours de EUR 145.00.**

# Lanxess (EUR 53.96)

9 février 2022

Opinion Positive / Objectif de cours EUR 79.00

Reda Sabri

Analyste financier / Banque de Détail

Au 31/12 (EUR)	2020	2021E	2022E	2023E
CA (m)	6 104	7 419	8 492	9 085
EBE (m)	862	1 009	1 157	1 378
REX (m)	253	356	536	747
RNpg publié (m)	885	245	339	497
BPA retraité	3,50	4,59	5,64	7,38
Dividende net	1,00	1,10	1,20	1,30
P/E (x)	14,1	11,7	9,6	7,3
VE/EBE (x)	7,5	8,2	8,0	6,5
ROE retraité (%)	10,7	13,6	16,6	19,6
Dettes fin./FPropres (%)	24,1	71,3	97,3	77,2

<b>Actionnariat :</b>	<b>Nombre d'actions</b>	86.346303 m
Flottant 75.4%,	<b>Capitalisation boursière</b>	JR 4659.2465 D m
Capital Group 10.0%,	<b>Flottant</b>	
Deutsche Bank 9.8%,	<b>Volume quotidien ('000)</b>	353
BlackRock 4.8%.	<b>Indice CAC 40</b>	7 30.880000
	<b>Code ISIN</b>	DE0005470405
<b>Résultats 2021:</b>	<b>Croissance annuelle des BPA sur 3 ans</b>	34%
11/03/2021.	<b>Rendement 2022E</b>	2.2%
	<b>Taux de distribution 2022E</b>	97%

## Repositionnement gagnant

Issu de la cession par Bayer de ses activités dans la chimie et les polymères en 2004, Lanxess est l'un des *leaders* mondiaux des produits de spécialité. Le groupe est présent dans ~30 pays et compte ~14k salariés. Son cœur de métier repose sur le développement, la fabrication et la commercialisation de produits/solutions, avec 4 segments d'activité : 1) Produits de protection des consommateurs (18% du CA sur les 9 premiers mois de 2021, protection des matériaux et des surfaces) avec *Saltigo* ; 2) Produits intermédiaires avancés (28%, composés de synthèse, pigments inorganiques) ; 3) Additifs de spécialités (31%, colorants, lubrifiants) et 4) Ingénierie des matériaux (23%, matériaux légers, polyuréthane). Ses principaux débouchés se trouvent dans l'industrie automobile, la chimie/agrochimie et la construction. Enfin, Lanxess réalise 31% de son CA dans la zone EMEA (Europe/Moyen-Orient/Afrique - hors Allemagne), 28% dans les Amériques, 22% en Asie-Pacifique et 19% en Allemagne.

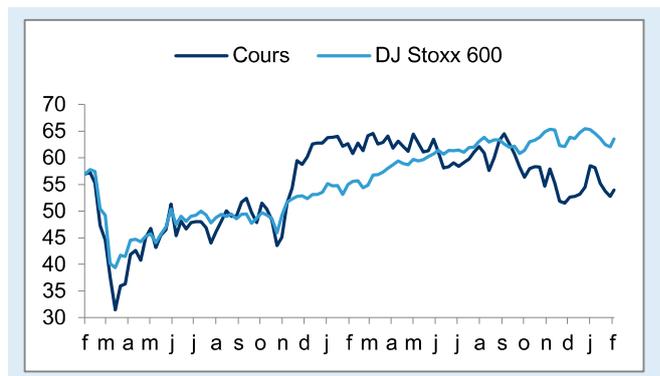
### Événement récent

• Le 4/11, Lanxess a dévoilé une publication du 3T21 supérieure aux attentes. Le CA est ressorti à EUR 1.95 md (+34% en organique et vs EUR 1.84 md E) tiré par une hausse des prix (+19%) et des volumes (+10%). L'EBE ajusté s'est quant à lui élevé à EUR 278 m (+44% et +2% au-dessus de nos estimations).

### Opportunités

• Nous apprécions la gestion active du portefeuille d'activités de Lanxess et son recentrage sur la chimie de spécialité. En substance, le groupe a entrepris depuis plusieurs années une importante transformation de son portefeuille d'activités, en se focalisant sur des marchés « de niche » par le biais d'acquisitions ciblées comme celles de : 1) Emerald Kamala Chemicals (2021), spécialiste des produits chimiques aromatiques et conservateurs et 2) INTACE, un spécialiste des biocides pour l'industrie de l'emballage (2021). En parallèle, le groupe cède progressivement ses actifs jugés non stratégiques et peu rentables. Lanxess bénéficie ainsi d'un portefeuille diversifié, avec des activités à plus forte valeur ajoutée et moins cycliques, lui permettant de faire preuve de résilience en période de ralentissement économique et de soutenir la croissance à long terme. Le groupe étend également ses capacités de production sur ses sites (Allemagne, Chine, Taiwan...) renforçant ainsi son empreinte géographique. Dans ce cadre, nous pensons que la transformation du groupe vers un pur acteur de la chimie de spécialité devrait entraîner une revalorisation du titre à terme.

• Après une année difficile en 2020, le groupe a retrouvé des niveaux d'activité encourageants en 2021, notamment grâce à une hausse de la demande et une bonne gestion des coûts (répercussion des hausses des coûts sur les prix), malgré un environnement difficile. Nous considérons désormais que Lanxess est bien positionné pour profiter de la reprise des économies mondiales, avec des tendances séculaires positives sur ses principaux marchés, à savoir la hausse de la demande pour : 1) les produits d'hygiène personnelle et de santé (amorcée par la pandémie) et 2) les matériaux pour les batteries lithium-ion, avec la hausse de la production de véhicules électriques et la reprise progressive du secteur. Selon nous, ces éléments devraient soutenir les marges et les résultats dès 2022E.



• Au sein de notre couverture, Lanxess se démarque en matière de critères ESG, plus particulièrement sur le front de la Gouvernance (rémunération du Conseil liée aux objectifs de développement, indépendance du Conseil d'administration). Le chimiste fait aussi preuve d'engagements forts en matière d'Environnement, avec : 1) l'utilisation de matériaux biosourcés et d'énergies renouvelables sur ses sites de production ; 2) une gestion responsable des risques liés à l'eau dans les zones à stress hydrique élevé et 3) des objectifs ambitieux en matière de neutralité carbone (ambition de réduire les émissions de CO2 de ~50% pour atteindre 1.6 m de tonnes à horizon 2030 vs 3 m en 2020 et 4.6 m en 2015). Au global, Lanxess se classe parmi les acteurs les plus performants de son secteur (1<sup>er</sup> au classement du *Dow Jones Sustainability Indices* en 2021 et 2<sup>ème</sup> de notre dernière analyse ESG du sous-secteur de la chimie classique).

### Risques

• La persistance de vents contraires au niveau de l'offre pourrait peser sur la rentabilité à court terme. En effet, Lanxess est toujours confronté à : 1) la hausse des coûts de l'énergie et des matières premières et 2) des problèmes de logistiques (fermeture d'usines en Chine, coûts du fret). Le groupe pourrait alors avoir des difficultés à répercuter à temps la hausse des coûts sur ses prix, l'ajustement des contrats étant relativement long (6-12 mois estimés par le groupe).

• Dans le cadre de sa transformation, Lanxess doit être particulièrement attentif au choix de ses cibles. Des acquisitions « trop chères » pourraient lourdement peser sur le bilan (ratio dette nette/EBE relativement élevé de 3.5x en 2021E) et soulever des questions auprès des investisseurs, notamment en matière de rationnel stratégique et de potentiel de création de valeur.

### Conclusion

**Le recentrage de Lanxess nous semble pertinent et pourrait selon nous entraîner une hausse des multiples de valorisation à terme. De plus, le groupe est désormais en bonne posture pour profiter de la reprise cyclique sur ses principaux marchés. Un certain nombre de vents contraires pourraient toutefois peser sur les résultats à court terme. Opinion positive. Objectif de cours de EUR 79.00.**

# Nexity (EUR 37.12)

9 février 2022

Opinion Neutre / Objectif de cours EUR 44.00

Adrien Henry

Analyste financier / Banque de Détail

Au 31/12 (EUR)	2021E	2022E	2023E	2024E
CA (m)	4 513	4 685	4 657	4 467
EBE (m)	616	587	584	566
REX (m)	549	371	376	361
RNpg publié (m)	341	178	178	171
BPA retraité	5,36	2,80	2,80	2,68
Dividende net	2,40	2,50	2,50	2,39
P/E (x)	6,9	13,2	13,2	13,8
VE/EBE (x)	4,7	5,4	5,4	5,3
ROE retraité (%)	18,5	9,0	8,8	8,3
Dettes fin./FPropres (%)	34,5	47,6	45,0	38,1

**Actionnariat :**  
Flottant 68.3%,  
Management 15.0%,  
Predica 6.4%,  
Crédit Mutuel Arkéa 5.3%,  
Wellington Management 5.0%.  
**Résultats 2021 :**  
23/02/2022.  
**Assemblée Générale :**  
18/05/2022.

Nombre d'actions	56.129000 m
Capitalisation boursière	€ 2083.508480 m
Flottant	
Volume quotidien ('000)	263
Indice CAC 40	7130.880000
Code ISIN	FR0010112524
Croissance annuelle des BPA sur 3 ans	4%
Rendement 2022E	6.7%
Taux de distribution 2022E	48%

## Next catalyseur ?

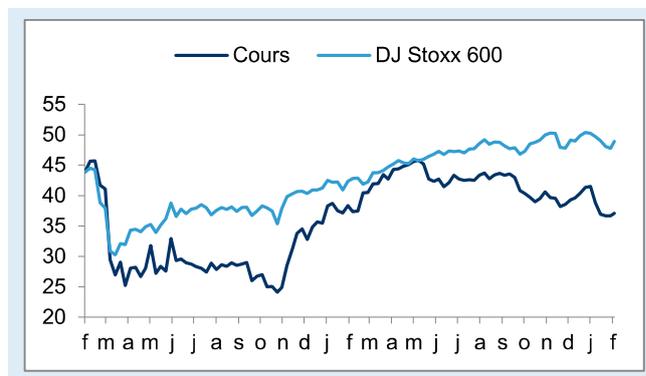
Créé en 2000, Nexity est un promoteur immobilier qui propose une large gamme de conseils et d'expertises, de produits, de services ou de solutions à destination des particuliers, des entreprises et des collectivités. L'activité s'articule autour de 2 divisions principales : 1) la Promotion (81% du CA des 9 premiers mois de 2021), regroupant l'immobilier résidentiel (69%) avec la promotion de logements neufs et de lotissements de terrains à bâtir ainsi que l'immobilier d'entreprise (12%), lié à la promotion de bureaux notamment et 2) les Services (19%), intégrant les services de gestion, conseil, transactions immobilières ainsi que les réseaux de franchises immobilières. Nexity a 4 principaux clients : des investisseurs individuels (43%), des bailleurs sociaux (26%), des accédants (19%) et des investisseurs institutionnels (12%).

### Événements récents

- En 2021, le groupe a cédé 2 de ses filiales, Century 21 (réseaux d'agence) et Ægide-Domitys (résidences services seniors).
- Au 3T21, le groupe a publié une hausse de 26% de ses ventes et de 6% des réservations. Le management a confirmé ses objectifs 2021.

### Opportunités

- Nexity est le 1<sup>er</sup> promoteur sur le marché de l'immobilier résidentiel en France (devant Bouygues Immobilier). La nature de ses activités de promotion lui donne une bonne visibilité sur l'évolution de ses revenus à 18-24 mois. En effet, le processus de vente permet, dès qu'un programme est commercialisé, d'être progressivement comptabilisé en CA tout au long de sa construction. Les réservations de logements constituent donc le carnet de commandes qui alimentera ensuite les revenus du groupe. Fin septembre, celui-ci a atteint EUR 6.6 md, soit une hausse de 16% sur un an. Les commandes de l'immobilier résidentiel représentent la majeure partie (EUR 5.6 md), le reste étant dédié aux entreprises (EUR 1 md). Dans cette catégorie, le groupe s'occupe notamment de la construction du futur siège de Engie (136 000 m<sup>2</sup>), dont la livraison est prévue pour 2023. Après une année 2020 difficile, les volumes des permis de construire obtenus à fin septembre ont progressé de 28% sur un an (vs +8% en 2019). Cette reprise devrait ainsi venir conforter la bonne orientation du carnet de commandes.
- Après une publication encourageante au 3T21, le management a confirmé ses objectifs pour 2021 (CA de EUR 4.4 md et Mop de 8%), des chiffres qui nous semblent atteignables. Nous avons voulu pour notre part relever de EUR 0.2 notre cible de dividende à EUR 2.40/action pour 2021E (payé en 2022), pour revenir plus proche des niveaux pré pandémie. Sur le long terme, Nexity devrait bénéficier des tendances structurelles du marché de la construction. La France comptera 4 m de ménages supplémentaires d'ici 2030, suggérant que 400 000 nouveaux logements par an devraient être produits (vs 300 000 actuellement).
- La diversification des activités du groupe vers les prestations de services à la fois pour les particuliers et les entreprises devrait permettre de contrebalancer le caractère plus cyclique de la promotion immobilière. Nous pensons que cette diversification des revenus pourrait ainsi améliorer le profil de risque de Nexity.



### Risques

- Nous pensons que le titre risque de manquer de catalyseurs à court terme. En effet, Nexity a terminé son recentrage et a plutôt bien résisté à la crise au cours des 2 dernières années. 2 éléments pourraient désormais même peser sur la performance à court terme : 1) les élections présidentielle et législative de l'été 2022, qui bloquent temporairement la délivrance de permis de construire et 2) la remontée possible des taux directeurs en 2022 dans la zone euro.
- Nexity devra investir massivement dans son fonds de roulement (BFR) pour financer sa croissance future et le développement de nouveaux projets. La dette devrait ainsi se rapprocher de EUR 1 md fin 2022 alors que la progression du REX ne sera que minime, ce qui entraînera une dégradation du levier financier.
- En cas de relèvement des taux directeurs de la BCE, les taux d'intérêt viendraient eux aussi à progresser, réduisant ainsi le pouvoir d'achat des ménages cherchant à acheter un bien. Les prix de l'immobilier en France ont effectivement beaucoup progressé.
- Au-delà des élections, le risque politique doit être pris en compte pour Nexity. Tout changement en France des politiques de logement (Loi Pinel, PTZ...) pourrait entraîner une réduction des revenus du groupe, comme ces avantages représentent près de la moitié du marché actuel. Ce n'est pas notre scénario pour les années à venir.
- Le président du Conseil d'administration de Nexity, Alain Dinin, est très expérimenté et fait part d'une gestion très active auprès des autorités (efforts de lobbying). Il bénéficie aussi d'une bonne image auprès des investisseurs. Un départ de M. Dinin de la tête du groupe risquerait d'affecter le sentiment sur le titre et poser des questions de gouvernance pour la suite. M. Dinin aura 71 ans en février 2022.

### Conclusion

Les tendances de fond restent inchangées pour Nexity (besoin structurelle de logements en France), mais plusieurs vents contraires pourraient peser sur le titre en 2022, avec : 1) les élections en France et 2) le possible relèvement des taux de la BCE. Opinion neutre. Objectif de cours de EUR 44.00.