

Bonduelle (EUR 19.64)

16 février 2022

Opinion Prudente / Objectif de cours EUR 19.00

Maxence Lenoir Vain
Analyste financier / Banque de Détail

Au 30/06 (EUR)	2020/21	2021/22E	2022/23E	2023/24E
CA (m)	2 779	2 847	2 904	2 945
EBE (m)	212	223	228	233
REX (m)	97	105	110	115
RNpg publié (m)	57	65	69	73
BPA retraité	1.74	1.98	2.10	2.22
Dividende net	0.45	0.50	0.50	0.50
P/E (x)	11.8	9.9	9.3	8.9
VE/EBE (x)	6.7	6.1	5.8	5.5
ROE retraité (%)	7.9	8.5	8.4	8.3
Dettes fin./FPropres (%)	98.2	88.4	78.9	69.4

Actionnariat :	Nombre d'actions	32.2 m
Flottant 38.4%, Familie Bonduelle et Dalle 55.8%, Employés 4.4%.	Capitalisation boursière	EUR 632 m
	Flottant	
	Volume quotidien ('000)	20
	Indice CAC 40	6 965.0
	Code ISIN	FR0000063935
	Croissance annuelle des BPA sur 3 ans	8%
Résultats du 1S21/22 (clos fin décembre) :	Rendement 2022E	2.5%
04/03/2022.	Taux de distribution 2022E	88%

Des promesses jamais tenues !

Bonduelle est le leader mondial de la production et de la commercialisation de légumes transformés. Ses produits sont vendus via les canaux de distribution classiques (grande distribution) et ceux de la restauration hors domicile (restaurants, cantines scolaires, restaurants d'entreprise...) sous 6 marques (Bonduelle, Cassegrain, Artich Gardens, Globus, Bonduelle Fresh Americas et Del Monte). Au 1S21/22 (clos fin décembre), le CA par produits s'est réparti entre : 1) les conserves (41%) ; 2) le frais (34%) et 3) le surgelé (25%). Par région, les ventes ont été réalisées entre : 1) la zone Europe (46%) et 2) la zone hors Europe (54%).

Événement récent

• Le 03/02, Bonduelle a publié des ventes globalement stables au titre du 1S21/22. En quelques mots, le CA a baissé de 0.4% en organique dans le sillage du retour à la normale des activités de grande distribution et de la restauration hors domicile. Le management a par ailleurs confirmé ses objectifs 2021/22.

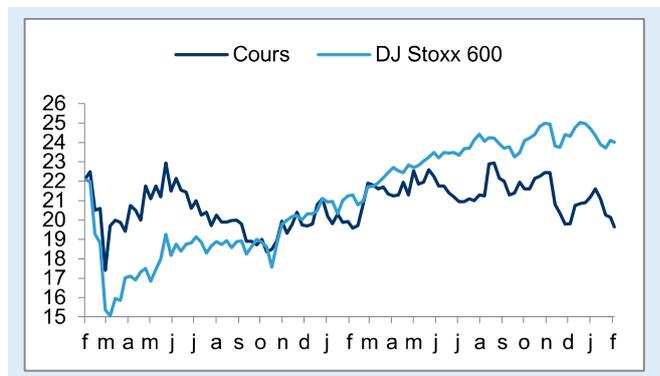
Opportunités

• La nouvelle gouvernance et la nouvelle stratégie au sein de Bonduelle Fresh Americas (BFA) constituent des éléments positifs selon nous. Avec Andrea Montagna à la tête de l'entité, la nouvelle feuille de route se veut plus sélective pour ses contrats, avec une meilleure rentabilité, quitte à enregistrer une baisse des volumes. Cette plus grande sélectivité est déjà visible depuis le 1T21/22. Au total, nous pensons que la stratégie pourrait « coûter » EUR 50-100 m de ventes à BFA en 2021-22E, soit 2-4% du CA du groupe, mais ces pertes de contrats porteront sur des contrats non rentables et devraient n'avoir que peu d'impact sur l'EBE (voire pas). L'évolution du CA de BFA au cours des prochains trimestres dépendra désormais de l'acceptation par les clients distributeurs des hausses de prix et de la reconstitution d'un portefeuille de clients rentables.

• Bonduelle a annoncé son intention d'optimiser son portefeuille, ce qui est une bonne initiative selon nous. Dans ce contexte, le groupe a indiqué vouloir procéder à la cession de son activité « Bonduelle Americas Long Life », qui génère près de 22% du CA, principalement en développant des marques pour le compte de grands distributeurs. Une telle cession a du sens selon nous au vu de : 1) sa capacité limitée à développer cette activité auprès des distributeurs ; 2) la volonté de se recentrer sur ses propres marques et 3) la possibilité d'allouer le capital à d'autres segments (BFA notamment). Bonduelle pourrait obtenir EUR 300-350 m pour l'activité selon nous, ce qui lui permettrait aussi de se désendetter.

Risques

• A court terme, la rentabilité du groupe continue d'être sous pression. Bonduelle est toujours victime de vents contraires, en particulier dans ses activités en Amérique du Nord. En effet, l'inflation des coûts (logistique, salaires et matières premières) pénalise toujours le groupe. Pour lutter contre cette hausse, Bonduelle a décidé de réduire, voire d'abandonner les catégories de produits les moins rentables (coupe de fruits, sacs à salade...). Dans ce cadre, les efforts du groupe pour gagner en productivité, obtenus par des investissements pour moderniser ses installations, ont été plus que contrebalancés par l'inflation des coûts. Par ailleurs, 45%



des matériaux utilisés par Bonduelle pour ses emballages sont dédiés aux boîtes de conserve en métal. Le groupe est donc exposé aux variations des prix de ces matières premières. Dans un cycle de reprise économique, la demande soutenue pour les matériaux de base a poussé les prix vers le haut. Nous émettons ainsi des doutes sur la capacité du groupe maintenir sa rentabilité.

• En plus de la persistance d'un environnement difficile pour la distribution en Europe et aux Etats-Unis, Bonduelle doit faire face à une guerre des prix en Europe du fait de la concurrence accrue auprès des distributeurs, notamment dans les salades. Par conséquent, les efforts consentis par le groupe au niveau marketing pour se démarquer sur le marché européen pénalisent les marges. Bonduelle pâtit ainsi d'un pouvoir de fixation des prix limité.

• Bonduelle manque d'attrait spéculatif en raison de sa structure actionnariale. En effet, la famille Bonduelle et Dalle représente près de 56% de l'actionnariat et compte pour un peu moins de 70% des droits de vote. Cette structure empêche donc une tentative d'offre de rachat extérieure sur le groupe, qui aurait pu se faire avec une prime par rapport au cours de l'action.

• Le titre est selon nous déjà bien valorisé par rapport à ses pairs au vu de : 1) son profil de croissance moins attractif ; 2) sa rentabilité inférieure et 3) son rendement sur le capital employé. Bonduelle se traite actuellement avec une décote de 15% sur ses pairs à 6.1x l'EBE et 12x le REX 2021/22E, ce qui est approprié selon nous.

Conclusion

L'acquisition transformante de Ready Pack Foods (devenue BFA) en 2017 n'a jamais tenu ses promesses en raison de vents contraires qui ont pénalisé les résultats. Cette situation devrait persister à moyen terme au vu de l'environnement inflationniste actuel, contrebalançant ainsi les investissements fait par le groupe pour améliorer sa performance opérationnelle. Nous n'identifions pas de catalyseurs à court terme qui pourraient justifier un relèvement des multiples de valorisation. Opinion prudente. Objectif de cours de EUR 19.00.

Capgemini (EUR 183.00)

16 février 2022

Opinion Positive / Objectif de cours EUR 225.00

Adrien Henry / Khalil Fellahi
Analyste financier / Banque de Détail

Au 31/12 (EUR)	2021	2022E	2023E	2024E
CA (m)	18 160	19 900	20 904	22 022
EBE (m)	2,973	3,324	3,517	3,752
REX (m)	2,340	2,595	2,773	2,992
RNpg publié (m)	1,157	1,362	1,492	1,640
BPA retraité	8.59	9.69	10.47	11.42
Dividende net	2.15	2.30	2.50	2.70
P/E (x)	21.3	18.9	17.5	16.0
VE/EBE (x)	11.8	10.1	9.1	8.1
ROE retraité (%)	20.5	18.8	18.2	19.2
Dettes fin./FPropres (%)	38.1	19.8	2.7	-14.3

Actionnariat :
Flottant 82.9%
Employés 6.7%
Amundi 5.6%
Fidelity 4.8%

Ventes au 1T22 :
28/04/2022.

Nombre d'actions	168.8 m
Capitalisation boursière	EUR 30 890 m
Flottant	
Volume quotidien ('000)	1923
Indice CAC 40	6 965.0
Code ISIN	FR0000125338
Croissance annuelle des BPA sur 3 ans	17%
Rendement 2022E	13%
Taux de distribution 2022E	20%

CAP, une valeur de croissance ?

Capgemini, créée en 1967 à Grenoble, est la première société française de services du numérique (ESN). Aujourd'hui, le groupe figure parmi les 6 principales sociétés de services en ingénierie informatique (SSII) au monde. Ses activités sont organisées autour de 3 pôles : 1) les Applications et Technologie (62% du CA en 2021), permettant de fournir des solutions informatiques, digitales et/ou des consultants 2) les Opérations et Ingénierie (31%, infrastructure ou cybersécurité) et 3) la Stratégie et Transformation (7%) regroupant Capgemini Invent et d'autres acquisitions (LiquidHub, Fahrenheit 212...). La répartition géographique du CA est la suivante : Reste de l'Europe (31%), Amérique du Nord (29%), France (21%), Royaume Uni et Irlande (12%), Asie-Pacifique et Amérique latine (8%).

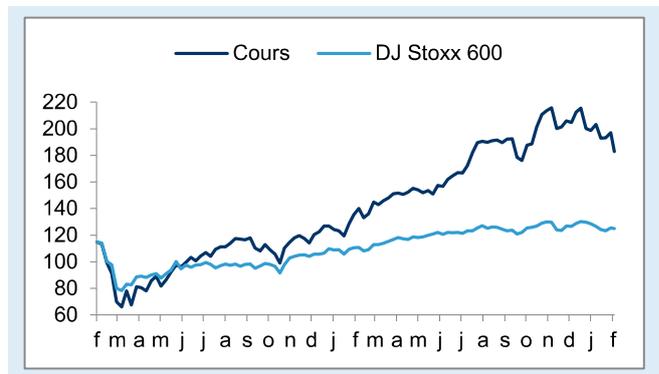
Événement récent

- Le 14/02, Capgemini a publié des résultats 2021 solides, légèrement au-dessus des attentes, avec : 1) une croissance organique de 13.2% au 4T21 (vs +12.3% pour le consensus) et 2) une Mop de 12.9% (vs 12.8%).

Opportunités

- Après des résultats rassurants en 2021, la dynamique reste bien orientée pour Capgemini. En effet, nous nous attendons à une croissance organique des ventes de 7.8% pour 2022E, dans la fourchette haute des objectifs du management. L'accélération de la demande autour du *cloud*, de la data et de l'intelligence artificielle devrait continuer à profiter au groupe, affichant déjà un *pipeline* de projets solides. Coté marges, nous cibons une Mop à 13.1% et pensons que le groupe est capable de maintenir son niveau de rentabilité malgré un contexte tendu. En effet, Capgemini devra faire face à : 1) l'inflation des salaires ; 2) des investissements supplémentaires et 3) l'augmentation des dépenses de voyages. Nous restons néanmoins confiants quant à la capacité du groupe d'absorber ces vents contraires notamment grâce à : 1) une bonne gestion de la pyramide des âges (recrutement de profil junior) ; 2) une augmentation progressive des prix des contrats ; 3) une part croissante de clients haut de gamme et 4) un recrutement axé sur les solutions *offshores* (principalement en Inde).

- Le titre offre selon nous une exposition à des thématiques sous-jacentes attractives, à savoir la cybersécurité et la transformation digitale, des activités à fort potentiel de croissance. Dans un contexte de crise sanitaire où le télétravail s'est généralisé, la sécurité des données et l'adoption de solutions digitales représentent des préoccupations majeures pour les entreprises. Capgemini offre des services allant de la simple migration vers le *cloud* à des prestations à forte valeur ajoutée, combinant technologie et stratégie avec sa filiale Capgemini Invent (son dernier contrat avec Atos Medical en est un bon exemple). Le groupe a ainsi connu une croissance élevée de 27% pour sa division Stratégie et Transformation en 2021. Nous pensons que cette tendance devrait perdurer, profitant par la même occasion aux offres de cybersécurité. En effet, Gartner (cabinet de recherche) anticipe une croissance des dépenses de cybersécurité de 41% pour 2021, reflétant les besoins importants pour les années à venir.



- Le titre offre selon nous un bon point d'entrée après la baisse enregistrée début 2022. En effet, Capgemini a perdu environ 15% depuis le début de l'année, pénalisé par la hausse des taux longs poussant les investisseurs à délaisser les valeurs technologiques. Selon nous, le passage d'une valeur considérée comme cyclique à un profil plus équilibré (plus défensif) devrait permettre au titre de mieux résister face à la volatilité du secteur. De plus, Capgemini se traite 18.9x les résultats 2022E, affichant ainsi une décote conséquente par rapport à son principal concurrent Accenture (~30x). Même si une décote a été historiquement observée entre les deux acteurs en raison d'un profil de croissance et de rentabilité plus faible pour Capgemini, l'ampleur de celle-ci nous semble exagérée.

Risques

- La capacité de Capgemini à maintenir ses talents sera mise à l'épreuve dans un contexte d'inflation salariale et de pénurie de main d'œuvre qualifiée, alors que le secteur connaît un taux de rotation des effectifs relativement élevé d'environ 23%. En effet, le risque d'une concurrence intensive entre les différents acteurs pourrait entraîner une augmentation plus importante que prévu des salaires et *in fine* peser sur les marges du groupe.
- Alors que le secteur reste relativement loin des controverses en matière de critères ESG, l'utilisation croissante de solutions numériques augmente la part du *cloud* dans la consommation mondiale d'énergie et donc sa contribution aux émissions de gaz à effet de serre. Même si Capgemini n'est pas directement concerné par cette tendance, ses fournisseurs (AWS entre autres) commencent à subir des critiques dans ce sens.

Conclusion

Capgemini offre selon nous un bon couple rendement/risque dans un contexte volatil. Nous apprécions les fondamentaux solides du groupe tandis que ses activités devraient profiter du virage technologique pris par l'économie, soutenant *in fine* sa croissance à long terme. Enfin, la valorisation du titre reste attrayante. **Opinion Positive.** Objectif de cours EUR 225. Capgemini fait partie de nos valeurs préférées du secteur.

Genfit (EUR 3.67)

16 février 2022

Opinion Positive / Objectif de cours EUR 8.00

Louis Barranger

Analyste financier / Banque de Détail

Au 31/12 (EUR)	2020	2021E	2022E	2023E
CA (m)	1	122	3	25
EBE (m)	-79	68	-32	-11
REX (m)	-83	64	-37	-16
RNpg publié (m)	-101	69	-39	-18
BPA retraité	-2.18	1.37	-0.77	-0.36
Dividende net	0.00	0.00	0.00	0.00
P/E (x)	-	2.7	-	-
VE/EBE (x)	-	1.2	-	-
ROE retraité (%)	-298.1	189.5	-55.3	-40.7
Dettes fin./FPropres (%)	-	-116.8	-126.3	-134.3

Actionnariat :
Flottant 86.9%,
Ipsen 8.0%,
Biotech Avenir 3.8%,
Université de Lille 1.3%.

Résultats 2021 :
07/04/2022.

Nombre d'actions	49.8 m
Capitalisation boursière	EUR 183 m
Flottant	
Volume quotidien ('000)	180
Indice CAC 40	965.0
Code ISIN	FR0004163111
Croissance annuelle des BPA sur 3 ans	-9%
Rendement 2022E	0.0%
Taux de distribution 2022E	-126%

Vers un second souffle ?

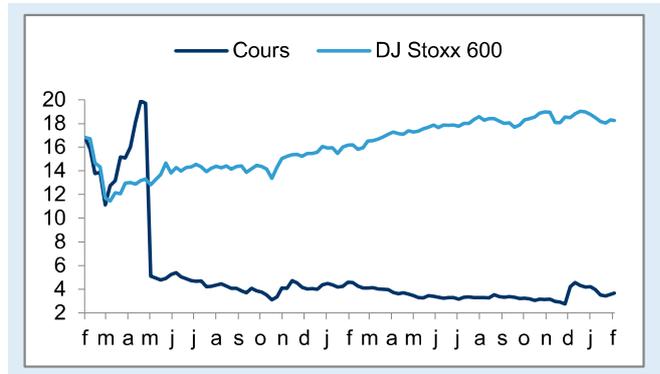
Créée en 1999, Genfit est une société française de biotechnologie dédiée au développement de solutions thérapeutiques et de diagnostics dans le domaine des maladies métaboliques, inflammatoires, auto-immunes ou fibrotiques affectant notamment le foie. Les besoins médicaux pour ces maladies sont largement insatisfaits en raison du manque de traitements efficaces et de l'augmentation du nombre de malades au niveau mondial. Son principal candidat médicament, *elafibranor*, était initialement destiné aux patients atteints de la NASH (maladie du soda/foie gras), mais les données de la phase III (mai 2020) ont été décevantes (le critère d'évaluation principal n'a pas été atteint). L'avenir de la société dépendra désormais du succès d'*elafibranor* dans la Cholangite Biliaire Primitive (PBC, maladie auto-immune du foie) et dans NIS4 (test de diagnostic de la NASH), sa capacité à nourrir son pipeline, ainsi que de saisir les opportunités de développement commercial ciblé (i.e. licences, partenariats).

Événements récents

- Le 17/12/21, Genfit a annoncé deux nouvelles majeures : 1) un accord de licence exclusif pour *elafibranor* avec Ipsen et 2) l'acquisition d'un nouveau candidat médicament.
- Au titre du 3T21, Genfit a enregistré (08/11/21), comme prévu, des revenus marginaux (EUR 20k) liés aux contrats de collaboration avec LabCorp et Terns Pharmaceuticals. Toutefois, le groupe disposait toujours d'une solide position de trésorerie à fin septembre, de EUR 91.5 m, ce qui lui donne une visibilité financière jusqu'en 2023.
- Genfit a lancé (24/09/20) une étude de phase III nommée ELATIVE, évaluant son candidat-médicament *elafibranor* dans la PBC. Les résultats sont attendus au 1T23.

Opportunités

- Après l'arrêt définitif du développement clinique d'*elafibranor* dans la NASH (étude RESOLVE-IT), Genfit souhaite désormais se concentrer sur la PBC (étude ELATIVE). Compte tenu des données prometteuses de phase II, nous sommes relativement confiants dans le succès de l'étude clinique. L'entrée sur le marché aux Etats-Unis ainsi qu'en Europe pourrait intervenir selon nous en 2024E, avec une taille du marché estimée à EUR 1 md d'ici 2027. En effet, il n'existe à ce jour aucun remède pour combattre la PBC, et seules quelques alternatives thérapeutiques ont été approuvées pour ralentir la progression de la maladie, le UDCA et l'Ocaliva (malgré un profil d'innocuité limité). De notre point de vue, le marché de la PBC devrait continuer de croître dans les années à venir, en raison notamment d'un diagnostic plus précoce de la maladie, mais aussi des changements d'habitudes de consommation alimentaires et du vieillissement de la population mondiale (i.e. aux États-Unis, la prévalence de la PBC est passée de 22 à 39 cas pour 100k personnes entre 2006 et 2014). Au vu de ces éléments, nous estimons que *elafibranor* pourrait générer des ventes >EUR 400 m d'ici 2033E. Enfin, le profil de sécurité d'*elafibranor* est selon nous solide en raison des nombreuses informations récoltées sur les effets secondaires du candidat-médicament lors de l'essai RESOLVE-IT.
- Le diagnostic de la NASH est un autre pan du marché adressé par Genfit. La biopsie hépatique (prélèvement d'un fragment de foie) est actuellement la référence clinique la plus répandue pour détecter la



maladie, mais cette méthode a plusieurs limites (i.e. approche invasive, procédure coûteuse). Pour y répondre, Genfit a développé la technologie NIS4 permettant de détecter, via un test sanguin, les personnes malades de la NASH à risque. Pour la commercialisation de ce produit, le groupe a pu signer un accord de licence exclusif avec LabCorp, et en mai 2021, *NASHnext* a été lancé (basé sur la technologie NIS4 de Genfit). Aucun détail financier n'a été communiqué concernant ce partenariat, mais Genfit devrait être éligible selon nous à des royalties sur les ventes du test qui pourraient atteindre les EUR 320 m de ventes d'ici 2030E.

- L'accord de licence signé en décembre dernier avec Ipsen pour la commercialisation et la distribution d'*elafibranor* dans la CBP représente un autre catalyseur pour Genfit et pourrait selon nous être susceptible de déclencher une nouvelle dynamique positive. En effet, nous pensons que la perception du marché sur le titre devrait s'améliorer notamment grâce : 1) aux liquidités (jusqu'à EUR 480 m) que Genfit pourrait recevoir (paiement initial et paiements d'étapes) et 2) à l'entrée de Ipsen au capital de Genfit (8%).

Risques

- Depuis l'échec d'*elafibranor* dans la NASH, le titre a été massivement sanctionné en Bourse puisqu'il s'agissait du principal actif et motif d'intérêt des investisseurs. Les données cliniques très décevantes ont alors remis en cause le potentiel d'*elafibranor* dans les maladies du foie. Nous pensons que le retour de la confiance sur Genfit pourrait prendre du temps à se matérialiser. Un autre échec de son essai clinique pourrait être « fatal » pour le cours de Bourse.
- Si Genfit était devancée dans la course au lancement d'un traitement contre la PBC, le succès commercial de son candidat-médicament pourrait être considérablement freiné.

Conclusion

Après l'échec de Genfit dans la maladie de la NASH, un second souffle pourrait bien survenir. En effet, plusieurs vents favorables et catalyseurs positifs (résultats de l'étude ELATIVE, partenariat avec Ipsen, trésorerie solide...) pourraient entraîner une revalorisation du titre. Opinion positive. Objectif de EUR 8.

Solvay (EUR 110.90)

16 février 2022

Opinion Neutre / Objectif de cours EUR 118.00

Reda Sabri

Analyste financier / Banque de Détail

Au 31/12 (EUR)	2020	2021E	2022E	2023E
CA (m)	8 965	9 905	10 279	10 134
EBE (m)	1 942	2 298	2 389	2 459
REX (m)	-667	1 112	1 346	1 403
RNpg publié (m)	-964	623	824	872
BPA retraité	5.78	9.07	9.73	10.18
Dividende net	3.75	3.85	3.95	4.05
P/E (x)	13.7	12.2	11.4	10.9
VE/EBE (x)	7.5	7.6	7.1	6.6
ROE retraité (%)	7.1	13.0	14.9	16.4
Dettes fin./FPropres (%)	31.3	24.6	14.5	4.4

Actionnariat :
Flottant 69.2%,
Solvac (maison mère) 30.8%.

Résultats 2021 :
23/02/2022.

Nombre d'actions	103.454000 m
Capitalisation boursière	R 1473.048600 m
Flottant	
Volume quotidien ('000)	285
Indice CAC 40	6964.980000
Code ISIN	BE0003470755
Croissance annuelle des BPA sur 3 ans	7%
Rendement 2022E	3,6%
Taux de distribution 2022E	14%

Critères ESG : un sujet contrariant

Fondé en 1863, Solvay est un groupe de chimie belge d'envergure internationale comptant ~23 000 salariés répartis dans ~64 pays. Son activité s'articule autour de 3 segments : 1) *Materials* (30% du CA sur les 9 premiers mois de 2021, applications de très haute performance pour l'aéronautique, l'automobile...); 2) *Chemicals* (33%, produits chimiques) et 3) *Solutions* (37%, produits destinés aux marchés des biens de consommation). Le groupe réalise aussi <1% de son CA via le segment *Corporate* (fonctions de gestion énergétique et de recherche et innovation). Solvay réalise 28% de son CA en Amérique du Nord, 32% en Asie et le reste du monde, 29% en Europe et 11% en Amérique Latine.

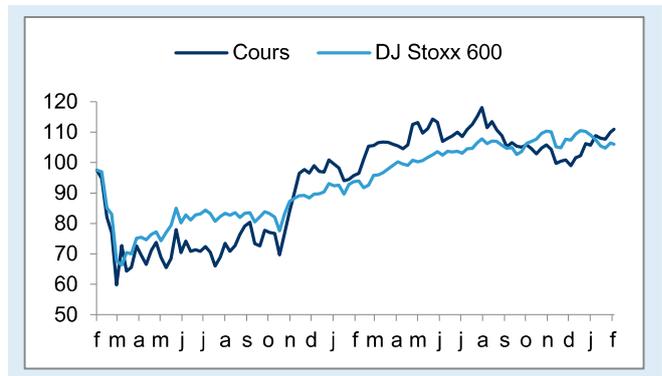
Événement récent

Le 28/10, Solvay a publié de solides résultats au titre du 3T21. Le CA est ressorti à EUR 2.6 md (+22% sur un an) et l'EBE ajusté a progressé de 27% à EUR 599 m (5% à nos attentes et au consensus). Le groupe a confirmé ses prévisions d'EBE ajusté pour 2021 à [EUR 2.2-2.3 md], mais a revu à la hausse ses objectifs de FCF à EUR 800 m (vs ~EUR 750 m précédemment).

Opportunités

Solvay est l'un des « grands noms » du secteur de la chimie (top 10 mondial) et dispose d'une position de *leader* (au moins n°3) sur une large portion de ses activités (~90% du CA). Pendant des années, Solvay a mené une stratégie visant à transformer l'entreprise en un groupe de chimie de spécialité (~70% du CA) orienté vers des activités à plus fortes marges, à travers des opérations de fusions-acquisitions et de cessions d'actifs. Le chimiste s'est également développé de manière équilibrée sur le plan géographique avec environ 30% des ventes réalisées dans chacun des principaux continents, tout en privilégiant les pays en forte croissance. Désormais, le groupe concentre ses dépenses d'investissement pour accélérer sa croissance organique, en augmentant la capacité de production de ses sites (en France notamment) afin de soutenir les BPA et *in fine* créer de la valeur pour les actionnaires.

Solvay devrait bénéficier selon nous du rebond de l'activité dans ses différents segments. En effet, malgré le virage du groupe vers la chimie de spécialité, Solvay demeure exposé à des marchés finaux cycliques, dont l'activité dépend de la santé économique globale, comme l'automobile et l'aviation (~25% du CA). Le groupe est effectivement bien positionné dans la « mobilité durable » avec la production, entre autres, de : 1) matériaux pour batteries électriques, les rendant plus légères et compactes (recherchés par les constructeurs) et 2) produits en plastique pouvant remplacer l'acier dans une voiture (également plus légers et beaucoup plus résistants à la chaleur). Les résultats du 3T21 ont d'ailleurs été principalement tirés par la bonne performance de la division Matériaux, soutenue par le rebond de la demande des polymères de spécialités avec la hausse de la demande de batteries pour les véhicules électriques. Selon nous, cette tendance devrait se poursuivre au cours des prochains trimestres. Nous sommes ainsi confiants dans la capacité de Solvay à atteindre ses objectifs dans cette activité, à savoir une croissance à deux chiffres et un CA de EUR 1.5 md à horizon 2024. Pour rappel, ce segment représentait < 1% du CA en 2019 (soit < EUR 100 m).



Risques

Solvay se classe parmi les acteurs les moins performants de notre couverture en matière de critères ESG (note de 2.4/5 lors de notre dernière analyse). Certes, les efforts de Solvay en termes d'empreinte CO2 sont satisfaisants, avec des objectifs ambitieux de réduction des émissions (neutralité carbone d'ici 2040 hors carbonate de soude). Toutefois, nous souhaiterions plus de transparence dans le *reporting* du groupe, qui a trop souvent changé par le passé. Analyser l'entreprise prend beaucoup plus de temps par rapport à ses concurrents, ce qui est peu apprécié par certains investisseurs. De plus, le chimiste fait face à la pression de fonds activistes, à l'image du britannique Bluebell, qui a notamment demandé (15/09/2021) à Solvay la destitution de sa directrice générale, Ilham Kadri, après le rejet en mer de déchets chimiques d'une usine en Italie. Nous craignons ainsi que cette pression ne s'accroisse dans les prochains mois, conduisant à un arrêt potentiel de la production sur certains sites. En raison de ce risque accru, nous avons relevé (14/01) notre hypothèse du coût pondéré du capital (WACC) de 7.5% à 8.0% dans notre modèle de valorisation (DCF), ce qui a sensiblement pesé sur notre objectif de cours.

Les marges de Soda Ash (production de carbonate de sodium) sont très élevées (>30%), mais ne sont pas durables selon nous. Après avoir soutenu les résultats de Solvay ces dernières années, nous pensons que la rentabilité de ces activités pourrait se contracter à moyen terme, avec l'arrivée de nouveaux concurrents par exemple.

D'un point de vue macroéconomique, une dégradation de la situation sanitaire viendrait pénaliser les marchés finaux de Solvay (baisse de la demande) et *in fine* freiner la reprise des BPA.

Conclusion

Solvay est un acteur majeur du secteur. Le groupe devrait profiter selon nous des tendances positives dans ses segments (automobile...), dans le sillage du rebond de l'économie mondiale. Toutefois, nous n'identifions pas un potentiel de hausse élevé sur le titre et des inquiétudes persistent, plus particulièrement en terme de critères ESG. Opinion neutre. Objectif de cours de EUR 118.00.