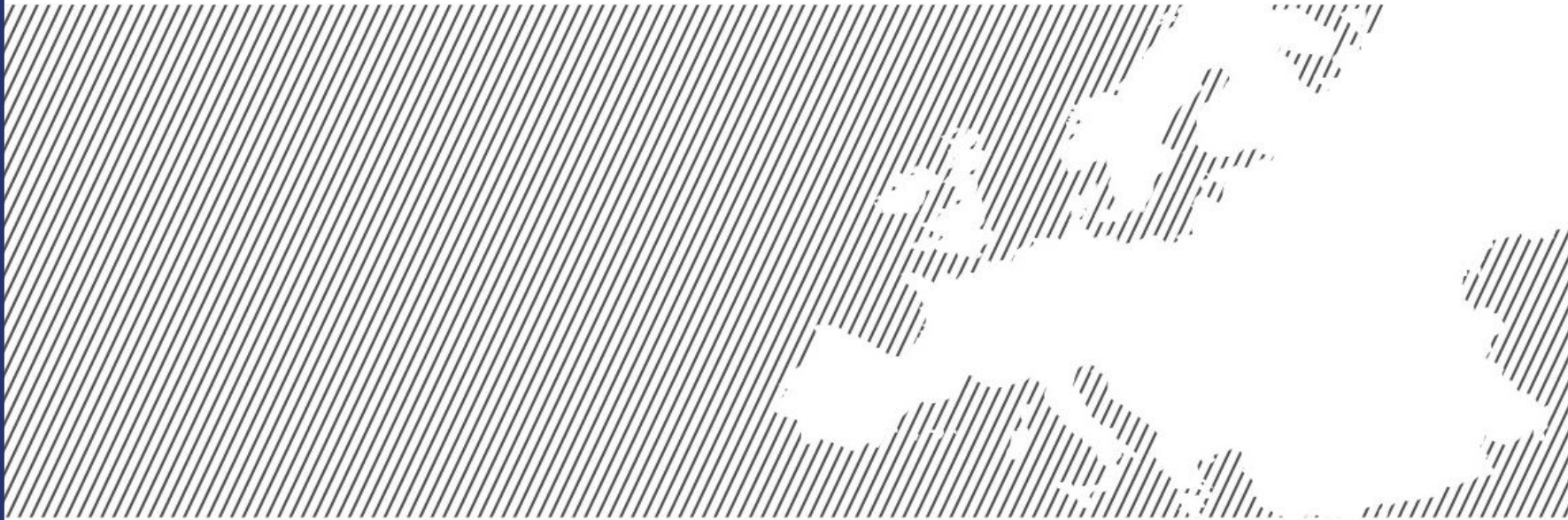




# Présentation sectorielle

Avril 2022



**Secteur du pétrole et du gaz**

*Analyste : Christine Kam*

# Sommaire

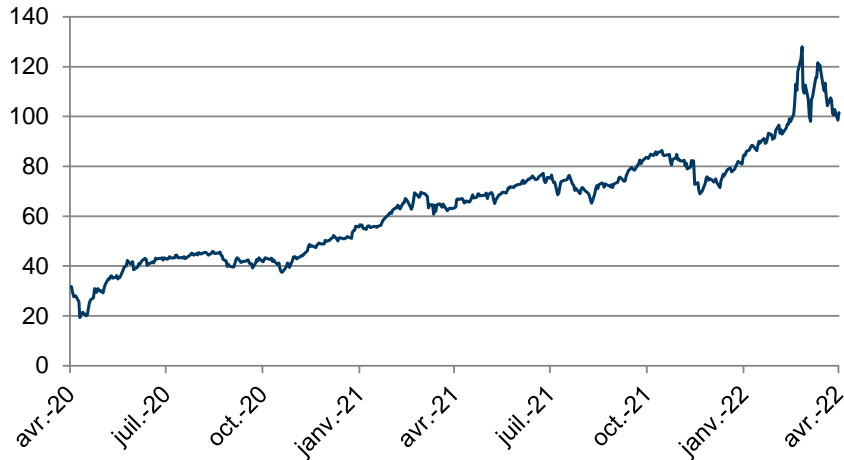
<u>Contexte sectoriel</u>	<u>3</u>
<u>Gazprom</u>	<u>12</u>
<u>Lukoil</u>	<u>19</u>
<u>PEMEX</u>	<u>24</u>
<u>Petrobras</u>	<u>31</u>
<u>TechnipFMC</u>	<u>37</u>

# Guerre en Ukraine : vers un choc énergétique ?

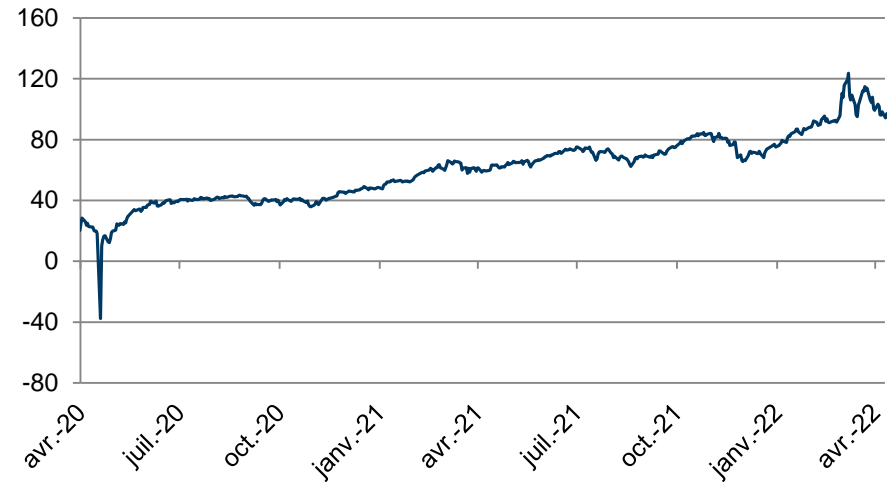
# Le Brent et le WTI au plus haut depuis 10 ans

- Le prix du pétrole était déjà haussier avant le conflit, dû à l'essor de la demande post-Covid-19 alors que l'offre est limitée (Iran, Venezuela).
- L'invasion de l'Ukraine par la Russie, le 24 février 2022, inquiète les marchés, qui redoutent une rupture d'approvisionnement, faisant grimper les prix.
- La forte volatilité reflète un niveau d'incertitudes géopolitiques extrême : les marchés réagissent à la moindre déclaration des politiques.

Brent, \$/b



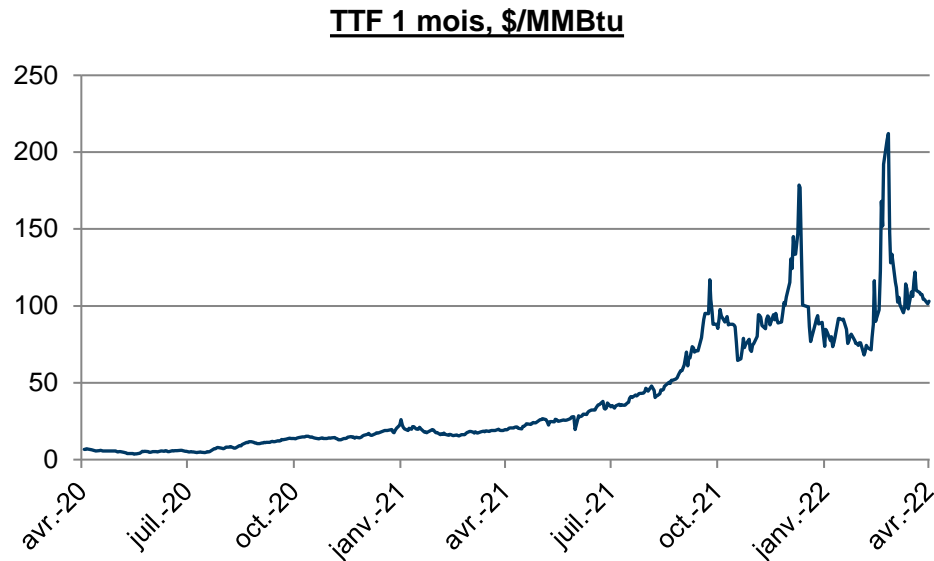
WTI, \$/b



Source : Bloomberg et Octo Finances

# Les prix spots du gaz s'envolent en Europe

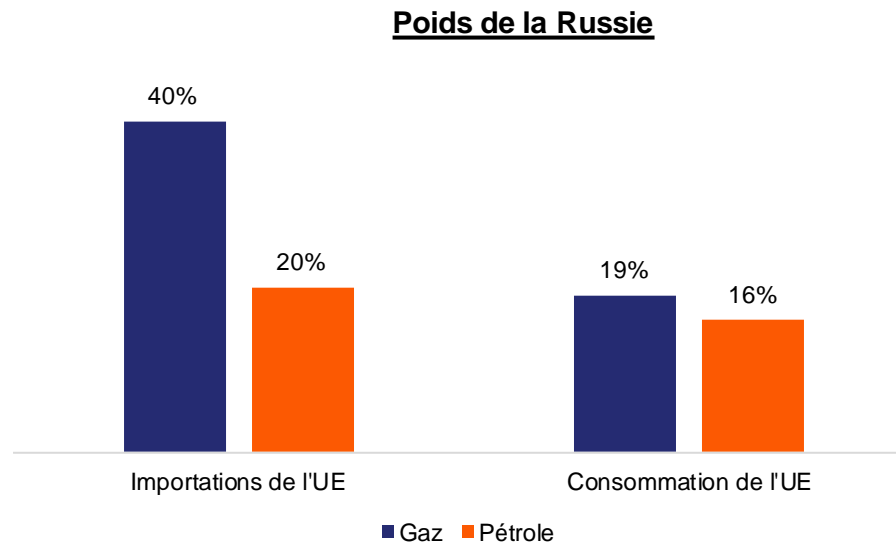
- De même, les prix du gaz étaient déjà en hausse en 2021, atteignant des niveaux inattendus en octobre et décembre 2021, dans un contexte de marché gazier tendu (forte demande et réduction de l'offre).
- Cette envolée des prix du gaz s'est poursuivie après l'invasion de l'Ukraine par la Russie, malgré un marché gazier moins tendu en début d'année 2022 (demande en gaz plus faible au T1 22 vs T1 21 et hausse de l'offre de GNL), reflétant surtout les incertitudes et les craintes d'une interruption des livraisons de gaz russe. La volatilité de l'indice de prix TTF est plus importante que celle sur les prix du pétrole.
- Depuis l'invasion, les prix spots du gaz ont dépassé les prix indexés des contrats long terme de Gazprom, poussant les clients européens à acheter davantage de gaz russe dans le cadre de leurs contrats.



Source : Bloomberg et Octo Finances

# Le rôle majeur de la Russie sur les marchés pétrolier et gazier

- Cette envolée des prix du pétrole et du gaz s'explique par le poids de la Russie sur la scène énergétique mondiale.
- La Russie détient 6% des réserves mondiales de pétrole, derrière le Venezuela (17%), l'Arabie Saoudite (17%), le Canada (9%), l'Iran (9%) et l'Irak (8%).
- Elle est le 3<sup>e</sup> producteur mondial de pétrole brut (13% production mondiale), derrière les Etats-Unis (15%) et l'Arabie Saoudite (13%), et le 2<sup>e</sup> exportateur mondial, derrière l'Arabie Saoudite.
- Disposant des premières réserves mondiales de gaz naturel (20%), la Russie est le 2<sup>e</sup> producteur mondial (17% production mondiale), derrière les Etats-Unis (24%) et est le 1<sup>er</sup> exportateur mondial.
- L'UE est dépendante du pétrole et du gaz russes, avec différents degrés selon les pays, d'où la difficulté de trouver une unité politique.



Source : Sénat Français et Octo Finances

# Le secteur est exclu du champ des sanctions mais les derniers développements peuvent changer la donne

- Les Etats-Unis et l'UE ont très vite sanctionné la Russie, en ciblant l'économie et le système financier russes, tout en épargnant le secteur énergétique.
- Les principales entités et institutions impliquées dans les échanges pétroliers et gaziers sont actuellement exemptées des sanctions occidentales. L'UE refuse de décréter, à ce stade un embargo, sur le pétrole et le gaz russe, contrairement aux Etats-Unis, étant donné leur dépendance envers les hydrocarbures russes et l'absence d'alternative à court terme.
- Toutefois, les groupes occidentaux « s'auto-sanctionnent » en se retirant de projets russes pour préserver leur réputation ou en cherchant d'autres sources d'approvisionnement.
- L'évolution tragique du conflit en Ukraine (découverte de cadavres de civils ukrainiens et accusations de massacres, crimes de guerre et génocide) peut conduire finalement l'UE à prendre des sanctions contre le secteur énergétique russe.
- L'UE vient de valider une 5<sup>e</sup> vague de sanctions, qui touchent les importations de charbon. Si le charbon russe est remplaçable et si des sanctions contre le pétrole russe sont à terme envisageables, il est beaucoup plus compliqué et coûteux pour l'UE de se passer du gaz russe.
- Cependant, certains membres de l'UE affirment qu'il faudra cependant prendre "tôt ou tard" des sanctions sur le pétrole et le gaz russes.
- En réponse aux sanctions économiques, Vladimir Poutine peut utiliser le gaz et le pétrole, comme arme géopolitique, avec pour conséquence un déséquilibre des marchés mondiaux.

# A moyen terme, cette guerre changera structurellement les marchés énergétiques

- Ce conflit accélère les mutations sectorielles. L'UE prend conscience de la nécessité d'agir plus vite pour réduire sa dépendance énergétique envers la Russie.
- Le rôle de la Russie sur la scène énergétique devrait donc changer plus rapidement que prévu.
- Les Etats-Unis vont augmenter leur part de marché en Europe.
- Les groupes occidentaux (BP, Shell, ExxonMobil, OMV, TotalEnergies) se retirent progressivement de la Russie, ce qui laissera davantage de place pour les acteurs asiatiques, dont la place en Russie est en hausse ces dernières années.
- Quels rôles pour l'OPEP et l'OPEP+, dans un contexte géopolitique inédit ?
- Les flux énergétiques vont se réorganiser, avec davantage de flexibilité pour les flux pétroliers que les flux gaziers.
- La structure du marché gazier européen est amenée à évoluer (remise en cause des contrats long terme, hausse de la part du GNL).



# Quels scénarios de prix pour 2022 et 2023 ?

- Pour les spécialistes du secteur, le risque d'un choc énergétique est réel, avec un manque possible allant jusqu'à 3-4Mb de pétrole russe dès le mois de mai 2022.
- Le scénario de base d'Oxford Institute for Energy Studies prend pour hypothèses :
  - un manque de 1,1Mb/j de pétrole russe, qui serait partiellement remplacé par d'autres sources (retour graduel de l'Iran, hausse modérée de l'OPEP+ et des pays non-OPEP),
  - le marché pétrolier serait à peu près à l'équilibre en 2022 et en léger surplus en 2023,
  - conduisant à un prix du pétrole à 108\$/b en moyenne en 2022, baissant en dessous de 100\$ en fin d'année 2022, et à 92\$ en moyenne en 2023.
- Le scénario extrême a pour hypothèses :
  - un manque de 3,9Mb/j de pétrole russe, qui serait partiellement remplacé par d'autres sources,
  - le marché pétrolier serait en déficit d'offre en 2022 et à l'équilibre en 2023,
  - conduisant à un prix du pétrole à 131\$/b en moyenne en 2022, avec un pic en mai 2022 de 156\$, et à 112\$ en moyenne en 2023, baissant en dessous de 100\$ en fin d'année 2023.
- Les hypothèses sont modulables (production OPEP, sanctions contre l'Iran, réserves stratégiques des Etats-Unis), avec pour conséquence, un large éventail de scénarios de prix.

# Recommandations Octo Finances

# Récapitulatif de nos recommandations

Obligations	Recommandation	S&P	Moody's	Maturité	Spread
TechnipFMC	ACHAT	BB	Ba1	2025	z+200
TechnipFMC	ACHAT	BB	Ba1	2032	z+300
TechnipFMC	ACHAT	BB	Ba1	2033	z+320
Gazprom	ACHAT	NR	NR	2023	Prix ~38%
Gazprom	ACHAT	NR	NR	janv-24	Prix ~38%
TechnipFMC	CONSERVER	BB	Ba1	2023	z+100
Petrobras	VENTE	BB-	Ba1	2025	z+120
PEMEX	VENTE	BBB	Ba3	2022	z+200
PEMEX	VENTE	BBB	Ba3	2023	z+250
PEMEX	VENTE	BBB	Ba3	2024	z+290
PEMEX	VENTE	BBB	Ba3	févr-25	z+280
PEMEX	VENTE	BBB	Ba3	nov-25	z+330
PEMEX	VENTE	BBB	Ba3	2026	z+385
PEMEX	VENTE	BBB	Ba3	2027	z+415
PEMEX	VENTE	BBB	Ba3	2028	z+460
PEMEX	VENTE	BBB	Ba3	2029	z+480
Gazprom	VENTE	NR	NR	nov-24	Prix ~38%
Gazprom	VENTE	NR	NR	mars-25	Prix ~38%
Gazprom	VENTE	NR	NR	avr-25	Prix ~38%
Gazprom	VENTE	NR	NR	2026	Prix ~38%
Gazprom	VENTE	NR	NR	févr-27	Prix ~38%
Gazprom	VENTE	NR	NR	mars-27	Prix ~38%
Gazprom	VENTE	NR	NR	2028	Prix ~38%
Gazprom hybride	VENTE	NR	NR	perp	Prix ~25%

Source : Bloomberg et Octo Finances



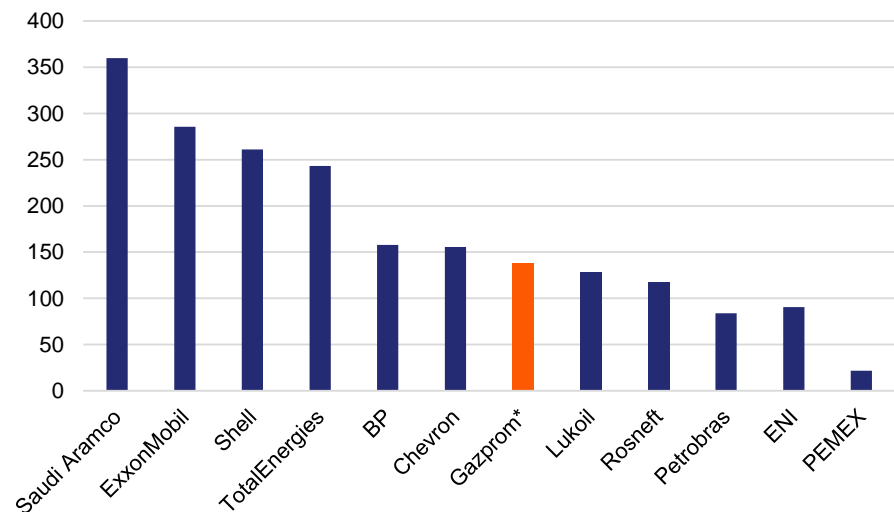
Non noté

**ACHAT** sur les maturités 2023 et 01/2024

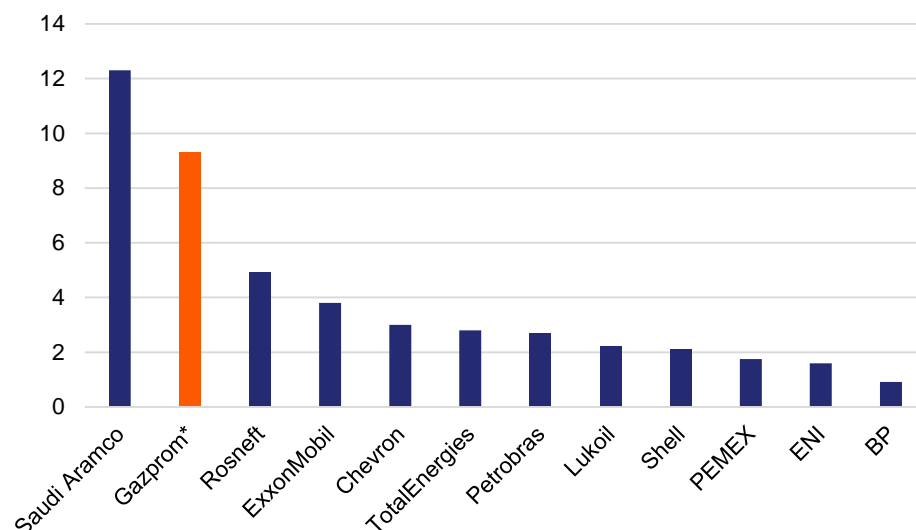
**VENTE** sur les autres maturités et l'hybride

# Gazprom détient 15% des réserves mondiales de gaz

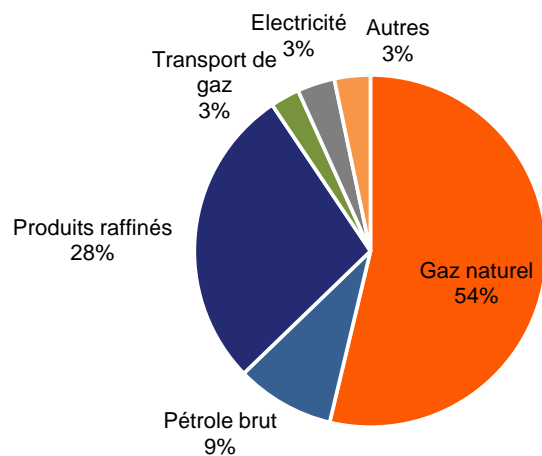
**Chiffre d'affaires 2021, Md\$**



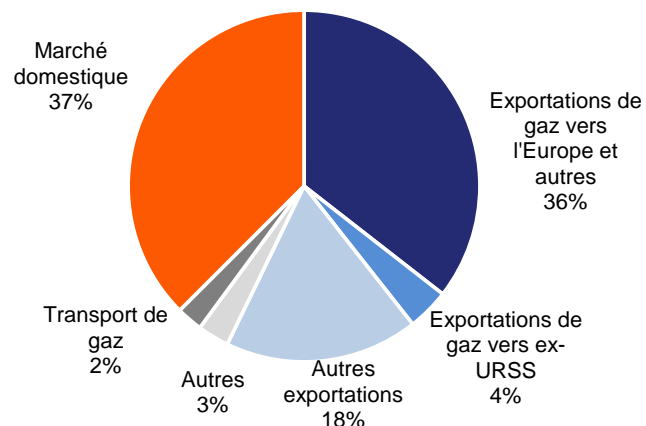
**Production d'hydrocarbures, Mb/j**



**CA de Gazprom**

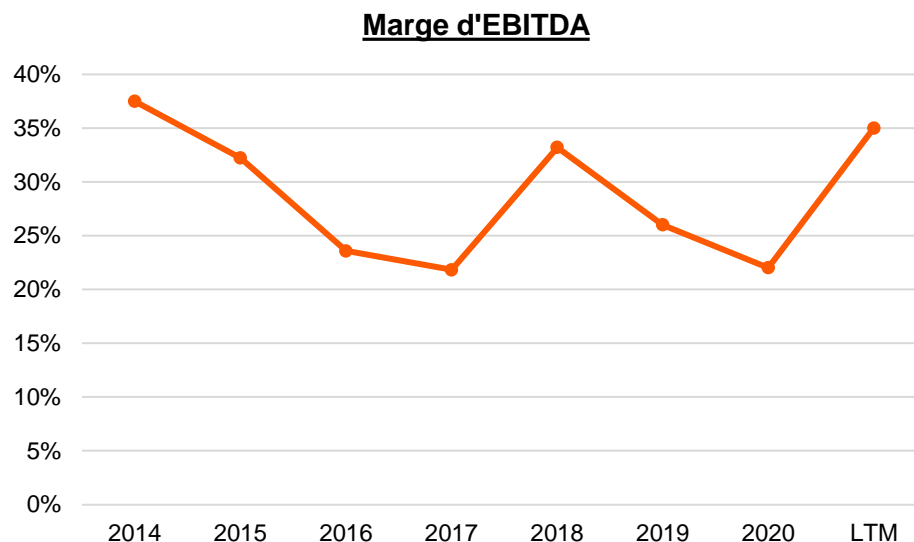


**CA de Gazprom**



# Des marges élevées, grâce aux exportations de gaz

- Le marché gazier est régional : en Europe, il est régi principalement par des contrats long terme take-or-pay. Les clients européens s'engagent à acheter une quantité minimale de gaz et le producteur s'engage à fournir ce volume de gaz minimum aux échéances convenues, avec des formules de prix indexées sur les prix du Brent et les prix spot du gaz.
- Malgré des renégociations ces dernières années pour mieux prendre en compte les évolutions des prix spot, ces exportations restent particulièrement rentables pour Gazprom, dont les coûts de production sont très faibles (inférieurs à ceux des concurrents, d'après S&P). Ainsi, la marge d'EBITDA de Gazprom est très élevée mais elle est aussi volatile, reflétant la volatilité des prix du gaz en Europe.
- Notons que les activités domestiques sont stables mais génèrent moins de résultats (prix de vente contrôlés).

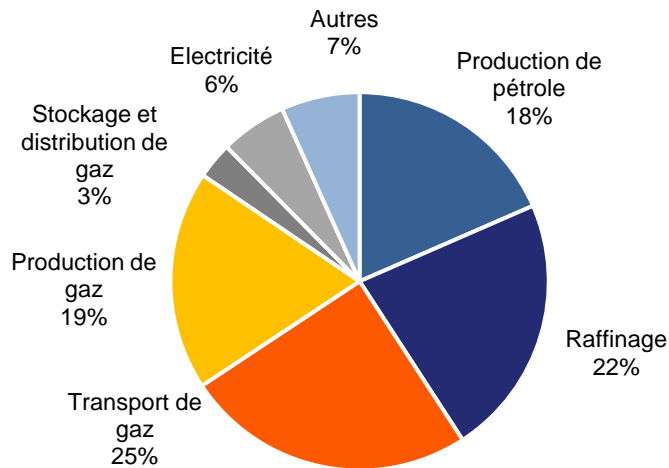


Source : Octo Finances  
LTM : 12 derniers mois à fin sept-21  
IFRS 16 à partir de 2019

# Des CAPEX élevés, qui viennent peser sur le FCF déjà volatil

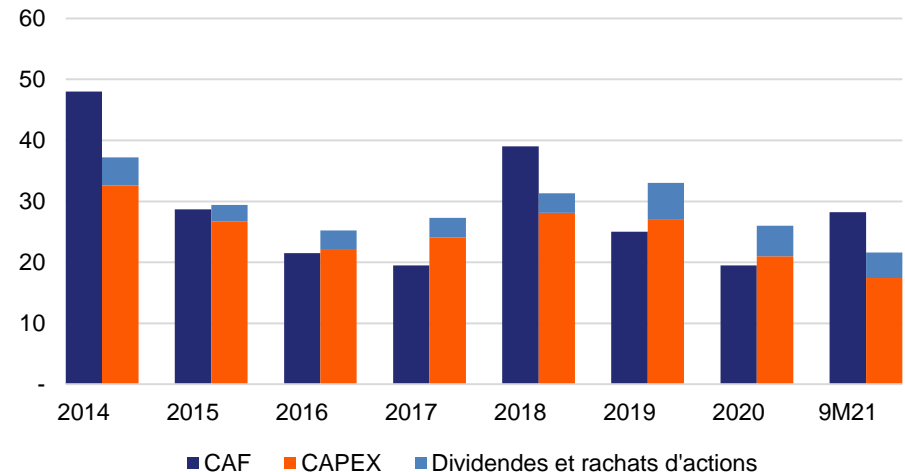
- La volatilité de l'EBITDA se transpose sur les FCF, qui sont régulièrement négatifs ces dernières années, à cause des CAPEX élevés. Pour se diversifier, Gazprom a multiplié les projets à l'ouest (Turkstream et Nord Stream 2) et à l'est (gazoduc Power of Siberia et champs Chayandinskoye, Kovyktinskoye), qui ont pesé sur les cash flows.
- La volonté géostratégique de contrôler le transport du gaz livré implique des programmes d'investissements lourds pour la construction des gazoducs.
- En outre, Gazprom verse tous les ans des dividendes, ce qui fait monter la dette en valeur.

**CAPEX de Gazprom**



Source : Octo Finances

**Cash flows de Gazprom, Md\$**

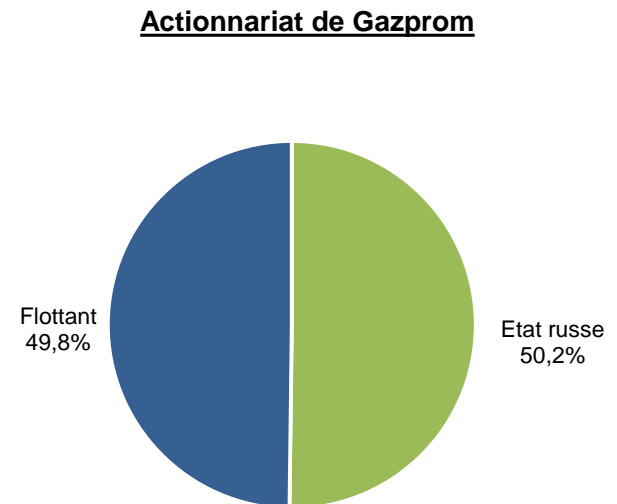
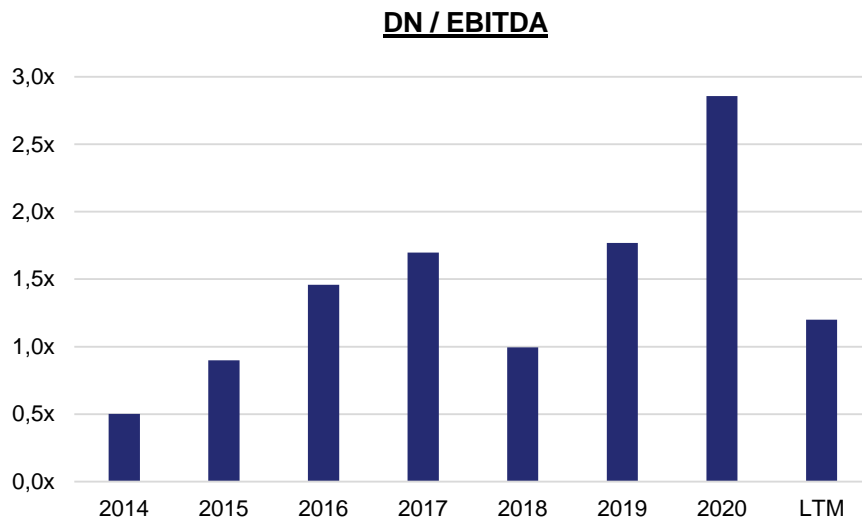


Source : Octo Finances

CAF après remboursement des dettes de location à partir de 2019

# Un risque pays inédit, qui éclipse la qualité de crédit intrinsèque

- Il est clair que la capacité financière de Gazprom à servir sa dette (intérêts et nominal) est solide en temps normal. Cependant, dans le contexte actuel, le risque pays prend logiquement le dessus.
- Les marchés craignent les décisions politiques émanant des deux fronts (Russie et Occident), qui pourraient : 1/ interférer dans l'activité (arrêt de la production et/ou des livraisons), 2/ empêcher ou conditionner le règlement des livraisons, 3/ empêcher ou conditionner le remboursement en dollars et en euros de leurs obligations en circulation et 4/ fermer l'accès aux marchés de capitaux.



Source : Octo Finances



# Le paiement du gaz en roubles

- Le 31 mars 2022, Poutine signe un décret pour imposer aux pays hostiles le règlement des livraisons de gaz russe en roubles, pour soutenir la monnaie, qui s'est effondrée depuis l'invasion de l'Ukraine. Or, les conditions de paiement sont fixées dans les contrats take-or-pay, qui stipulent la devise de la facturation et du règlement.
- La Russie a donc détaillé un nouveau processus de paiement du gaz pour éviter une rupture de contrat de la part de Gazprom :
  - ✓ 1/ le client ouvre deux comptes bancaires spéciaux, un en devises étrangères (euros ou dollars) et un en roubles, dans les institutions autorisées (Gazprombank)
  - ✓ 2/ le client transfère les fonds sur le 1<sup>er</sup> compte spécial en devises étrangères, ouvert chez Gazprombank
  - ✓ 3/ Gazprombank vend ces devises étrangères à la bourse de Moscou (Moscow Exchange MICEX) contre des roubles
  - ✓ 4/ Gazprombank transfère ces fonds en roubles sur le 2<sup>e</sup> compte spécial du client en roubles
  - ✓ 5/ Gazprombank transfère ces fonds en roubles sur le compte de Gazprom ouvert chez Gazprombank
- Oxford Institute for Energy Studies explique qu'en parallèle, le décret stipule que les autorités douanières russes peuvent interdire les livraisons de gaz dans 4 cas : absence de paiement, paiement partiel, paiement en devise étrangères et paiement sur un compte ouvert dans une banque non habilitée. Ainsi, ce n'est pas Gazprom, qui prendrait la décision d'arrêter les livraisons de gaz mais les autorités douanières. Il s'agirait d'un cas de force majeure pour Gazprom et il n'y aurait pas de rupture du contrat take-or-pay.

# Recommandations

- Les obligations senior en euros cotent autour de 38% du nominal sur Bloomberg, sans distinction entre les maturités. Ces prix reflètent le risque pays et le risque de défaut.
- Nous maintenons notre recommandation d'ACHAT sur les maturités 2023 et 01/2024 et nous conservons notre recommandation de VENTE sur les autres maturités et l'hybride (prix ~25%).
- Nous préférons jouer les maturités les plus courtes, car à court terme, l'UE n'a pas d'alternative au gaz russe. En revanche, les perspectives à moyen terme sont négatives : l'UE va tenter de réduire plus rapidement que prévu sa dépendance envers le gaz russe, ce qui affaiblira Gazprom.

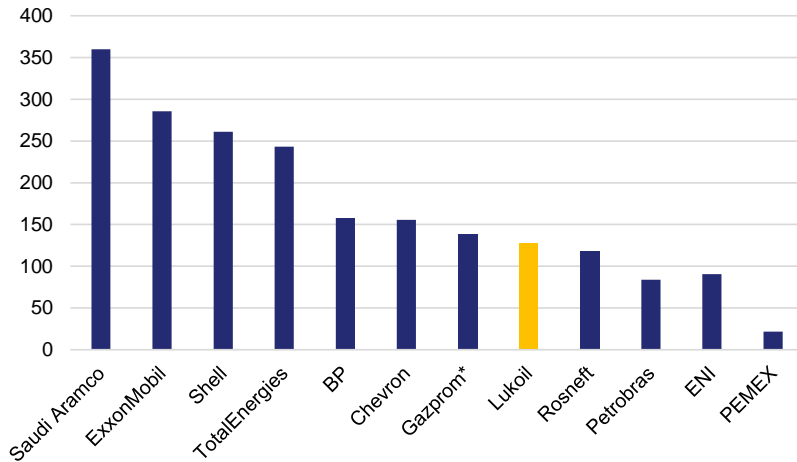


**LUKOIL**

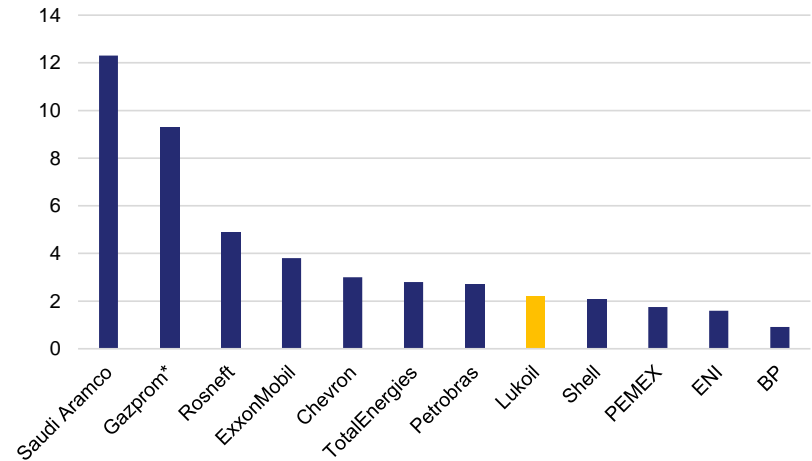
Non noté

# Le 2<sup>e</sup> groupe pétrolier intégré russe

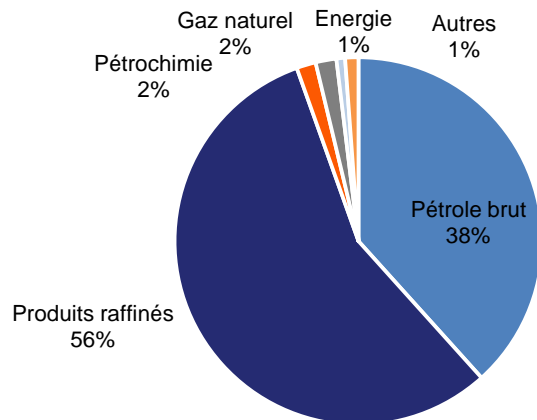
**Chiffre d'affaires 2021, Md\$**



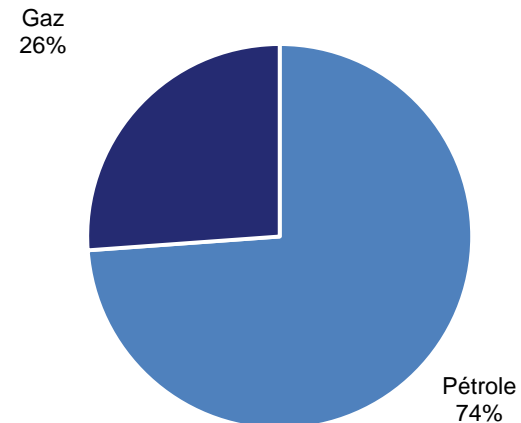
**Production d'hydrocarbures, Mb/j**



**CA 2021, par produit**

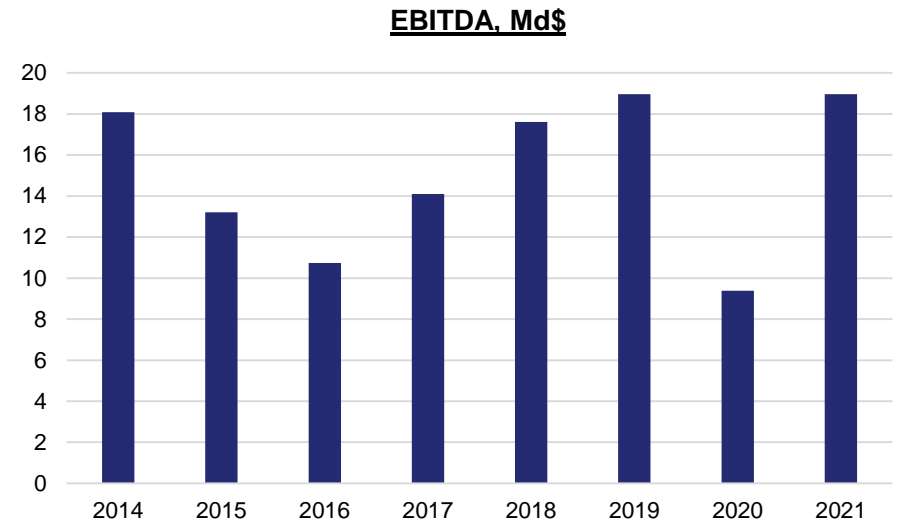
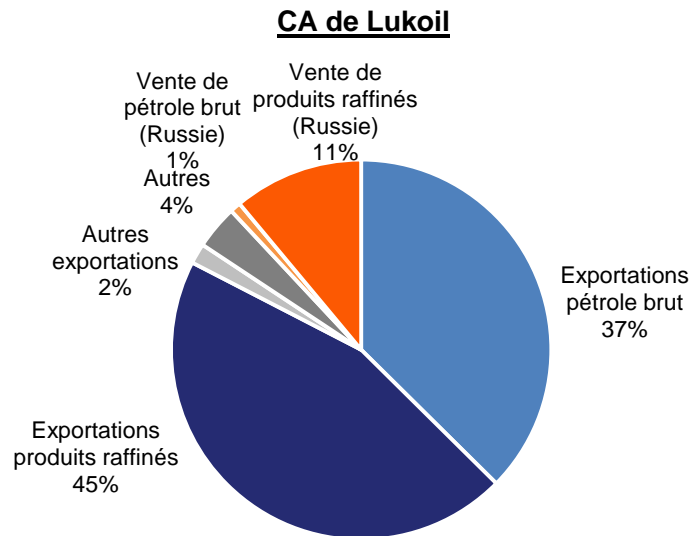


**Réserves prouvées 2021**



# L'essentiel des revenus provient des exportations

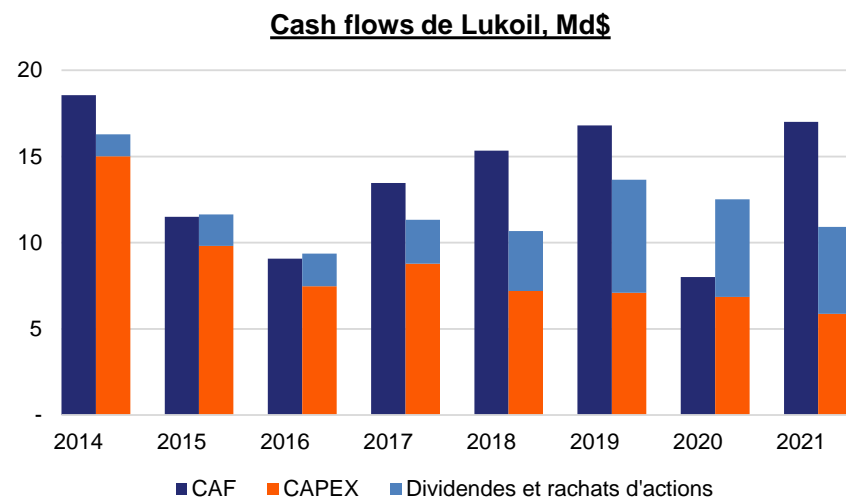
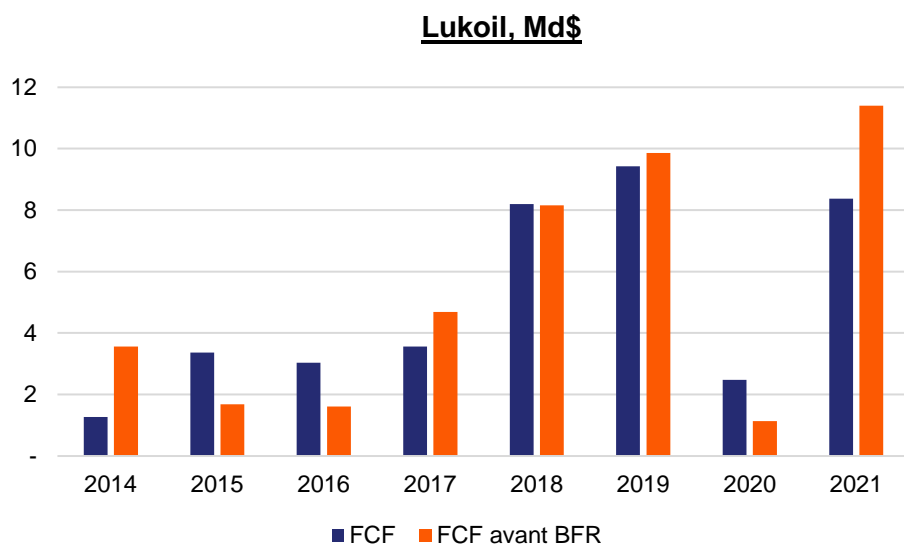
- 85% du CA du groupe est réalisé à l'international.
- Les résultats sont corrélés au prix du pétrole.



Source : Octo Finances

# Une politique financière équilibrée

- Le FCF est positif tous les ans, avant et après variation du BFR. Il couvre amplement les dividendes et les rachats d'actions, sauf année exceptionnelle en 2020.
- Les CAPEX sont maîtrisés et diminuent fortement ces dernières années en dollars, dans un contexte de déflation des services parapétroliers et de baisse du rouble (répartition par devise des CAPEX : 40% dollars et 60% roubles).

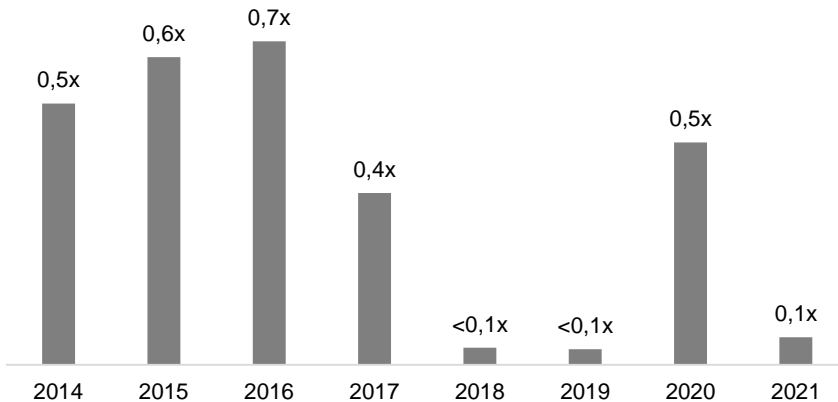


Source : Octo Finances

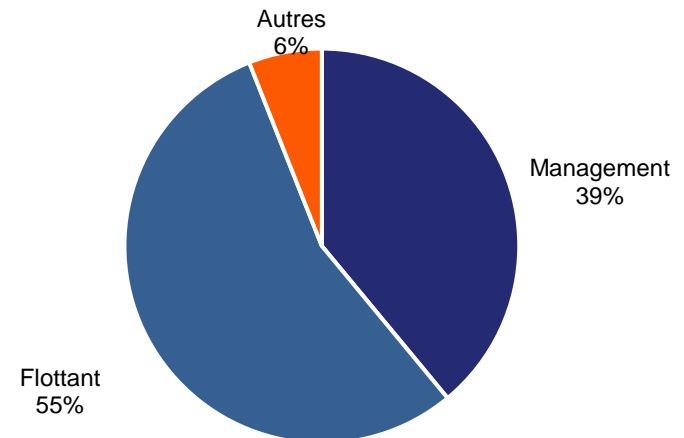
# Un risque pays inédit, qui éclipse la qualité de crédit intrinsèque

- Il est clair que la capacité financière de Lukoil à servir sa dette (intérêts et nominal) est solide en temps normal, grâce à une génération de cash solide et un niveau de dette très bas.
- Cependant, dans le contexte actuel, le risque pays prend logiquement le dessus.
- Les marchés craignent les décisions politiques émanant des deux fronts (Russie et Occident), qui pourraient : 1/ interférer dans l'activité (arrêt de la production et/ou des livraisons), 2/ empêcher ou conditionner le règlement des livraisons, 3/ empêcher ou conditionner le remboursement en dollars et en euros de leurs obligations en circulation et 4/ fermer l'accès aux marchés de capitaux.

**Dette nette sur EBITDA**



**Actionnariat de Lukoil**



Source : Octo Finances



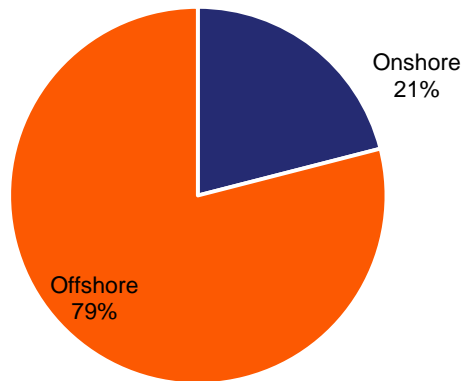
BBB nég // Ba3 nég  
**VENTE** sur la signature



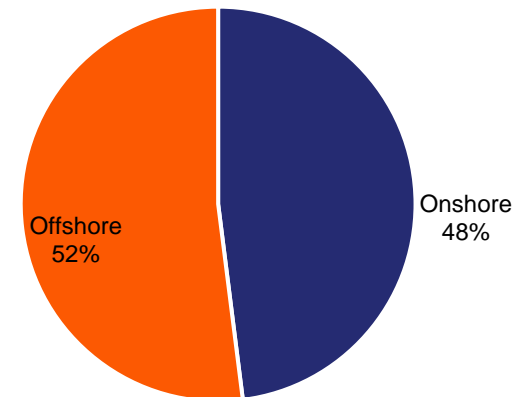
# PEMEX, un groupe intégré

- PEMEX est la compagnie pétrolière nationale du Mexique, avec une production d'hydrocarbures de 2,4Mbep/j en 2021 (70% pétrole/30% gaz).
- Ses réserves prouvées s'élèvent à 7,4 milliards de barils.
- Les 6 raffineries, les 8 complexes de pétrochimie et les stations-essence sont tous situés au Mexique.

Production de pétrole



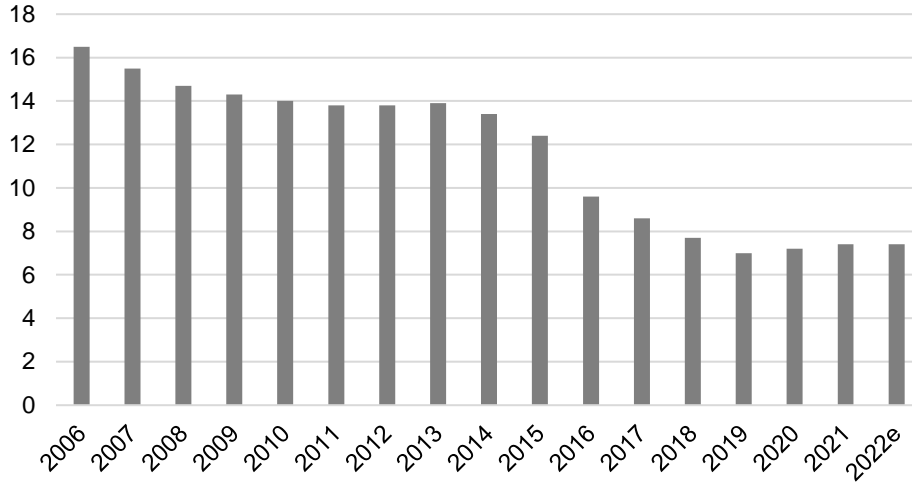
Production de gaz



Source : PEMEX et Octo Finances

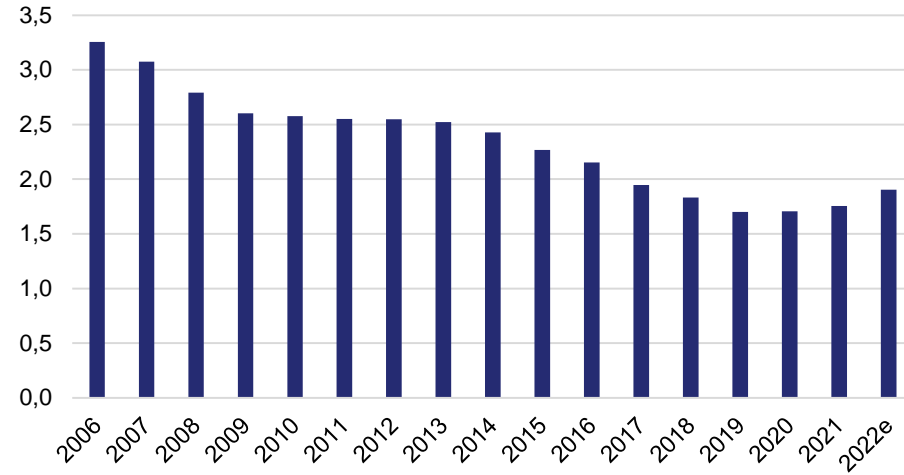
# Chute de la production en amont et en aval

**Réserves prouvées**

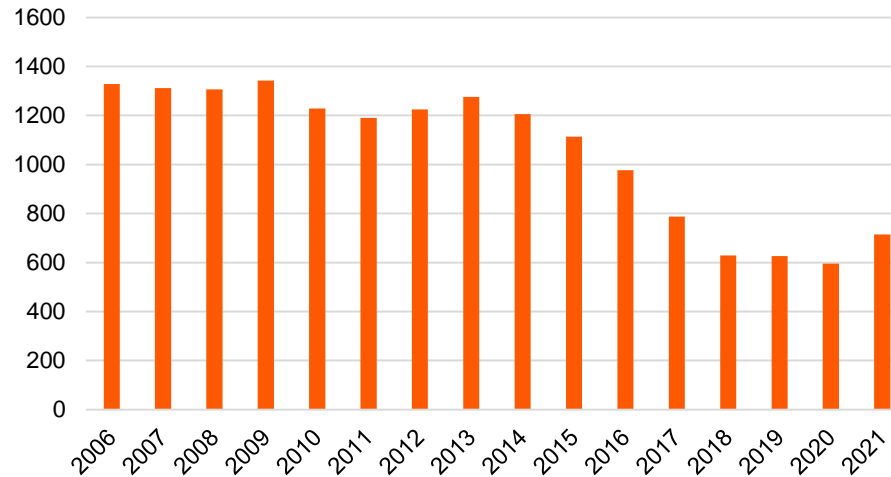


Réserves 1P, en milliards de baril

**Production de pétrole brut, Mb/j**



**Production de produits raffinés, Mb/j**

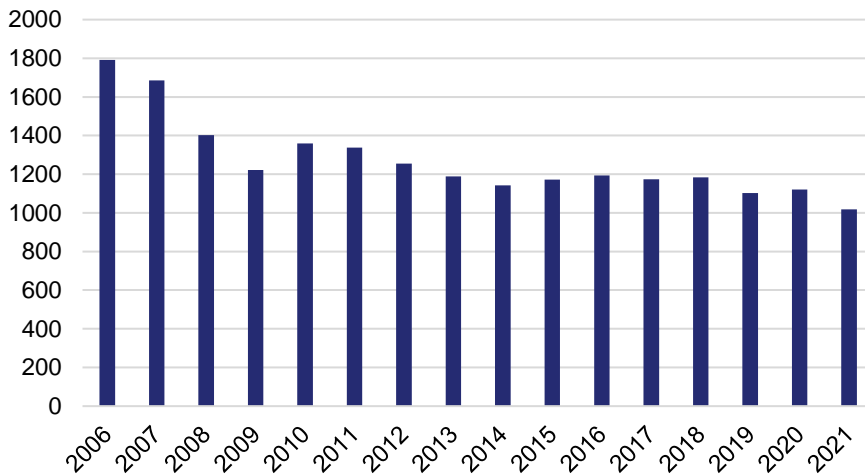


Source : PEMEX

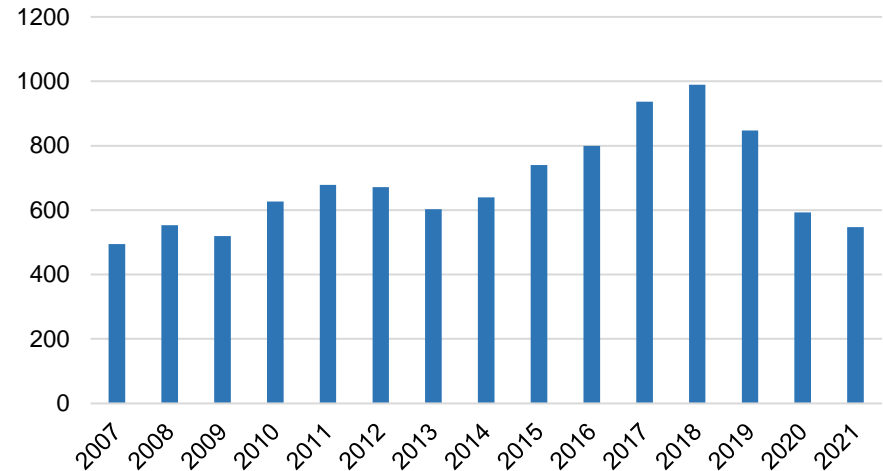
# Hausse des importations de produits raffinés

- La balance se détériore : les exportations de pétrole brut baissent en volume et en valeur (effet prix) alors que les importations de produits raffinés augmentent en volume.
- Ce constat reflète les faiblesses de PEMEX, dont l'outil de production est inadapté. PEMEX, qui produit moins de pétrole brut (déclin des réserves), en exporte aussi moins. Ses raffineries produisent moins, ce qui conduit le groupe à importer davantage de produits raffinés pour répondre à la demande domestique.
- On notera toutefois une inversion de la tendance à partir de 2019, avec la présidence d'AMLO, qui relance les investissements chez PEMEX.

**Exportations de pétrole brut, Mb/j**



**Importations de produits raffinés, Mb/j**

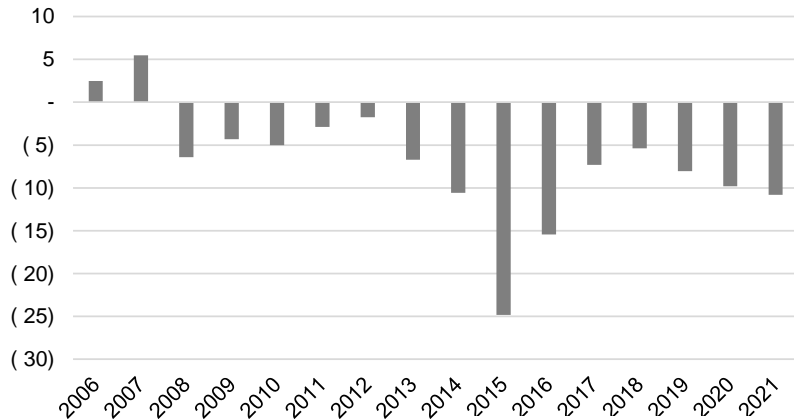


Source : PEMEX et Octo Finances

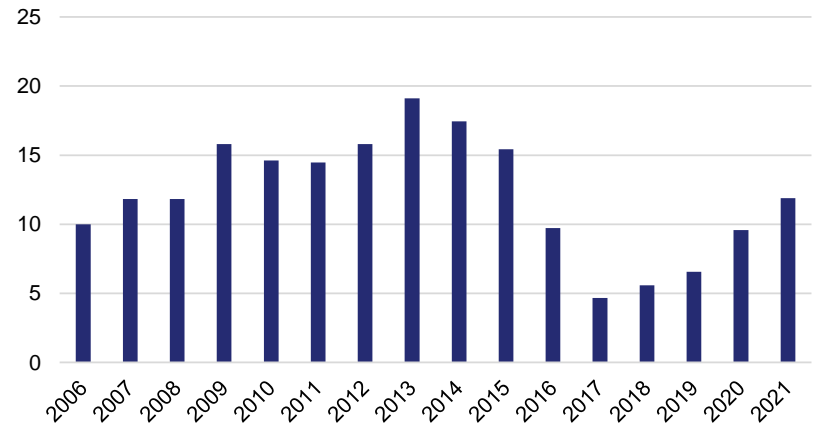
# Des FCF négatifs à cause d'impôts trop élevés

- Si l'EBITDA de PEMEX est élevé, ses FCF sont négatifs tous les ans, depuis 2008, à cause d'une fiscalité trop lourde. Le déficit de FCF s'élève à 120Md\$ en cumulé, depuis 2008.
- PEMEX n'a plus les moyens d'investir dans son outil de production et est forcé de réduire ses CAPEX. Notons encore une fois, le changement de stratégie depuis 2019, mais cela reste insuffisant.

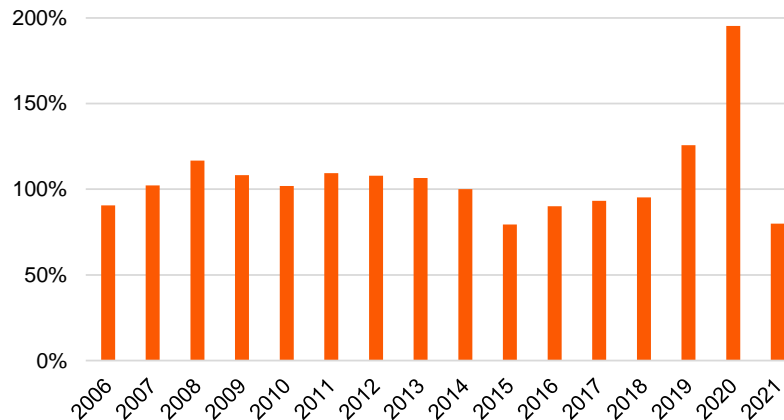
**FCF, Md\$**



**CAPEX, Md\$**



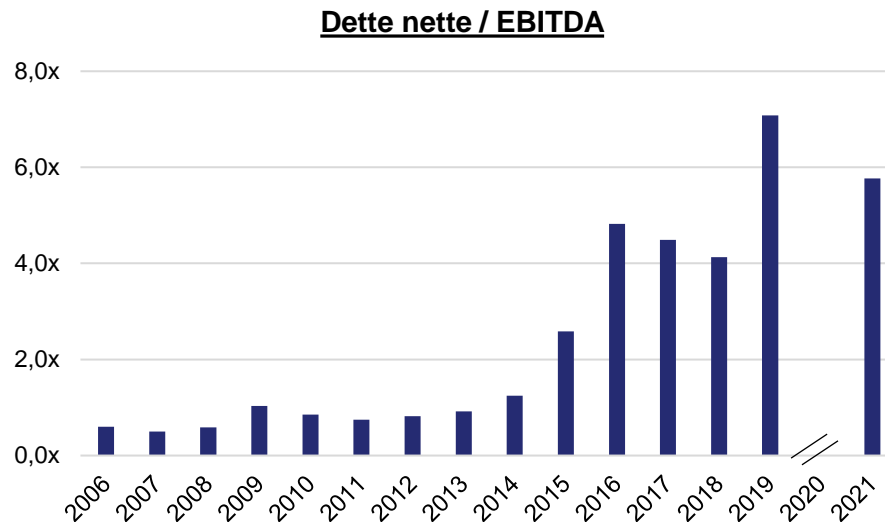
**Impôts / EBITDA**



Source : PEMEX et Octo Finances

# Une dette trop élevée mais un soutien de l'Etat sûr

- Les ratios se détériorent sévèrement avec la chute des prix du pétrole en 2015, étant donné que les recettes tirées des exportations de pétrole brut rapportent moins en valeur.
- Le niveau d'endettement est difficilement tenable, mais, grâce aux liens étroits avec l'Etat, l'émetteur conserve son accès aux marchés de crédit, ce qui lui permet de se refinancer. PEMEX est, en effet, détenu à 100% par l'Etat, qui injecte occasionnellement du cash. Toutefois, la dette de PEMEX n'est garantie explicitement par l'Etat.



Source : Octo Finances

NB : le ratio à fin 2020 dépasse 20x l'EBITDA

## Recommandation de VENTE

- PEMEX bénéficie du prix élevé du pétrole et ses résultats en 2022 et 2023 seront soutenus par les exportations de pétrole brut. En revanche, les importations de produits raffinés de PEMEX pourront être impactées par un marché mondial tendu, la Russie étant un important exportateur de carburants.
- Nous attendons néanmoins une amélioration des ratios de crédit, grâce au prix du pétrole.
- Nous réitérons notre recommandation de VENTE sur la signature mexicaine, dont la qualité de crédit intrinsèque est extrêmement fragile. Si le soutien de l'Etat est fort, les obligations PEMEX ne bénéficient d'aucune garantie explicite. Nous estimons que les spreads sont insuffisants.

Obligations	Recommandation	S&P	Moody's	Maturité	Spread
PEMEX	<b>VENTE</b>	BBB	Ba3	2022	z+200
PEMEX	<b>VENTE</b>	BBB	Ba3	2023	z+250
PEMEX	<b>VENTE</b>	BBB	Ba3	2024	z+290
PEMEX	<b>VENTE</b>	BBB	Ba3	févr-25	z+280
PEMEX	<b>VENTE</b>	BBB	Ba3	nov-25	z+330
PEMEX	<b>VENTE</b>	BBB	Ba3	2026	z+385
PEMEX	<b>VENTE</b>	BBB	Ba3	2027	z+415
PEMEX	<b>VENTE</b>	BBB	Ba3	2028	z+460
PEMEX	<b>VENTE</b>	BBB	Ba3	2029	z+480

Source : Bloomberg et Octo Finances

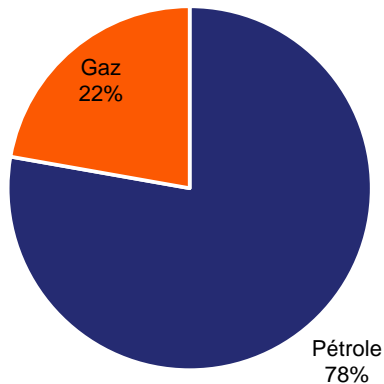


BB- stable // Ba1 stable  
**VENTE** sur la signature

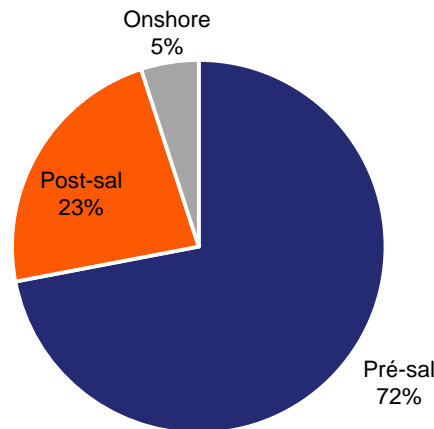
# Petrobras un groupe intégré, qui met désormais l'accent sur l'E&P

- La production d'hydrocarbures atteint 2,77Mbep/j en 2021, dont 78% de pétrole et 22% de gaz. Ses réserves prouvées s'élèvent à 9,8 milliards de barils, dont 85% de pétrole et 15% de gaz.
- La feuille de route est claire : Petrobras met la priorité sur le segment amont, avec un focus sur les champs profonds et ultra-profonds. Les activités en aval sont amenées à être réduites : un accord a été signé en 2019 en vue de la cession de raffineries.

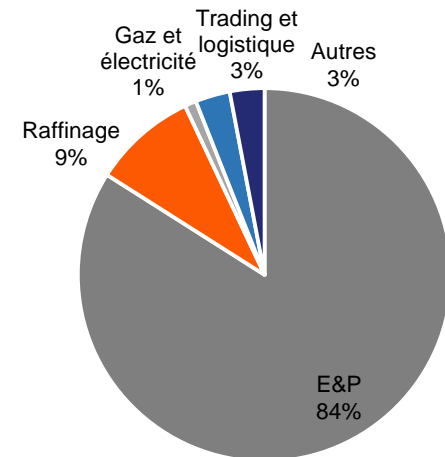
Production d'hydrocarbures



Production par type



CAPEX 2022-26e



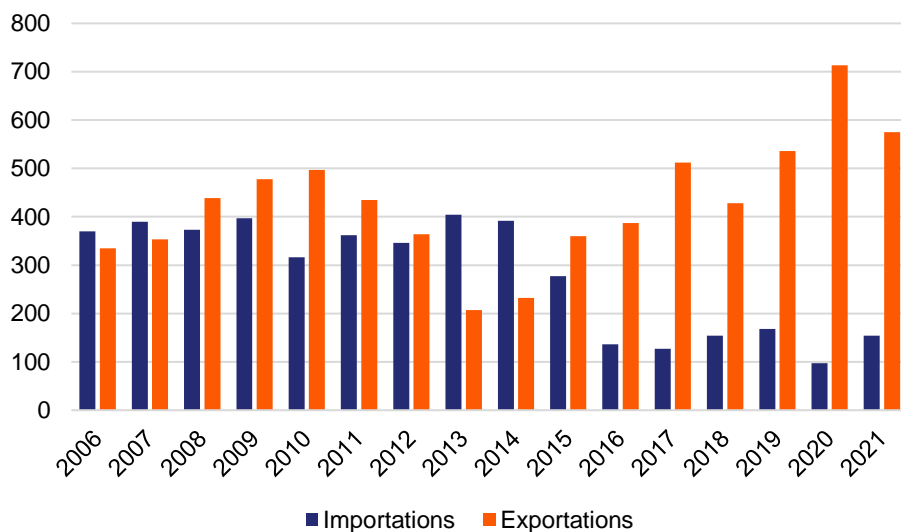
Source : Petrobras et Octo Finances



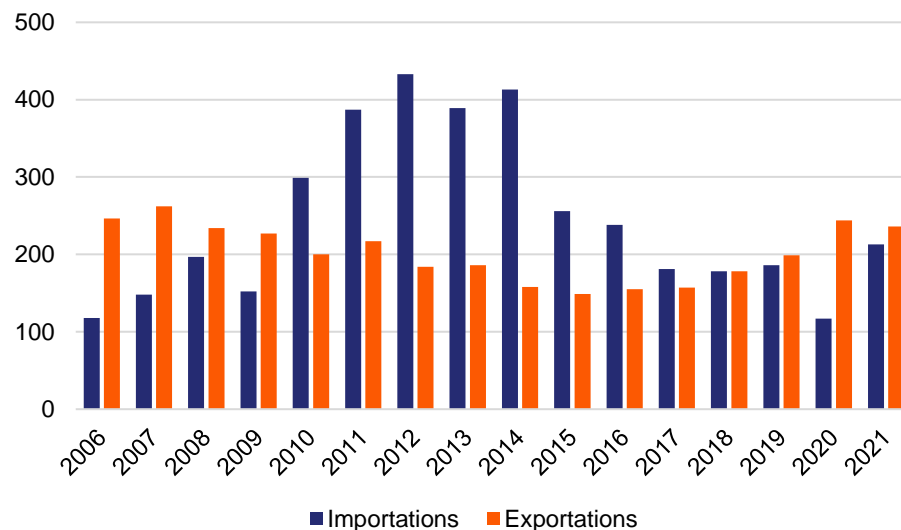
# La transformation de Petrobras est radicale

- Le scandale de corruption Lava Jato a changé fondamentalement le groupe, le groupe est désormais managé pour être rentable.
- Les exportations de pétrole brut sont en hausse en volume, permettant à l'émetteur de maximiser ses recettes. A l'inverse, les importations de pétrole brut et de produits raffinés ont sensiblement baissé.
- Le FCF est désormais positif tous les ans, depuis 2016.

**Pétrole brut, kbep/j**



**Produits raffinés, kbep/j**

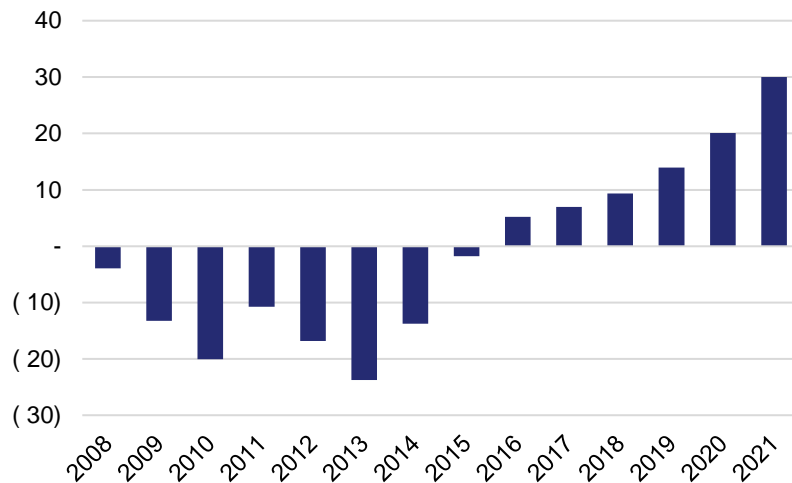


Source : Petrobras et Octo Finances

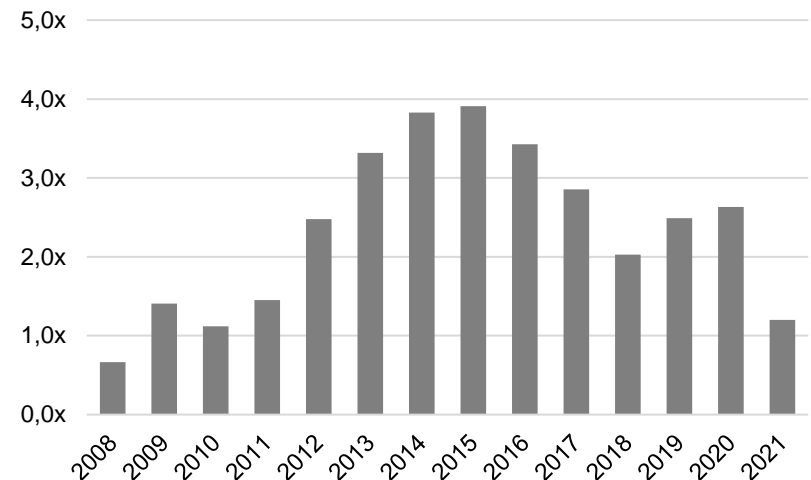
# Un redressement confirmé de la qualité de crédit, grâce à une politique financière conservatrice

- La priorité a été mise sur la réduction de la dette et la génération de cash. Les importantes cessions d'actifs permettent d'accélérer le désendettement. Les dividendes sont limités.
- Petrobras a gagné en crédibilité sur les marchés, avec des objectifs financiers réalistes et atteints.
- Nous estimons que la qualité de crédit intrinsèque tend vers une note IG. Le plan stratégique suggère la poursuite de l'amélioration des ratios, mais des incertitudes pèsent sur la suite, à cause du président Bolsonaro, qui cherche à s'immiscer dans la stratégie du groupe.

**FCF, Md\$**



**Dettes nette / EBITDA**



Source : Petrobras et Octo Finances

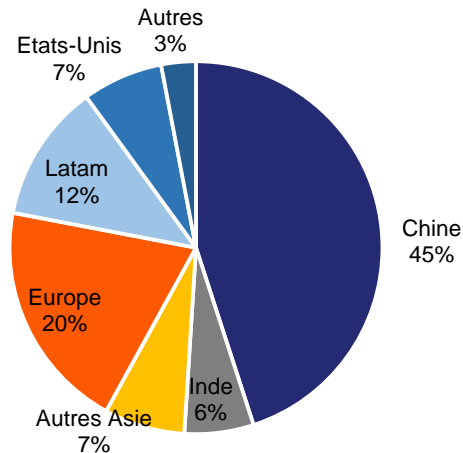
# L'Etat est un frein pour Petrobras

- La note de Petrobras chez les agences est limitée par celle du souverain. Nous estimons que les liens avec l'Etat, qui détient 50,3% des droits de vote et 28,7% du capital, jouent actuellement en défaveur de l'émetteur. En effet, un climat d'incertitudes et d'instabilité pèse sur les perspectives du groupe, depuis que Jair Bolsonaro veut interférer dans la stratégie du groupe.
- Les changements d'équipe managériale ont lieu dès que le président est contrarié dans ses plan politiques. Nous comprenons que M. Bolsonaro veut faire baisser les prix des carburants pour servir ses intérêts, ce qui serait négatif pour Petrobras, dans un contexte inflationniste.
- Les prochaines élections présidentielles sont prévues cet automne 2022.

# Recommandation de VENTE

- Les prix élevés du pétrole dans le contexte de guerre en Ukraine est positif pour Petrobras, qui exporte du pétrole brut et des produits raffinés. L'Europe représente 20% des exportations de brut de Petrobras, qui pourrait réorienter ses livraisons pour répondre à la demande européenne.
- Nous réitérons néanmoins notre recommandation de VENTE : les spreads sont serrés. Petrobras 4,75% 2025 : z+120bp.

**Destinations des exportations de pétrole brut, 2021**



Source : Petrobras et Octo Finances



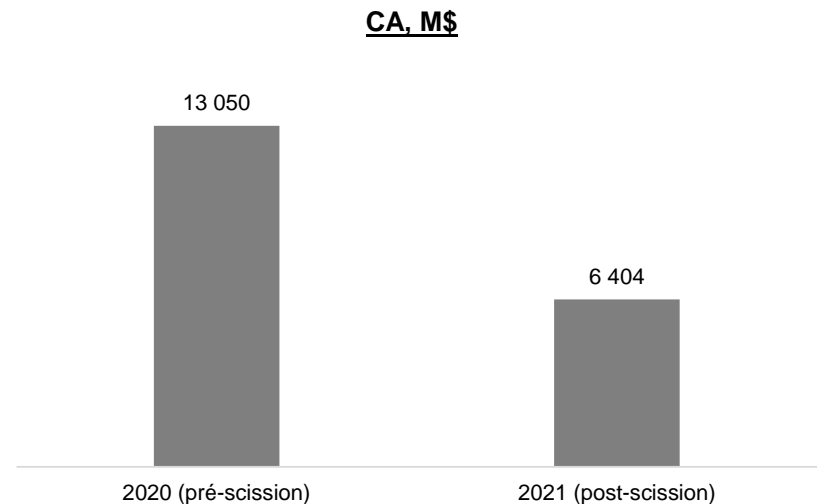
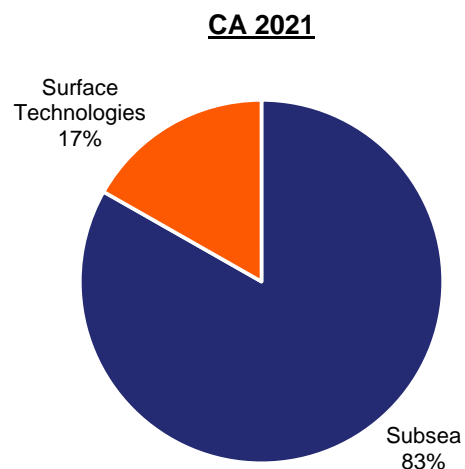
BB stable // Ba1 stable

**ACHAT** sur les maturités 2025, 2032 et 2033

**CONSERVER** sur la 2023

# Le 2<sup>e</sup> groupe mondial de construction offshore

- Avec un chiffre d'affaires de 6,4Md\$ en 2021, TechnipFMC est devenu le numéro deux mondial, derrière l'italien Saipem. La scission de TechnipEnergies a fait perdre au groupe sa place de leader (taille divisée par 2).
- TechnipFMC, qui propose des solutions intégrées aux acteurs du secteur pétrolier et gazier, se spécialise dans les installations sous-marines (Subsea), une division, qui représente 83% de ses revenus. La division Surface Technologies est dédiée aux autres équipements d'aide à la production d'hydrocarbures.

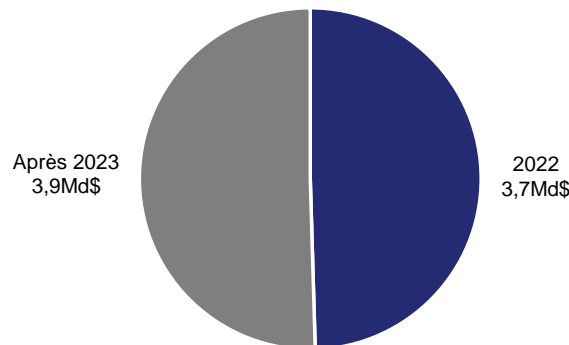


Source : TechnipFMC et Octo Finances

# De meilleures perspectives sectorielles et un risque de surcoût

- Le carnet de commandes de TechnipFMC assure une bonne visibilité en termes de chiffre d'affaires pour 2022 et 2023.
- Avant l'invasion de l'Ukraine, les projections sectorielles annonçaient déjà une augmentation des dépenses E&P mondiales en 2022 vs 2021 ('*low double digit*' pour S&P), avec un effet rattrapage post-Covid-19, qui se poursuit. Notons que le marché du Subsea a particulièrement souffert en 2020, marqué par une contraction de 80% du nombre de projets.
- Le contexte géopolitique et macroéconomique évolue avec le conflit en Ukraine, qui force les producteurs d'hydrocarbures à repenser leur stratégie, avec une augmentation du poids des énergies vertes dans leur mix, une hausse de leur production et une diversification géographique à moyen terme pour remplacer la Russie. Ainsi, le cabinet spécialisé, Rystad Energy, s'attend à une hausse de 16% des dépenses E&P mondiales.
- L'inflation des salaires, des métaux et des matières premières tire à la hausse le prix des projets et crée un risque de dépassement des coûts, à la charge des groupes parapétroliers (ex : Saipem). La bonne exécution des contrats déjà signés devient un enjeu pour éviter une détérioration des marges.

## Carnet de commandes à fin 2021



Source : TechnipFMC et Octo Finances

# Un profil de FCF et une politique de dividende encore incertains

- La scission de TechnipEnergies a laissé des interrogations sur la génération de cash et la future politique financière de l'émetteur, en particulier sur la rémunération des actionnaires. En effet, TechnipFMC (pre-spin-off) a toujours versé des dividendes généreux et racheté des actions, pas toujours couverts par le FCF, et même si son ratio dette brute sur EBITDA se dégradait, ces dernières années.
- Si en 2021, le FCF de TechnipFMC est positif, il s'agit d'une année de transition et ne préfigure pas le profil de FCF post-scission. De même, l'accélération de la réduction de la dette par la monétisation des actions TechnipEnergies et l'absence de dividende versé en 2021 sont positifs pour le crédit de TechnipFMC, mais il n'est pas garanti que la politique financière reste prudente.
- Néanmoins, les objectifs fixés en termes de dette brute (1,3Md\$) et de niveau de cash minimum (800M\$) suggèrent qu'une note IG est possible à moyen terme.

Cash flows en M\$	2021	2020*	2019
<b>Capacité d'autofinancement</b>	<b>436</b>	<b>488</b>	<b>1 032</b>
Variation BFR	218	284	(183)
<b>Cash flow opérationnel net</b>	<b>655</b>	<b>772</b>	<b>849</b>
Investissements	(192)	(256)	(454)
<b>FCF</b>	<b>463</b>	<b>516</b>	<b>394</b>
Acquisitions-Cessions	967	72	84
Dividendes versés	-	(59)	(233)
Aug/réduction de capital	-	-	(93)
JV Yamal	-	-	(563)

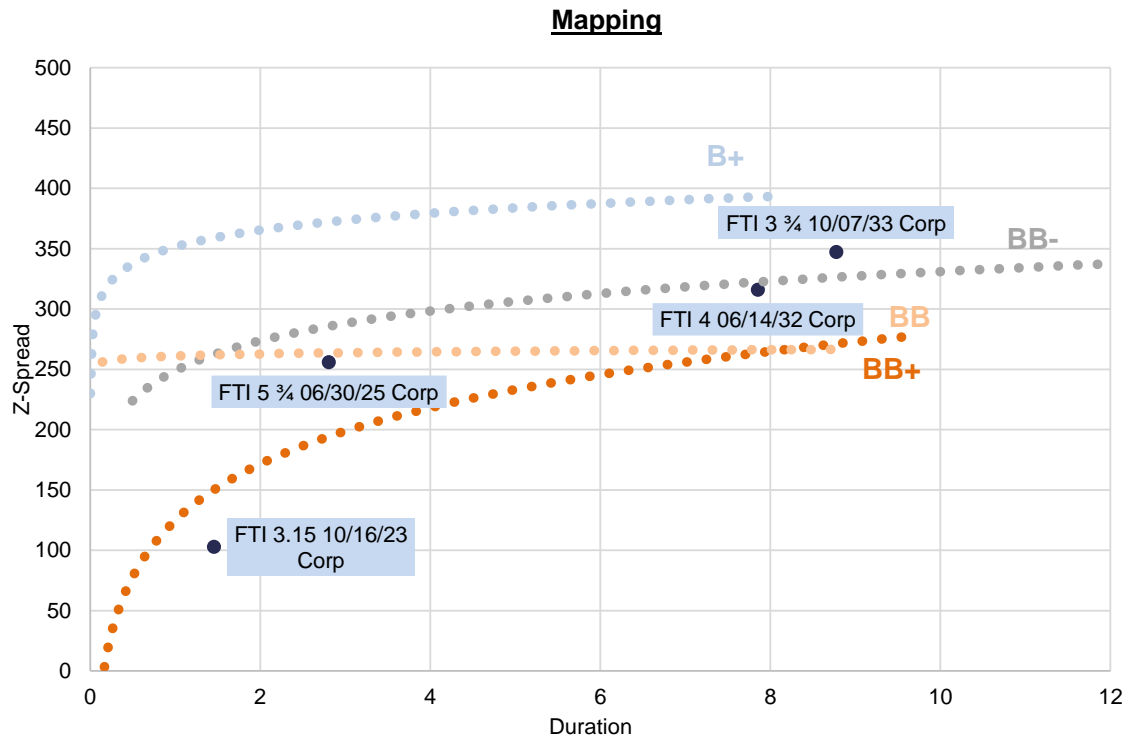
Source : TechnipFMC et Octo Finances

\* Retraité du spin-off



# Recommandations

- Nous maintenons notre recommandation d'ACHAT sur les maturités 2025, 2032 et 2033. Les spreads sont intéressants par rapport à la qualité de crédit de l'émetteur.
- Nous réitérons notre recommandation à CONSERVER sur TechnipFMC 3,15% 2023, dont les spreads sont plus serrés.



Source : Octo Finances



## RECHERCHE OCTO FINANCES

### BANQUES

Gilles de BOURROUSSE : gilles.de\_bourrousse@octofinances.com

### CORPORATES

Christine KAM : christine.kam@octofinances.com

Alain LOPEZ : alain.lopez@octofinances.com

Do AKE : do.ake@octofinances.com

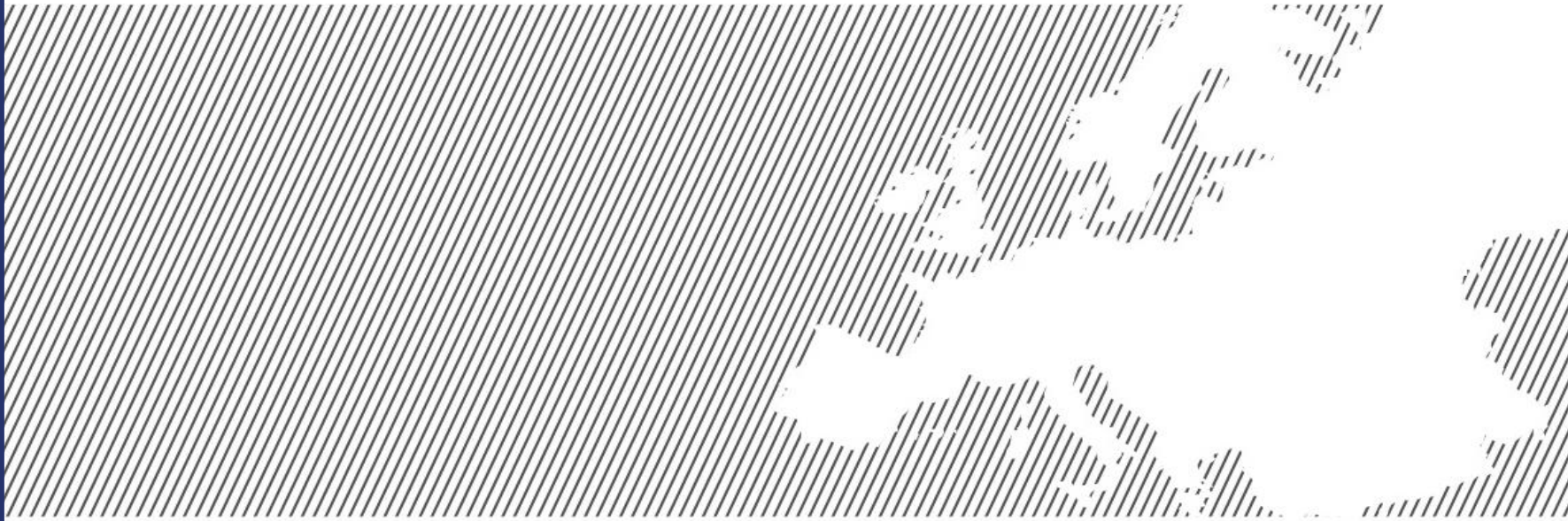
### CONVERTIBLES

Jan PATTEYN : jan.patteyn@octofinances.com

**Disclaimer** : Octo Finances, prestataire de services d'investissement agréé par l'Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution (ACPR) et régulé par l'Autorité de Marchés Financiers (AMF), s'est appuyé sur des informations accessibles au public pour effectuer cette analyse. Bien que les sources d'information soient rigoureusement sélectionnées, Octo Finances ne saurait être tenu responsable quant à l'exactitude des données. La présente analyse exprime un avis sur un émetteur ou sur un titre financier. Cet avis étant notamment basé sur l'actualité économique et financière, il est susceptible d'être modifié à tout moment sans préavis.

Conformément à la réglementation, afin de prévenir tout conflit d'intérêt, un dispositif de barrière à l'information interdit la circulation de toute information privilégiée entre les équipes d'analystes et de vendeurs. De plus, les analystes d'Octo Finances ne peuvent effectuer de transactions personnelles sur les titres analysés, ou sur ceux dont ils suivent les émetteurs.

Ce document est diffusé auprès d'un public restreint, composé uniquement de Clients Professionnels ; son contenu ne peut être communiqué à des tiers sans consentement préalable d'Octo Finances. Octo Finances ne pourrait être tenu responsable des conséquences de décisions d'investissements prises sur la base des informations contenues dans cette analyse.



**Une vision indépendante des marchés de crédit**

[www.octofinances.com](http://www.octofinances.com)

117, avenue des Champs Élysées - 75008 PARIS // +33 (0) 1 45 02 66 00