

Louvain School of Management

# Analyse fondamentale des actions

Etude de cas du Groupe ADP

Author : Antoine Boulogne

Supervisor : Philippe Grégoire

Academic year 2020-2021

Pour débiter ce mémoire je tiens à remercier sincèrement toutes les personnes qui ont contribué, que ce soit directement ou indirectement, à ce mémoire

Tout d'abord, je tiens à remercier tout particulièrement mon promoteur, Monsieur Philippe Grégoire, qui m'a accompagné et dirigé tout au long de ce travail.

Ensuite, je remercie ma famille et mes amis qui m'ont aidé et encouragé tout au long de mes études afin que j'atteigne mon but.

Enfin, je remercie tout particulièrement ma mère qui m'a encouragé mais aussi aidé dans l'orthographe et la syntaxe de ce travail.

Merci à tous.

## Table des matières

1.Introduction.....	1
2.La valorisation d’une entreprise .....	3
3.Présentation de l’entreprise.....	6
3.1.Description des activités.....	6
3.1.1.Activités aéronautiques .....	6
3.1.2.Commerces et services .....	7
3.1.3.Immobilier.....	7
3.1.4.International et développement aéroportuaire .....	7
3.1.5.Technologie de l’information et de la communication .....	8
3.1.6.Cargo.....	9
3.2.Historique .....	9
4.Analyse stratégique .....	11
4.1.Sources de croissance .....	11
4.2.Sources de risques .....	11
4.3.SWOT.....	12
4.3.1.Forces .....	12
4.3.2.Faiblesses.....	13
4.3.3.Opportunités.....	13
4.3.4.Menaces.....	14
5.Analyse financière et prévisions.....	15
5.1.Analyse boursière.....	15
5.2.Les 3 scénarios .....	16
5.3.Croissance du revenu .....	19
5.4.Cost Of Good Sales.....	22
5.5.Cost Of Sales .....	23
5.6.Autres coûts.....	25
5.7.Marges.....	28
5.8.Dépenses d’investissement .....	30
5.9.Structure du capital.....	33
5.10.Bénéfices .....	34
5.11.Les Free Cash-Flow .....	35
6.Evaluation.....	37
6.1.Discounted cash-flow .....	37
6.1.1.WACC.....	37

6.1.2.Taux de croissance long terme.....	38
6.1.3.Prix de l'action.....	39
6.1.4.Analyse de sensibilité .....	41
6.2.Méthode des comparables.....	41
6.2.1.Présentation des entreprises comparables .....	41
6.2.2.Evaluation .....	42
6.3.Résultat de l'évaluation du groupe ADP.....	44
7.Conclusion .....	45
8.Bibliographie.....	46
9. Annexes.....	54

## 1.Introduction

Lorsque nous nous intéressons ou sommes confrontés à une entreprise, il convient de s'interroger sur la valeur réelle de l'entreprise. Cette valeur peut être estimée grâce à l'analyse des données financières que la société transmet. Il y a alors un regard sur le passé ,qui peut se faire en comprenant pourquoi l'entreprise a évolué dans ce sens ,mais également aussi de tirer des conclusions sur le futur probable de celle-ci et ainsi se rendre compte si sa prospérité sera durable ou non. Beaucoup de personnes peuvent être intéressées par la pérennité d'une société.

Tout d'abord, les banques qui doivent lui prêter de l'argent pour qu'elle puisse augmenter son activité mais qui doivent savoir si elles seront payées sur le long terme.

Ensuite, les fournisseurs qui se demandent si les factures seront honorées.

Puis encore les clients qui veulent savoir si l'entreprise est assez solide pour leur venir en aide au cas où le produit qu'ils achètent ferait défaut.

L'analyse de la situation financière intéresse aussi les autres entreprises qui souhaiteraient peut-être une fusion-acquisition. La valorisation réelle de la société leur permet alors de ne pas acheter la société cible à un prix plus élevé que ce qu'elle ne vaudrait en réalité.

Et enfin, les actionnaires qui eux aussi souhaitent connaître la valeur réelle afin de faire un bon investissement et savoir si l'action qu'ils achètent n'est pas surévaluée par rapport à son prix réel.

La valeur réelle d'une entreprise est donc une source d'information importante pour beaucoup de parties.

Dans ce mémoire, je m'efforcerais de réaliser la valorisation de l'entreprise « Groupe ADP ». Le but est d'estimer au mieux la valeur du groupe à l'aide de différents outils et ainsi donner un avis sur le prix actuel de la société sur le marché.

Cette analyse comportera plusieurs parties.

Dans un premier temps, j'expliquerais brièvement ce qu'est la valorisation ainsi que les spécificités que le groupe ADP apporte à celle-ci.

Deuxièmement, je ferai une description générale du groupe et du marché dans lequel il évolue. Cela sera ensuite suivi d'une analyse concurrentielle et stratégique.

Troisièmement, une analyse financière détaillée sera effectuée afin de pouvoir calculer les prévisions futures des différents chiffres de l'entreprise. À la suite de cela, je calculerai la valeur de cette dernière .

Enfin, pour conclure, je résumerai les points importants de l'analyse afin de rendre un avis positif ou négatif sur l'achat de l'action « Groupe ADP » sur le marché boursier.

## 2. La valorisation d'une entreprise

Tout d'abord, je vais fournir une définition de la valorisation d'une entreprise. Celle-ci se fait par le calcul de sa valeur financière à l'aide des données historiques que fournissent les entreprises et en projetant celles-ci sur le futur pour évaluer le potentiel de l'entreprise.

Pour réaliser une valorisation, il y a un processus à suivre.

Premièrement, il faut se renseigner et comprendre la société en collectant toutes les informations qui sont à disposition: comptes annuels, communiqués de presse, présentation, assemblée générale,....

Il y a aussi ses stratégies actuelles et futures, son environnement concurrentiel, son marché et ses produits. Il faut au final connaître parfaitement l'entreprise pour pouvoir l'analyser.

La deuxième étape est de faire des prévisions sur le futur à l'aide d'hypothèses qui auront été construites grâce à toutes les connaissances accumulées lors de la recherche d'informations.

Ensuite, il faut choisir la méthode d'évaluation en fonction de l'entreprise, de son activité. Après quoi, il faut transformer les estimations en une valeur intrinsèque à l'aide des modèles sélectionnés. Il est conseillé d'en choisir plusieurs pour limiter qu'une erreur vienne fausser toute la valorisation.

Enfin, on donne une conclusion en fonction de l'objectif de départ de l'analyse fondamentale.

Il existe deux principales approches.

### 1) L'approche actuarielle

Elle se base sur la projection des flux de trésorerie dans l'avenir, compte tenu du risque. Pour ce faire, l'analyste va utiliser un taux d'actualisation qui reflète le risque encouru par l'entreprise. Pour valoriser, il va se baser sur certains flux mais pas tous. Il choisira en fonction du profil de l'entreprise. Dans l'approche actuarielle, il existe trois méthodes : la méthode de Gordon-Shapiro, le modèle de Bates et la méthode d'actualisation des free cash-flows.

C'est la dernière qui est la plus utilisée. Dans celle-ci, ce ne sont pas les bénéfices qui déterminent la valeur mais plutôt la capacité à générer des bénéfices qui sont traduits par les cash-flows, c'est-à-dire les flux de trésorerie disponibles. Cette méthode est aussi appelée méthode DCF pour Discounted Cash-Flow. Elle est très intéressante parce qu'elle prend en

compte la génération future des cash-flow résultant de l'exploitation mais pas la dette financière. Cela donne la valeur économique réelle, abstraction faite de la situation financière.

Les 3 éléments importants de cette méthode sont le cash-flow initial, le cash-flow à long terme et le coût du capital. Le coût de capital moyen fera office de taux d'actualisation pour l'estimation de la valeur de l'entreprise.

## 2) L'approche comparative.

Elle va, comme son nom l'indique, comparer l'entreprise à une série d'autres compagnies semblables ou qui évoluent dans le même secteur d'activité.

La comparaison va permettre d'établir plusieurs ratios qui seront utiles pour la valorisation. Cette méthode est plus facile à mettre en place pour les sociétés cotées car les informations sont facilement disponibles.

Finalement, la valeur trouvée sera plus une valeur de marché qu'une valeur individuelle de la société.

## 3) Les spécificités du groupe ADP

Pour effectuer une bonne valorisation, il faut aussi comprendre l'entreprise et ses particularités. Dans le cas d'ADP, c'est son type d'activité qui joue un rôle dans sa valorisation.

Premièrement, les revenus peuvent être très variables et sont très sensibles aux chocs. En effet, si un attentat terroriste survient avec un avion, le nombre de passagers diminue et l'activité peut même être mise à l'arrêt. Si une crise financière apparaît, les gens ne sont plus enclins à voyager pour faire des économies ou pour cause de perte de travail. Si le monde connaît comme actuellement une pandémie, des restrictions de voyages peuvent être mises en place et plus personne ne peut voyager. Les revenus sont alors très difficiles à projeter et cela nécessite de mettre en place des scénarios et hypothèses qui viennent fixer l'avenir de l'entreprise. La valorisation d'un tel secteur d'activité peut alors vite devenir caduque.

Deuxièmement, le besoin en fond de roulement n'est pas le même que pour d'autres secteurs. Là où d'autres entreprises doivent acheter et produire pour pouvoir vendre, un gestionnaire d'aéroports n'a pas besoin de cela, il offre son infrastructure, un service aux compagnies

aériennes contre rémunération. Son besoin en fond de roulement est alors très faible voire inexistant même si le gestionnaire gère lui-même les commerces présents dans l'aéroport.

### 3.Présentation de l'entreprise

Le Groupe ADP est une entreprise française spécialisée dans le gestion de plates-formes aéroportuaires. Elle gère notamment les trois principaux aéroports de Paris : Paris-Orly, Paris-Charles-de-Gaulle et Paris-Le Bourget. Elle gère également plusieurs autres aéroports répartis dans 13 pays grâce à sa filiale ADP International.

C'est au départ une entreprise publique créée par le gouvernement français en 1945 ,après la seconde guerre mondiale. En 2019, soit 74 ans après sa création, ADP a engendré un chiffre d'affaires de 4,7 milliards d'euros et a vu passer dans ces aéroports 218 millions de passagers dont 108 millions seulement pour Paris-Charles de Gaulle et Paris-Orly. Le gestionnaire de la plate-forme aéroportuaire ne s'occupe pas seulement des activités aéronautiques et du développement international. Il est également présent sur toutes les activités d'un aéroport grâce à ses activités de commerce et services, à l'immobilier dans les terminaux et en dehors, à ses technologies d'information et de la communication et à son activité cargo.

#### 3.1.Description des activités

##### 3.1.1.Activités aéronautiques

L'activité aéronautique est le cœur historique de l'activité du groupe ADP. Elle correspond à la détention et la gestion des trois grands aéroports parisiens ainsi que 10 aérodromes et un hélicoptère qui sont localisés dans la région Île de France . Cette activité ne regroupe pas les autres aéroports internationaux car ceux-ci sont repris dans les activités internationales du groupe.

Entre les trois grands aéroports de la région parisienne, c'est Paris-Charles de Gaulle qui est le plus important. Il est le premier aéroport français et le deuxième européen après celui de Londres-Heathrow. Il est le hub de la compagnie Air France et un des principaux hubs européens pour l'alliance Sky Team<sup>1</sup>. Il est également le hub européen de la compagnie de fret aérien FedEx et dispose de la plus grande zone cargo européenne.

Ces activités sont nombreuses. Il y a tout d'abord la conception et l'organisation des infrastructures aéroportuaires. Ensuite, l'accès aux compagnies aériennes des espaces et

---

<sup>1</sup> Sky Team est une alliance internationale de compagnies aériennes qui comprend 20 membres. Elle est, en terme de passagers, la deuxième alliance mondiale. Air France fait partie de cette alliance. Son siège social est situé à l'aéroport d'Amsterdam-Schiphol.

services nécessaires au parcours des passagers. Et enfin, la sécurité et la location des services commerciaux dans l'aéroport.

### 3.1.2.Commerces et services

C'est l'activité commerciale du groupe. Cela regroupe les restaurants, bars, banques, loueurs de véhicules, les duty free, etc. qui se trouvent dans les aéroports. Toutes ces activités sont regroupées au sein de la Société de Distribution Aéroportuaire. Cette dernière est une joint-venture<sup>2</sup> entre le Groupe ADP et le groupe Lagardère représenté par Lagardère Travel Retail. Dans ces activités, se trouvent également les services qui accompagnent les passagers que ce soit à l'arrivée, au départ ou en correspondance. Il y a aussi le système de fidélité des aéroports de Paris plus le wi-fi gratuit dans les aéroports et l'application Paris Aéroport.

### 3.1.3.Immobilier

Il faut distinguer l'immobilier dans les terminaux et hors des terminaux.

Le premier comprend les hangars de maintenance, la gare des frets, les bâtiments près des pistes donc des locaux pouvant être loués à des entreprises.

Le deuxième reprend des hôtels, des bureaux, des entrepôts, des commerces qui se trouvent à côté de l'aéroport. Il y a aussi des terrains que les entreprises souhaitant se rapprocher des aéroports peuvent acheter. Le domaine foncier du groupe s'étend sur 6.686 hectares dont 4.601 ha sont consacrés aux activités aéronautiques, 775 sont des surfaces inexploitable et 1.310 sont dédiées aux activités immobilières. Il dispose au total de 1.210.000 m<sup>2</sup> de surface commercialisable. L'entreprise dispose également de 445 hectares de réserves foncières qui pourront servir pour des projets futurs comme par exemple l'agrandissement des aéroports et aérodromes.

### 3.1.4.International et développement aéroportuaire

L'activité internationale se divise en trois composantes : les investissements, les opérations et l'ingénierie-innovation.

---

<sup>2</sup> Une joint-venture est une association entre deux entreprises internationales disposant de compétences différentes mais complémentaires dans leurs activités.

Les investissements correspondent à la détention d'actifs dans d'autres gestionnaires aéroportuaires dans le monde tel que TAV Airports<sup>3</sup> en Turquie, l'aéroport de Liège ou encore GMR Airports<sup>4</sup> en Inde.

ADP apporte son expertise financière pour le développement des aéroports dans le monde. Il aide également les autorités dans la réflexion d'un projet et dans sa structuration.

Les opérations correspondent à la gestion des aéroports avec les deux partenaires, TAV Airports et GMR Airports. À ce jour, le groupe gère 24 aéroports dans plusieurs pays à travers le monde. Le but de cette activité est d'améliorer la gestion et les opérations quotidiennes. Cet objectif est réfléchi dans le but de créer une activité économique locale plus forte autour des aéroports.

Enfin, l'ingénierie et l'innovation sont gérées par deux filiales du groupe, ADP Ingénierie et Merchant Aviation<sup>5</sup>. Le but est le développement d'aéroports à travers le monde. Les missions sont nombreuses et présentes à chaque étape d'un projet d'infrastructure aéroportuaire (audit, consultance, architecture, technique, management,...). La filiale a participé à plus 750 projets. Dans les grands projets, on peut citer la conception du terminal de l'aéroport de Pékin-Daxing ou le développement de l'aéroport de Katmandou au Népal.

#### 3.1.5. Technologie de l'information et de la communication

Cette activité est représentée par Hub One, filiale détenue à 100% par le groupe. C'est un opérateur de télécommunications spécialisées pour les professionnels et plus particulièrement les gestionnaires de sites d'exploitations comme les aéroports, les gares, les ports, etc. La société a été fondée en 2001. Elle a pour but de créer et intégrer l'ensemble des solutions de télécommunications afin de faciliter les échanges, la gestion et la qualité des services. Il y a, par exemple, dans ses solutions, la mise en place du Wi-Fi grand public comme c'est le cas dans les aéroports de Paris.

---

<sup>3</sup> TAV Airports est détenu à 46,12% par le groupe ADP.

<sup>4</sup> GMR Airports est détenu à 49% par le groupe ADP.

<sup>5</sup> Merchant Aviation est une entreprise américaine de consultance dans l'aviation qui a rejoint le groupe ADP en juillet 2018.

### 3.1.6.Cargo

Il n'y a pas que des passagers qui transitent par l'aéroport de Paris, il y a aussi des biens donc il faut une logistique et des infrastructures pour gérer toutes ces marchandises. Il y a quatre offres disponibles.

La première est dédiée aux e-commerce et à la livraison rapide. Cette offre se concentre sur la rapidité d'exploitation pour faire en sorte que les marchandises transitent rapidement pour être livrées le plus vite possible.

Ensuite, on retrouve les produits pharmaceutiques qui ont besoin d'espaces dédiés et à température contrôlée.

En plus de tout cela, le groupe s'occupe aussi de produits de luxe qui ont besoin d'une attention particulière car ils doivent être maniés avec la plus grande précaution.

Enfin, la dernière offre se rapporte aux produits frais et périssables qui demandent également que la chaîne du froid soit respectée et que les normes sanitaires le soient aussi. Cette dernière activité est très présente à Paris-Orly car l'aéroport se trouve à proximité du marché international de Rungis.

### 3.2.Historique

L'histoire du groupe ADP commence le 24 octobre 1945, après la seconde guerre mondiale. Le gouvernement provisoire français crée l'établissement public « L'aéroport de Paris ». En 1946, Paris-Le Bourget est reconstruit et un premier terminal provisoire est achevé sur Paris-Orly. L'année suivante, un second terminal provisoire et une piste en dur sont achevés. Paris-Orly devient le premier aéroport de la région .En 1952, la compagnie nationale Air France s'installe à Paris-Orly et quitte Paris-Le Bourget. Ce dernier accueille, en 1953, le premier Salon international de l'aéronautique et de l'espace.

Entre 1961 et 1973, Paris-Orly continue de s'agrandir en inaugurant Paris-Orly Sud et Ouest. Le trafic augmente chaque année, l'aéroport doit s'adapter au nouvel avion à réaction et des bras télescopiques sont mis en place. En 1966, la construction du terminal 1 de Paris-Charles de Gaulle est lancée et en 1973, avant même que le premier soit mis en service, la conception du terminal 2 commence. En 1974, le terminal 1 de Paris-Charles de Gaulle est inauguré. Il impressionne par sa forme circulaire et ses 7 satellites qui accueillent les avions. En 1976, une

gare RER est construite sous l'aéroport Paris-CDG<sup>6</sup> et en 1977, Paris-Le Bourget est transformé en aéroport d'affaires et les compagnies aériennes commencent à quitter ce dernier pour s'installer à Paris-CDG.

En 1981 et 1982, les terminaux 2A et 2B sont inaugurés au Paris-Charles de Gaulle. En 1989, l'appellation L'Aéroport de Paris devient, par décret : Aéroports de Paris. La même année, le terminal 2D est ouvert. En 1990, la SNCF signe avec Aéroports de Paris, la construction d'une gare TGV à Paris-CDG. L'année suivante un terminal de ce dernier est ouvert et est destiné aux compagnies aériennes à bas prix. Entre les années 70 et 90, ADP se développera à l'international grâce à son expertise en ingénierie et ses projets d'études.

Comme dit précédemment, ADP Ingénierie est créée en 2000, Hub One en 2001 et la SDA<sup>7</sup> en 2003 avec Lagardère Services. A partir de 2005, ADP devient une société anonyme et entre en bourse en juin 2006 mais l'état français reste l'actionnaire majoritaire avec la détention de 67,2% des actions. En 2008, les compagnies aériennes nationales françaises et néerlandaises, Air France et KLM, fusionnent. Parallèlement à cela, ADP et Schiphol Group<sup>8</sup> signent un partenariat industriel de long terme et échangent conjointement 8% de leurs actions. Du côté français, les 8% cédés à Schiphol Group appartiennent à l'État.

En 2011, Duty Free Paris et la SDA fusionnent au sein de cette dernière. Cette même année, ADP et JCDecaux collaborent pour créer JCDecaux Airport Paris pour gérer les espaces publicitaires se trouvant dans les aéroports. En décembre 2017, le gouvernement français lance la privatisation du groupe mais la proposition fait polémique et des parlementaires votent contre la loi visant cette privatisation ce qui amorce un référendum pour se prononcer sur cela. Ce dernier n'atteint pas le nombre de signatures nécessaire pour lancer la procédure d'arrêt de la privatisation. Cependant, en raison de la crise épidémiologique du Covid-19, la privatisation du groupe est mise en suspens car la situation économique empêche le rachat des actions de l'état à un prix intéressant.

---

<sup>6</sup> Paris-Charles de Gaulle

<sup>7</sup> Société de distribution aéroportuaire

<sup>8</sup> Gestionnaire de l'aéroport d'Amsterdam-Schiphol

## 4. Analyse stratégique

De par son secteur d'activité, le principal facteur de croissance pour ADP est l'augmentation du trafic aérien de passagers et de marchandises. En effet, les aéroports et le trafic sont intimement liés que ce soit de façon positive ,ce que je vais expliquer maintenant, mais aussi de façon négative ,ce que je développerai juste après.

### 4.1. Sources de croissance

Le trafic aérien ne cesse d'augmenter depuis des années et en 2019, les experts prédisaient encore un doublement du trafic dans les 20 ans avec une progression de 3 à 4% par an. Si le trafic augmente, cela fait plus d'avions dans les aéroports donc plus de compagnies aériennes qui paient le gestionnaire aéroportuaire pour le temps passer au sol. En plus de cela, il y a aussi plus de passagers dans les terminaux et donc plus d'achats dans les commerces de l'aéroport. Entre 2018 et 2019, les aéroports de Paris ont observé en moyenne une augmentation du trafic de 2,5% sur un an avec une augmentation de 7,4% du nombre de passagers en correspondance ce qui renforce encore plus la position du hub européen pour Paris-CDG.

Une autre source de croissance pour le groupe peut venir de son activité dans l'immobilier. Comme la société opère sur Paris, son immobilier ne cesse de prendre de la valeur du fait de l'inflation et de l'augmentation du prix au mètre carré dans Paris. Pour les bâtiments proches de l'aéroport, ils prennent plus de valeurs car comme le trafic aérien augmente, il y a de plus en plus de raisons de s'installer à proximité d'un aéroport pour bénéficier de cette augmentation et de la croissance économique de la région.

### 4.2. Sources de risques

Beaucoup d'événements peuvent venir affecter les activités des compagnies.

- Le risque d'attentat : En 2001, après les attentats du 11 septembre, les Etats-Unis décidèrent de fermer leur espace aérien pendant trois jours et le trafic en Atlantique nord diminua de 26% et de 10% en Europe dans les semaines qui suivirent. Il n'y eut pas d'augmentation significative dans les années qui suivirent.
- Les intempéries et des conditions climatiques : comme on a pu le voir en avril 2010 avec l'éruption du volcan Eyjafjöll en Islande. Le volcan déversa des millions de mètres cubes de panache volcanique sur toute l'Europe ce qui cloua la plupart des avions au sol.
- Les grèves qui perturbent le trafic aérien

- Les accidents qui nécessitent des enquêtes et qui peuvent aussi clouer les avions au sol comme les problèmes techniques survenus sur le Boeing 737 Max.
- La conjoncture économique peut aussi affecter le transport aérien. On peut prendre comme exemple la crise financière de 2008.
- Une crise sanitaire : c'est le risque le plus récent que l'on peut citer. Le secteur n'a jamais connu une période aussi difficile depuis la crise de 2008 et les attentats du 11 septembre. Les experts prédisent que les conséquences des mesures sanitaires se feront sentir sur le long terme pour le secteur. Selon l'IATA<sup>9</sup>, la baisse du chiffre d'affaires serait d'environ 50% mais certains experts estiment qu'elle sera beaucoup plus grande. Les estimations futures sont déjà en baisse face à la croissance du trafic aérien et cela aura un impact sur les aéroports (ADP a déjà annoncé un report de l'ouverture du terminal 4 à Orly). Cette crise met aussi en lumière un autre risque qui est la concurrence avec les autres moyens de transport. En effet, les voyageurs seront moins enclins à aller s'enfermer dans " une boîte d'aluminium fermée" avec d'autres personnes à proximité. Selon certains experts, le transport privé va augmenter au détriment de l'aviation jusqu'à ce que la situation pour le secteur revienne à la normale.

#### 4.3.SWOT

##### 4.3.1.Forces

- Son expertise lui apporte une renommée internationale ce qui en fait un acteur incontournable du secteur.
- Son activité dans l'immobilier lui permet de se diversifier et donc de garder un espoir de croissance malgré une crise du secteur aérien.
- Paris-CDG est le plus grand aéroport français, le deuxième européen et le premier hub pour les voyages européens, ce qui offre une excellente position pour le groupe. D'autant plus que les hubs prendront de l'importance au fur et à mesure des années.
- Le groupe investit énormément pour atteindre la satisfaction du client et semble y arriver très bien.

---

<sup>9</sup> Association internationale du transport aérien

- Les aéroports de Paris sont bien desservis en transports publics grâce au RER, au TGV, aux lignes de bus et aux autoroutes. De plus, il y a des lignes de transport qui vont directement jusqu'à Disneyland ou bien encore au parc Astérix.
- Les stratégies de développement du groupe apportent une grande plus-value à l'entreprise. En effet, leurs projets sont ambitieux et révèlent une grande capacité d'investissement. L'investissement pour la période 2021-2025 est deux fois plus élevé que pour la stratégie « Connect 2020 » sur la période 2016-2020. Cette dernière s'élevant à 3,1 milliards d'euros tandis que la nouvelle stratégie table sur 6 milliards d'euros. Le dernier projet prévoit la construction d'un quatrième terminal pour Roissy-CDG et l'amélioration de l'accessibilité aux aéroports.

#### 4.3.2.Faiblesses

- De par leurs activités aéroportuaires, les investissements en infrastructures sont importants car il y a de nombreuses contraintes dans la construction.
- Les aéroports et le transport aérien sont extrêmement impactés par les conjonctures économiques, sécuritaires et sanitaires. L'activité du groupe n'est pas suffisamment diversifiée pour supprimer les risques commerciaux.

#### 4.3.3.Opportunités

- Les aéroports de Paris vont pouvoir bénéficier du projet Grand Paris Express qui vise à créer 200 km de métro automatique pour relier les pôles économiques, les transports aéroportuaires et les zones d'habitations. Cela permettra aux aéroports d'être encore plus accessibles par les transports en commun.
- Un autre projet qui apportera plus de transport à Roissy-CDG est le projet CDG Express. C'est un projet ferroviaire qui vise à relier l'aéroport à la gare de l'est qui se trouve à Paris afin de désengorger le RER B et les autoroutes A1 et A3. Ces trains permettront de relier l'aéroport en 20 minutes et ce à une fréquence d'un train toutes les 15 minutes.
- L'augmentation du trafic aérien prévu pour les années futures est une grande source d'opportunités même si celle-ci a été fortement impactée par la crise du Covid-19.
- Les aéroports de Paris se trouvent dans des zones économiques prospères ce qui leur offrent une bonne position pour les voyages d'affaires (qui sont les plus lucratifs) et le fret.

#### 4.3.4. Menaces

- Dans les menaces, on peut retrouver la concurrence avec les autres plateformes aéroportuaires. Celle-ci se développe aussi de plus en plus au fur et à mesure des années et pourra venir absorber une partie de la clientèle des aéroports de Paris. Pour citer un exemple, on peut prendre l'aéroport de Liège qui prend toujours plus d'importance dans le fret aérien au niveau européen. Celui-ci a même gagné en 2020, le prix du meilleur aéroport cargo mondial grâce, notamment, à son rôle dans la crise sanitaire.
- En termes de concurrence, on peut citer aussi la concurrence avec les autres moyens de transport. En effet, depuis des années, le transport maritime prend de plus en plus une place prépondérante pour les marchandises de même que le train avec par exemple, la création d'une ligne de chemin de fer entre la Chine et l'Europe. Ces dernières années ont par ailleurs vus un retour en force des trains de nuit avec couchettes car les voyageurs cherchent désormais une expérience unique. Enfin, la crise sanitaire va sûrement favoriser le transport individuel car les gens seront moins tentés de voyager dans des transports en communs bondés où la promiscuité est de mise.
- Des changements dans la réglementation peuvent aussi être une menace. De nos jours, les citoyens et les gouvernements sont de plus en plus sensibles aux questions environnementales et les aéroports sont une cible de choix pour les activistes. On note que les riverains se regroupent de plus en plus dans des collectifs afin de protester contre les nuisances sonores engendrées par les activités aéroportuaires.
- Les aéroports de Paris existent depuis des années et ont souvent été agrandis et modernisés mais il y reste quand même des endroits de plus en plus vieillissants dans lesquels il faudra réinvestir si ils ne veulent pas que l'activité de l'aéroport subisse la vétusté de ces infrastructures.
- Les aéroports de Paris ne sont pas extensibles à l'infini, ils disposent d'un espace limité pour leur développement.

## 5. Analyse financière et prévisions

### 5.1. Analyse boursière

L'action ADP a été introduite sur les marchés européens à la bourse de Paris en juin 2006 à un prix aux alentours de 45€. Il y avait alors 32,6% de son capital qui avait été émis à l'époque alors que l'Etat conservait 67,4% de participation.

L'introduction en bourse fut un succès. En juillet 2007, un peu plus d'un an après l'émission des actions sur le marché, le prix de l'action avait bondi de plus 100% pour atteindre les 92,44€. Au cours des 10 mois qui suivirent, elle baissa de quelques pourcents avant d'arriver en mai 2008 et de subir de plein fouet la crise des subprimes. En 7 mois, elle atteignit sa valeur historique la plus basse à 36,5€. Après cela, le cours remonta pendant quelques mois pour atteindre les 65€. Ensuite, dans les années qui suivirent, le cours de l'action oscilla entre 65 et 50€ jusqu'en janvier 2013.

Début 2013, l'action commença à grimper grâce aux bons résultats de l'entreprise en 2012. La cession d'une partie des parts de la société au cours de l'année favorisa l'augmentation du prix. Au fil des années, elle ne cessa d'augmenter jusqu'en 2018 (Elle connut cependant une stagnation de son prix en 2015 et une légère baisse en 2016). Le premier juin 2018, elle atteignit son plus haut taux historique à 200,6€. Dans un jargon technique, elle ne réussit pas à passer la barre des 200€ et donc à casser la résistance. Suite à cela, l'action entama une période de baisse avec sa plus mauvaise séance le 5 mai 2019, à cause de la possibilité d'un référendum sur sa privatisation.

En février 2020, l'action fit une chute vertigineuse en l'espace de 3 mois suite à la crise de covid-19, du confinement et de la fermeture des frontières dans le monde entier. Elle passa de 173€ à 71€ ce qui représente une chute de plus ou moins 59%. Elle remonta en mai grâce à l'assouplissement des mesures sanitaires et la possibilité de voyager à nouveau. Elle baissa de nouveau durant le début du troisième quadrimestre à cause des mauvaises nouvelles face à la pandémie. Elle remonta fortement la première semaine de novembre grâce à l'annonce de l'arrivée des vaccins mais le marché prit vite conscience que la situation n'allait pas s'améliorer tout de suite et l'action continua de descendre sur fond des chiffres sanitaires chaque fois de plus en plus mauvais en France.

Durant les mois de Février, Mars et Avril 2021, le cours de l'action va monter et descendre en fonction des bonnes ou mauvaises nouvelles sanitaires et donc des possibilités de reprise de l'activité, mais aussi en fonction de la publication des résultats de 2020 qui est sans appel et montre effectivement une énorme perte d'activité en raison de cette crise exceptionnelle. Cependant, à la fin du mois d'avril, le cours de l'action grimpe rapidement et prend 16,83% en 8 jours sur base de la bonne évolution sanitaire, celle-ci régissant les actions tributaires du tourisme et de la libre circulation des populations, et d'une opération réalisée par TAV Airports (dont le capital est détenu à 46.38% par ADP) pour 415 millions de dollars. L'action va ensuite diminuer durant le mois de mai avant de revenir à son niveau. Du 9 au 11 juin, l'action prend 9,8% car les investisseurs recherchent toujours les actions qui vont le plus bénéficier de la réouverture de l'économie. En plus de cela, l'augmentation est soutenue par la situation technique du cours. En effet, durant son augmentation, l'action est passée au-dessus d'une résistance long terme et d'autres indicateurs techniques sont venus soutenir cette poussée de l'action.

## 5.2. Les 3 scénarios

Pour effectuer mes projections, j'ai décidé de me baser sur trois scénarios de reprise d'activité du secteur aérien et de les transposer sur les comptes du groupe ADP. En effet, pour ce secteur l'avenir est incertain et nécessite plusieurs bases de travail pour fournir au mieux une valorisation et une décision d'achat ou de vente en fonction du scénario. Après avoir effectué des recherches, j'ai élaboré les scénarios sur un niveau du trafic aérien jusqu'en 2025 sur base du trafic de 2019. Par après, en effectuant d'autres recherches pour approfondir mes hypothèses, j'ai trouvé des scénarios équivalents aux miens mais qui cette fois ont été élaborés par Eurocontrol. Cette dernière est une organisation intergouvernementale qui est chargée de gérer et unifier le réseau européen, d'assurer une circulation fluide des avions afin de minimiser les retards et de maximiser la sécurité. L'organisation a été fondée en 1960 et compte 41 états membres. Son siège est à Bruxelles.

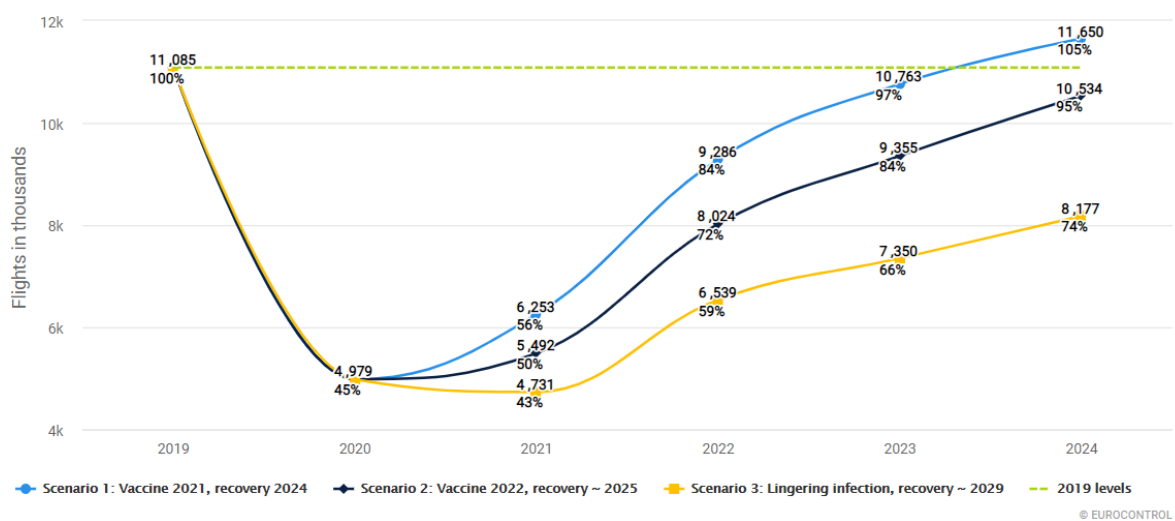
En Novembre 2020, Eurocontrol a établi 3 scénarios (Eurocontrol, 2020) sur la reprise du trafic aérien en fonction de l'évolution de la crise sanitaire. Ces scénarios portent sur les 4 prochaines années. Dans son premier scénario, il table sur 2024 pour une reprise du trafic au niveau de 2019. Dans le second scénario, cette reprise ne se ferait qu'en 2026 et dans le dernier, en 2029.

En Mai 2021, l'organisation publie une mise à jour de ces scénarios (Eurocontrol, 2021b):

- Comme pour le premier scénario de novembre, elle mise sur une reprise en 2024. Elle justifie cette date sur la généralisation de la vaccination à l'été 2021 sur l'ensemble du réseau européen, sur les assouplissements des conditions de voyages et sur la reprise des vols long-courriers. Ce cas de figure est considéré comme optimiste au vu de l'état d'avancement de la vaccination dans les différents pays et de la difficulté des États à se mettre d'accord sur des documents de voyages communs. Dans ce cas, en 2024, le trafic atteindra 105% du trafic de 2019.
- Le deuxième scénario projette une image plus probable du futur trafic. C'est le scénario dit "normal". Il table sur un trafic en 2024 à 95% de celui de 2019. Il est construit sur le fait que la vaccination ne se soit généralisée qu'au premier trimestre 2022, qu'un assouplissement coordonné des restrictions de voyages soit conclu entre les régions du monde et que du coup les lignes long-courriers reprennent du service.
- Enfin, le troisième scénario projette seulement une reprise du trafic en 2029. C'est le scénario dit "pessimiste". En 2024, le trafic atteindra seulement 74% de celui de 2019. Il est fondé sur une persistance des restrictions de voyage du fait de la répartition inégale des vaccins. Il faut ajouter à cela, l'apparition de nouveaux variants qui viendraient perturber l'efficacité des vaccins et la confiance des voyageurs.

#### EUROCONTROL STATFOR 4-year forecast for \*Europe 2021-2024

Actual and future IFR movements, % traffic compared to 2019



\*Europe = ECAC 44 Member States

Figure 1 - Scénarios établis par Eurocontrol

J'ai alors pris cette étude comme base de mes propres scénarios en y incorporant les éléments de mon analyse SWOT.

Voici mes différents cas de figures :

- 1) « La normalité » : la vaccination s'est poursuivie à un bon rythme en 2021 en Europe. A la fin de l'année, 70% de l'Europe a reçu sa première dose. Ce constat se vérifie dans la plupart des régions développées du monde. En début d'année 2022, les pays développés décident d'aider les autres pays en leur envoyant massivement des vaccins pour protéger la population et ainsi éviter l'apparition de nouveaux variants. En cours d'année 2022, des dispositions entre les pays du monde sont prises afin de faciliter les voyages. La reprise du trafic se fait graduellement au fur et à mesure que les liaisons long-courriers rouvrent. En 2025, la situation d'ADP est revenue au niveau de 2019 avec la même situation externe et interne qu'en 2019 et un nombre de passagers correspondant à 104% des chiffres de 2019.
- 2) « Short Squeeze » : la vaccination en Europe effectue un bond fulgurant durant l'été 2021. Le passeport sanitaire devient obligatoire dès août pour tout déplacement, la population réfractaire à la vaccination change d'avis car elle veut pouvoir continuer à voyager. A la fin de l'été, 95% de l'Europe à partir de 12 ans est vaccinée. Avec la diminution du nombre de doses nécessaires en Europe et dans le reste des pays développés de grandes quantités de vaccins se libèrent. De plus, les fabricants ont augmenté leur cadence de production. Durant le dernier quadrimestre 2021, les pays négocient et sortent avec un accord d'aide massive en vaccins pour le reste du monde. Grâce à cela, à la fin de 2022, c'est 90% de la population mondiale qui est vaccinée. Les vols long-courriers recommencent et plus aucune restriction n'est d'application. Pour de nouveau faire décoller leurs avions au plus vite, les compagnies aériennes décident de casser les prix et permettent ainsi une reprise fulgurante du trafic. De plus, l'avion reste un moyen de transport sûr et rapide. Les aéroports mettent en place des portiques avec détecteurs thermiques et si un cas suspect est détecté, un test immédiat est effectué. Ce système rassure grandement les voyageurs. En 2023, la situation de 2019 est rattrapée et en 2025, on atteint 115% de trafic par rapport à 2019. Pour ADP, la situation s'améliore également. Les investissements reprennent et les grands projets reçoivent de nouveau toute l'attention requise. L'activité de fret a

fait un grand bond grâce à la crise sanitaire. Les voyages d'affaires ont repris et se sont intensifiés. Les entreprises ayant constaté que tout se passait mieux quand les gens étaient en face à face. Ce constat, en plus des prix cassés des compagnies aériennes, augmente pour ADP, le revenu par passager durant les premières années. Enfin, pour prévenir tout changement, le groupe décide d'amorcer sa transition écologique en investissant dans des infrastructures solaires, éoliennes et nécessaires à l'hydrogène pour accueillir les futurs avions. Ces dernières infrastructures sont élaborées en collaboration avec Air Liquide.

- 3) « Long retour » : la vaccination dans le reste du monde n'avance pas et de nouveaux variants font sans cesse leurs apparitions. Ils sont ramenés en Europe après chaque période de vacances. Les états continuent alors l'application des restrictions de voyages. Les plus grandes restrictions sont pour les long-courriers. La reprise du trafic se fait lentement et ne sera totale, selon les estimations, qu'en 2029. En 2025, le trafic n'atteindra seulement que 79% du trafic de 2019. ADP n'a pas réussi à se faire une place confortable dans le fret aérien et souffre de la concurrence d'autres aéroports qui ont misé sur cette activité. Les voyages d'affaires ne redémarrent pas. Les entreprises constatent une normalisation du meeting en ligne et ne constatent plus de différence par rapport au passé où ils effectuaient les voyages. Elles décident de ne plus miser sur ça et peuvent ainsi faire d'importantes économies. En Europe, le groupe souffre aussi de la concurrence du train de nuit qui fait son grand retour. Les voyageurs apprécient et se sentent mieux dans ce transport qui permet d'avoir sa cabine privée et la possibilité d'aérer pour contrer le virus. Les investissements nécessaires à la transition écologique n'arrivent pas à être mis en place car cela est trop cher et que la situation du groupe est toujours fragile. Cette situation est similaire dans le reste du monde et les pays ne font plus d'investissements massifs dans des aéroports, ce qui diminue l'activité internationale et le développement du groupe.

### 5.3.Croissance du revenu

Durant la période 2016-2019, le chiffre d'affaires a affiché une augmentation moyenne de 16,94% par an. En 2016, il était de 2.947.000.000€ pour atteindre les 4.700.000.000€ en 2019. Ce chiffre aurait normalement dû augmenter en 2020 mais le coronavirus est apparu et a fait chuter drastiquement l'activité des aéroports. En 2020, le chiffre d'affaires a chuté de 54,53% par rapport à 2019 pour arriver à 2.137.000.000€. Au niveau du nombre de passagers que les

aéroports du groupe ont vu passer, il était de 147.000.000 en 2016 et de 281.400.000 en 2018. En 2019, ce nombre descend à 218.000.000 du fait de la cession d'autres aéroports du groupe. En 2020, le trafic de passagers chute de 56% pour atteindre 96.300.000 passagers. Avec ces chiffres d'affaires et ces nombres de passagers, le chiffre d'affaires par passager est en moyenne<sup>10</sup> de 20€/passager.

Celui-ci se répartit en moyenne comme ci-dessous sur les 5 dernières années.

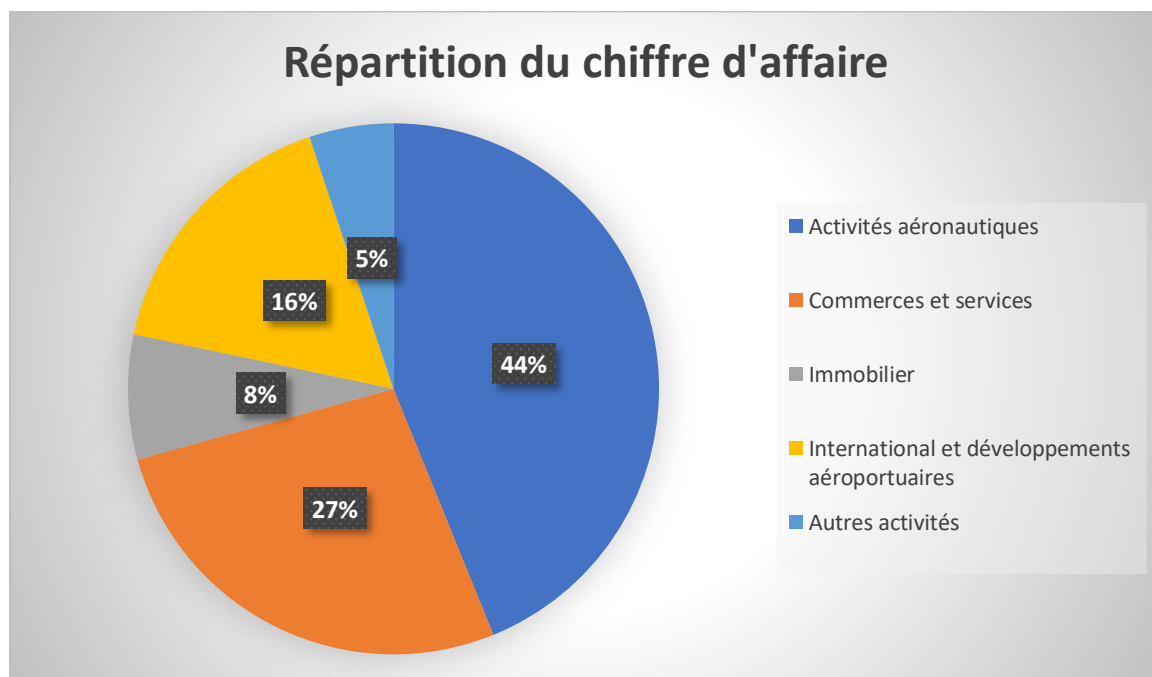


Figure 2 - Répartition du chiffre d'affaires entre les activités du groupe

En plus de ces revenus tirés des activités principales du groupe, on peut rajouter les dotations aux provisions et dépréciations de créances nettes de reprises ainsi que les autres produits opérationnels courants qui sont évalués en moyenne<sup>10</sup> à respectivement 0,03% et 1,70% du chiffre d'affaires total.

L'intégralité des comptes de résultats se trouvent en annexes 1, 2 et 3.

### 1) La normalité

Dans ce scénario, le revenu par passager reste le même entre 2021 et 2023 le temps que la situation s'améliore et que les investissements recommencent. Par la suite, il augmente grâce

<sup>10</sup> J'ai utilisé des médianes pour mes calculs car l'année 2020 fait parfois apparaître de grands fossés par rapport aux chiffres en période avant covid. Du coup, lorsque je parle ici de moyenne, c'est en fait calculé à l'aide de médianes.

à une bonne reprise des investissements. Cette augmentation, liée à l'augmentation du nombre de passagers, fait que le chiffre d'affaires croît significativement à hauteur de 21% en moyenne par an. Enfin, au niveau des dotations aux provisions, elles sont projetées en utilisant une médiane des 5 dernières années car il y a une grande variation entre les années donc la médiane est plus appropriée qu'une moyenne. Les autres produits sont quant à eux projetés en utilisant une moyenne des 5 dernières années.

	Pourcentage de 2019						
	-56%	50%	72%	84%	95%	104%	
<b>Nombre de passagers du groupe</b>	96.300.000	109.000.000	156.960.000	183.120.000	207.100.000	226.720.000	Mediane 2016-2020
ADP	31-12-2020	31-12-2021	31-12-2022	31-12-2023	31-12-2024	31-12-2025	
EUR	12R	12E	12E	12E	12E	12E	
<b>Produits d'exploitation</b>	<b>2.129.000.000</b>	<b>2.441.788.434</b>	<b>3.516.175.345</b>	<b>4.102.204.569</b>	<b>4.850.279.753</b>	<b>5.540.639.938</b>	
	croissance annuelle (%)						
Chiffre d'affaires	-54,53%	12,21%	44,00%	16,67%	18,24%	14,23%	
	CA/passager	22	22	22	23	24	
Dotations aux provisions et dépréciations de créances	-58.000.000	662.980	954.692	1.113.807	1.316.920	1.504.363	0,03%
		-2,71%					
Autres produits opérationnels courants	50.000.000	43.125.454	62.100.653	72.450.762	85.662.833	97.855.575	1,80%
		2,34%					

Figure 3 - Projection du produit d'exploitation pour le scénario "La normalité"

## 2) Short squeeze

Pour ce scénario, le revenu par passager reste inchangé en 2021 mais augmente par la suite chaque année à cause de la bonne reprise économique et des investissements effectués par le groupe. Les deux autres lignes sont projetées de la même manière que pour le précédent scénario.

	Pourcentage de 2019						
	-56%	65%	85%	103%	109%	115%	
<b>Nombre de passagers du groupe</b>	96.300.000	141.700.000	185.300.000	224.540.000	237.620.000	250.700.000	Mediane 2016-2020
ADP	31-12-2020	31-12-2021	31-12-2022	31-12-2023	31-12-2024	31-12-2025	
EUR	12R	12E	12E	12E	12E	12E	
<b>Produits d'exploitation</b>	<b>2.129.000.000</b>	<b>3.174.324.964</b>	<b>4.339.723.990</b>	<b>5.487.364.554</b>	<b>6.048.975.893</b>	<b>6.637.224.925</b>	
	croissance annuelle (%)						
Chiffre d'affaires	-54,53%	45,88%	36,71%	26,45%	10,23%	9,72%	
	CA/passager	22	22	23	24	25	26
Dotations aux provisions et dépréciations de créances	-58.000.000	861.874	1.178.297	1.489.898	1.642.383	1.802.101	0,03%
		-2,71%					
Autres produits opérationnels courants	50.000.000	56.063.090	76.645.693	96.914.656	106.833.510	117.222.824	1,80%
		2,34%					

Figure 4 - Projection du produit d'exploitation pour le scénario "Short squeeze"

## 3) Long retour

Dans cette situation, le revenu par passager reste le même durant les années futures. Ce revenu correspond à la situation d'attente de reprise et de difficultés générales de ce scénario. De plus, les investissements sont insuffisants pour apporter une augmentation de celui-ci. Les deux autres produits sont projetés de la même manière que les précédents scénarios.

	Pourcentage de 2019						
	-56%	43%	59%	66%	74%	79%	
Nombre de passagers du groupe	96.300.000	93.740.000	128.620.000	143.880.000	161.320.000	172.220.000	
ADP	31-12-2020	31-12-2021	31-12-2022	31-12-2023	31-12-2024	31-12-2025	Mediane 2016-2020
EUR	12R	12E	12E	12E	12E	12E	
<b>Produits d'exploitation</b>	<b>2.129.000.000</b>	<b>2.099.938.053</b>	<b>2.881.310.352</b>	<b>3.223.160.733</b>	<b>3.613.846.882</b>	<b>3.858.025.726</b>	
Chiffre d'affaires	croissance annuelle (%)	-54,53%	-3,50%	37,21%	11,86%	12,12%	6,76%
	2.137.000.000	2.062.280.000	2.829.640.000	3.165.360.000	3.549.040.000	3.788.840.000	
	CA/passager	22	22	22	22	22	22
Dotations aux provisions et dépréciations de créances	-58.000.000	570.163	782.317	875.134	981.211	1.047.509	
	-2,71%						0,03%
Autres produits opérationnels courants	50.000.000	37.087.890	50.888.035	56.925.599	63.825.671	68.138.217	
	2,34%						1,80%

Figure 5 - Projection du produit d'exploitation pour le scénario "Long retour"

#### 5.4. Cost Of Good Sales

Les achats consommés se répartissent sur plusieurs postes de dépenses. Il y a les achats de marchandises, l'électricité, l'ingénierie sous-traitée et autres achats d'études, le gaz et autres combustibles, les fournitures d'exploitation et enfin les autres achats. Depuis 2017, deux autres postes sont apparus, d'abord les produits hivernaux et ensuite les achats de matériels, équipements et travaux.

Dans la période de 2016 à 2018, les achats consommés représentaient en moyenne 4,42% du chiffre d'affaires mais à partir de 2019, le poste des achats de marchandises a fortement explosé. Cette année-là, la Société de Distribution Aéroportuaire a été pleinement incorporée dans le groupe. Il prend alors en charge dans ses comptes, les nombreux achats que la SDA doit effectuer pour son activité dans les commerces des aéroports. A la suite de cela, la moyenne des achats consommés par rapport au chiffre d'affaires est passée à 11,69% pour la période 2019-2020. Pour mes projections, j'ai donc choisi de me baser sur cette dernière moyenne.

L'intégralité des comptes de résultats se trouve en annexes 1, 2 et 3.

#### 1) La normalité

ADP	31-12-2020	31-12-2021	31-12-2022	31-12-2023	31-12-2024	31-12-2025	
EUR	12R	12E	12E	12E	12E	12E	
Achats consommés	263.000.000	280.215.918	403.510.922	470.762.742	556.610.710	635.835.392	
	12,31%	11,69%	11,69%	11,69%	11,69%	11,69%	11,69%
Achats de marchandises	170.000.000	186.484.144	268.537.168	313.293.362	370.425.323	423.149.476	67%
Electricité	34.000.000	29.698.666	42.766.080	49.893.760	58.992.351	67.388.974	11%
Ingénierie sous-traitée et autres achats d'études	7.000.000	7.501.247	10.801.795	12.602.094	14.900.203	17.021.010	3%
Gaz et autres combustibles	11.000.000	10.171.043	14.646.302	17.087.352	20.203.390	23.079.021	4%
Fournitures d'exploitation	8.000.000	7.495.100	10.792.943	12.591.767	14.887.993	17.007.062	3%
Produits hivernaux	3.000.000	3.484.258	5.017.332	5.853.554	6.921.004	7.906.099	1%
Achats de matériels, équipements et travaux	27.000.000	27.855.626	40.112.101	46.797.452	55.331.402	63.206.948	10%
Autres achats	3.000.000	7.525.834	10.837.201	12.643.401	14.949.043	17.076.802	3%

Figure 6 - Projections des achats consommés pour le scénario "La normalité"

## 2) Short squeeze

ADP EUR	31-12-2020 12R	31-12-2021 12E	31-12-2022 12E	31-12-2023 12E	31-12-2024 12E	31-12-2025 12E	
Achats consommés	263.000.000	364.280.694	498.020.109	629.721.591	694.171.252	761.677.814	
	12,31%	11,69%	11,69%	11,69%	11,69%	11,69%	11,69%
Achats de marchandises	170.000.000	242.429.388	331.433.184	419.080.732	461.972.085	506.897.810	67%
Electricité	34.000.000	38.608.266	52.782.630	66.741.003	73.571.696	80.726.375	11%
Ingénierie sous-traitée et autres achats d'études	7.000.000	9.751.620	13.331.761	16.857.347	18.582.633	20.389.752	3%
Gaz et autres combustibles	11.000.000	13.222.356	18.076.717	22.857.107	25.196.447	27.646.744	4%
Fournitures d'exploitation	8.000.000	9.743.630	13.320.836	16.843.533	18.567.406	20.373.044	3%
Produits hivernaux	3.000.000	4.529.536	6.192.477	7.830.079	8.631.458	9.470.848	1%
Achats de matériels, équipements et travaux	27.000.000	36.212.314	49.507.044	62.599.189	69.005.983	75.716.656	10%
Autres achats	3.000.000	9.783.584	13.375.460	16.912.602	18.643.543	20.456.585	3%

Figure 7 - Projection des achats consommés pour le scénario "Short squeeze"

## 3) Long retour

ADP EUR	31-12-2020 12R	31-12-2021 12E	31-12-2022 12E	31-12-2023 12E	31-12-2024 12E	31-12-2025 12E	
Achats consommés	263.000.000	240.985.690	330.654.783	369.885.012	414.719.559	442.741.151	
	12,31%	11,69%	11,69%	11,69%	11,69%	11,69%	11,69%
Achats de marchandises	170.000.000	160.376.364	220.051.290	246.159.070	275.996.534	294.644.948	67%
Electricité	34.000.000	25.540.853	35.044.426	39.202.240	43.954.026	46.923.893	11%
Ingénierie sous-traitée et autres achats d'études	7.000.000	6.451.072	8.851.471	9.901.645	11.101.845	11.851.970	3%
Gaz et autres combustibles	11.000.000	8.747.097	12.001.831	13.425.777	15.053.143	16.070.248	4%
Fournitures d'exploitation	8.000.000	6.445.786	8.844.218	9.893.532	11.092.747	11.842.257	3%
Produits hivernaux	3.000.000	2.996.462	4.111.425	4.599.221	5.156.702	5.505.128	1%
Achats de matériels, équipements et travaux	27.000.000	23.955.838	32.869.639	36.769.426	41.226.326	44.011.889	10%
Autres achats	3.000.000	6.472.217	8.880.484	9.934.101	11.138.234	11.890.818	3%

Figure 8 - Projection des achats consommés pour le scénario "Long retour"

### 5.5. Cost Of Sales

Dans les coûts liés aux ventes, il y a 4 catégories de coûts :

- les charges de personnel
- les autres charges opérationnelles courantes qui correspondent aux services et biens divers
- les impôts, taxes et versements assimilés
- les autres charges.

Au niveau des charges de personnel, leurs parts dans les dépenses de l'entreprise ne faisaient que diminuer depuis 2016, passant de 23,69% du chiffre d'affaires à 19,79%. Cependant en 2020 avec la crise sanitaire, cette part est montée à 34,25%. Cette augmentation s'explique par le fait que l'entièreté du groupe a eu recours massivement à l'activité partielle ce qui fait que des employés étaient payés sans contribuer au chiffre d'affaires du groupe. De plus, pour les années à venir, les aéroports de Paris ont trouvé un accord avec les organisations syndicales d'un plan de départs volontaires de 1150 personnes dont 700 ne seront pas remplacées. Également, jusqu'au 1<sup>er</sup> janvier 2022, la société s'engage à ne procéder à aucun

licenciement pour motif économique. De ce fait, la moyenne<sup>11</sup> de ce poste de coût pour la période 2016-2020 représente 24,34% par rapport au chiffre d'affaires.

Pour les autres charges opérationnelles courantes, ce poste représente aussi une part importante par rapport au chiffre d'affaires et la sous-traitance (sûreté, nettoyage, gardiennage, transports, etc.) en est le plus gros poste. Dans ce cas-ci aussi, la part a fortement augmenté durant l'année 2020. En moyenne<sup>12</sup>, ces charges représentent 24,47%.

Les deux autres postes, impôts, taxes et versements assimilés et autres charges, représentent chacun une beaucoup plus faible part des dépenses. Ils sont en moyenne<sup>12</sup> respectivement à 7,19% et 1,47% par rapport au chiffre d'affaires.

L'intégralité des comptes de résultats se trouve en annexes 1, 2 et 3.

### 1) La normalité

Dans ce scénario, les charges de personnel sont projetées en terme de rapport au chiffre d'affaires. Le groupe engage des plans sociaux en réduisant le package salarial et le nombre d'employés ce qui réduit la part de cette charge dans le résultat. La réduction de cette part se fait progressivement dès la reprise du trafic. En 2025, la part de cette charge représente 18,79% du chiffre d'affaires, ce qui est moins que les 19,79% de 2019 et met en lumière l'application des plans sociaux. Les 3 autres charges sont projetées en utilisant la médiane des 5 dernières années.

ADP EUR	31-12-2020 12R	31-12-2021 12E	31-12-2022 12E	31-12-2023 12E	31-12-2024 12E	31-12-2025 12E	
Charges de personnel	732.000.000 34,25%	747.225.147 31,16%	969.189.593 28,07%	1.006.104.136 24,97%	1.042.234.454 21,88%	1.022.266.009 18,79%	24,34%
Autres charges opérationnelles courantes	681.000.000 31,87%	586.744.681 24,47%	844.912.340 24,47%	985.731.064 24,47%	1.165.488.298 24,47%	1.331.377.021 24,47%	24,47%
Impôts, taxes et versements assimilés	245.000.000 11%	172.374.896 7%	248.219.851 7%	289.589.826 7%	342.399.226 7%	391.134.310 7%	7,19%
Autres	40.000.000 2%	35.204.681 1%	50.694.740 1%	59.143.864 1%	69.929.298 1%	79.882.621 1%	1,47%

Figure 9 - Projection des coûts de vente pour le scénario "La normalité"

<sup>11</sup> J'ai utilisé des médianes pour mes calculs car l'année 2020 fait apparaître parfois de grands fossés par rapport au chiffre en période avant covid. Du coup, lorsque je parle ici de moyenne, c'est en fait calculé à l'aide de médianes.

<sup>12</sup> J'ai utilisé des médianes pour mes calculs car l'année 2020 fait apparaître parfois des grands fossés par rapport au chiffre en période avant covid. Du coup, lorsque je parle ici de moyenne, c'est en fait calculé à l'aide de médianes.

## 2) Short squeeze

Ici la part des charges de personnel se réduit au fur et à mesure de la reprise du trafic. En 2023, elle atteint la moyenne de la part entre 2016 et 2019. Le groupe se rendant compte de sa grande charge salariale décide de continuer à la réduire par la suite pour atteindre en 2025 19,87% du chiffre d'affaires. Les 3 autres charges sont projetées en utilisant la médiane des 5 dernières années.

ADP EUR	31-12-2020 12R	31-12-2021 12E	31-12-2022 12E	31-12-2023 12E	31-12-2024 12E	31-12-2025 12E	
Charges de personnel	732.000.000 34,25%	939.100.086 30,12%	1.107.893.875 26,00%	1.178.357.711 21,87%	1.239.782.350 20,87%	1.295.166.340 19,87%	21,87%
Autres charges opérationnelles courantes	681.000.000 31,87%	762.768.085 24,47%	1.042.805.319 24,47%	1.318.575.319 24,47%	1.453.526.596 24,47%	1.594.878.723 24,47%	24,47%
Impôts, taxes et versements assimilés	245.000.000 11%	224.087.365 7%	306.357.202 7%	387.373.403 7%	427.019.630 7%	468.546.309 7%	7,19%
Autres	40.000.000 2%	45.766.085 1%	62.568.319 1%	79.114.519 1%	87.211.596 1%	95.692.723 1%	1,47%

Figure 10 - Projection des coûts de vente pour le scénario "Short squeeze"

## 3) Long retour

Comme le groupe ne peut pas mettre en place un plan massif de restructuration du personnel vu sa situation d'entreprise à actionnariat public, il doit alors se contenter de réduire sa charge au fur et à mesure des années jusqu'à une reprise du trafic. Les charges sont alors projetées sur un retour à la normale en 2029 en plus d'une réduction dûe aux plans sociaux. Les 3 autres charges sont projetées en utilisant la médiane des 5 dernières années.

ADP EUR	31-12-2020 12R	31-12-2021 12E	31-12-2022 12E	31-12-2023 12E	31-12-2024 12E	31-12-2025 12E	
Charges de personnel	732.000.000 34,25%	670.965.655 32,54%	872.000.268 30,82%	921.061.593 29,10%	971.715.594 27,38%	972.261.290 25,66%	
Autres charges opérationnelles courantes	681.000.000 31,87%	504.600.426 24,47%	692.358.723 24,47%	774.502.979 24,47%	868.382.128 24,47%	927.056.596 24,47%	24,47%
Impôts, taxes et versements assimilés	245.000.000 11%	148.242.411 7%	203.402.378 7%	227.534.863 7%	255.114.847 7%	272.352.336 7%	7,19%
Autres	40.000.000 2%	30.276.026 1%	41.541.523 1%	46.470.179 1%	52.102.928 1%	55.623.396 1%	1,47%

Figure 11 - Projection des coûts de vente pour le scénario "Long retour"

### 5.6. Autres coûts

Dans les autres coûts, il y a les amortissements (activités aéronautiques, de commerces et de services, immobilier, international, développements aéroportuaires et autres activités), la quote-part de résultats des entreprises mises en équivalence opérationnelle, les autres produits et charges opérationnelles, le résultat financier, la quote-part de résultats des entreprises mises en équivalence non opérationnel, l'impôt des sociétés et le résultat net des activités non poursuivies.

Tout d'abord, il y a les amortissements. Ils représentent en moyenne 40,16% de l'EBITDA du groupe. Pour l'année 2020, ils représentent 637,5% de ce dernier. La grande baisse de l'activité, et donc du revenu, a entraîné un lourd impact de l'amortissement sur les comptes du groupe. Les amortissements sont répartis entre les 5 activités du groupe à savoir : activités aéronautiques, commerces et services, immobilier, international et développements aéroportuaires et autres activités.

Ensuite, la quote-part des entreprises mises en équivalence opérationnelles et les autres produits et charges opérationnelles ont été calculés par rapport au nombre de passagers que le groupe a vu passer dans ses aéroports. La moyenne<sup>12</sup> pour ces deux postes est de, respectivement, 0,29€/passager et -0,01€/passager. Cela veut dire que pour ce poste de compte de résultats, les charges sont en général plus élevées que les produits.

Au niveau du résultat financier, celui-ci est tout le temps négatif sur la période de 2016-2020. Il représente en moyenne -4,95% du chiffre d'affaires. Cependant en 2020, il est monté à -18,25% du chiffre d'affaires ce qui est une énorme augmentation. Ce changement est dû au fait que l'entreprise doit continuer à faire face à ses charges financières, les remboursements d'emprunts, alors que son activité est fortement impactée par la crise sanitaire. Son chiffre d'affaires diminuant, l'impact négatif du résultat financier sur le résultat augmente.

La quote-part des entreprises en équivalence non opérationnelles avait un impact sur le résultat en 2016 et 2017 et n'affichait plus de montant par la suite. Ce changement vient du fait que l'entreprise a acté au 1<sup>er</sup> janvier 2019 de ne mettre plus que sur une seule ligne le montant des lignes « Quote-part de résultats des entreprises mises en équivalence ». Cette décision a été prise pour des raisons de non-matérialité de la ligne non-opérationnelle.

En 2020, le groupe a reçu une régularisation d'impôts de 255 millions d'euros ce qui lui a permis de remonter un peu son bénéfice sur l'exercice comptable. Selon les décisions gouvernementales, en 2021, le groupe ne devrait plus payer que 27,5% d'impôts sur son résultat net avant imposition et à partir de 2022, il descendra à 25%.

Enfin, pour arriver au résultat net, il faut encore rajouter au bénéfice après impôts, le résultat net des activités non poursuivies. Celui-ci s'établit à une moyenne<sup>13</sup> de 6,29% par rapport au bénéfice courant avant imposition.

L'intégralité des comptes de résultats se trouve en annexes 1, 2 et 3.

### 1) La normalité

Les amortissements sont projetés en partant de l'année 2019 car l'année 2020 est exceptionnelle au niveau de l'amortissement. Ils sont calculés sur base de l'amortissement de l'année précédente en y ajoutant les investissements, effectués l'année précédente, divisés par 20. Cela représente le nombre moyen d'années d'amortissements pour le groupe. Les deux lignes suivantes sont projetées sur un retour progressif au niveau de 2019. Le résultat financier est projeté de la même manière. Lorsque le résultat avant impôts est négatif, il y a un crédit d'impôts de 14% (pourcentage accordé en 2020). Pour 2024 et 2025, le taux d'imposition est de 25% conformément aux décisions gouvernementales. Le résultat net des activités non poursuivies n'est pas projeté en raison de la décision de 1<sup>er</sup> janvier 2019.

ADP	31-12-2020	31-12-2021	31-12-2022	31-12-2023	31-12-2024	31-12-2025
EUR	12R	12E	12E	12E	12E	12E
Amortissements	1.071.000.000 637,50%	828.000.000	858.000.000	888.000.000	936.000.000	998.500.000
Quote-part de résultat des entreprises mises en équiva	-220.000.000	-190.210.800	-189.227.664	-121.977.072	-26.225.130	93.600.000
<i>Quote-part/passager</i>	-2,28	-1,75	-1,21	-0,67	-0,13	0,41
Autres produits et charges opérationnels	-251.000.000	-228.581.412	-249.207.925	-197.468.386	-117.838.671	-13.520.000
<i>Autres/passager</i>	-2,61	-2,10	-1,59	-1,08	-0,57	-0,06
<b>Bénéfice d'exploitation (EBIT)</b>	<b>-1.374.000.000</b> -65%	<b>-626.769.101</b> -26%	<b>-296.787.690</b> -8%	<b>83.427.479</b> 2%	<b>593.553.966</b> 12%	<b>1.161.724.584</b> 21%
<b>Résultat financier</b>	<b>-390.000.000</b> -18,25%	<b>-371.126.522</b> -15,48%	<b>-438.654.022</b> -12,70%	<b>-400.033.495</b> -9,93%	<b>-340.878.876</b> -7,16%	<b>-238.490.145</b> -4,38%
<b>Quote-part de résultat des entreprises mises en équivalence non opérationnelles</b>						
<b>Bénéfice courant avant impôt</b>	<b>-1.764.000.000</b>	<b>-997.895.622</b>	<b>-735.441.712</b>	<b>-316.606.016</b>	<b>252.675.090</b>	<b>923.234.439</b>
Impôts sur le résultat	-255.000.000	-144.253.619	-106.313.853	-45.767.876	63.168.773	230.808.610
Résultat net des activités non poursuivies	-7.000.000 0,40%	0	0	0	0	0
<b>Bénéfice de l'ex. (avt affect.)</b>	<b>-1.516.000.000</b>	<b>-853.642.004</b>	<b>-629.127.859</b>	<b>-270.838.140</b>	<b>189.506.318</b>	<b>692.425.829</b>

Figure 12 - Projection des autres couts pour le scénario "La normalité"

### 2) Short squeeze

Les amortissements sont calculés de la même manière que le précédent scénario. Les deux autres lignes avant EBIT et le résultat financier sont projetés sur un retour en 2023 à la moyenne de la période 2016-2019. Les deux années suivantes sont projetées à l'aide de cette

<sup>13</sup> J'ai utilisé des médianes pour mes calculs car l'année 2020 fait apparaître parfois de grands fossés par rapport aux chiffres en période avant covid. Du coup, lorsque je parle ici de moyenne, c'est en fait calculé à l'aide de médianes.

même moyenne. L'impôt sur le résultat est calculé de la même manière que le précédent scénario. Le résultat net des activités non poursuivies n'est également pas pris en compte.

ADP	31-12-2020	31-12-2021	31-12-2022	31-12-2023	31-12-2024	31-12-2025
EUR	12R	12E	12E	12E	12E	12E
Amortissements	1.071.000.000 <i>637,50%</i>	828.000.000	858.000.000	905.500.000	975.500.000	1.050.500.000
Quote-part de résultat des entreprises mises en équiva	-220.000.000	-200.934.339	-102.197.630	70.724.682	74.844.567	78.964.451
<i>Quote-part/passager</i>	-2,28	-1,42	-0,55	0,31	0,31	0,31
Autres produits et charges opérationnels	-251.000.000	-244.110.580	-155.470.054	10.035.131	10.619.702	11.204.273
<i>Autres/passager</i>	-2,61	-1,72	-0,84	0,04	0,04	0,04
<b>Bénéfice d'exploitation (EBIT)</b>	<b>-1.374.000.000</b>	<b>-434.722.270</b>	<b>206.411.480</b>	<b>1.069.481.824</b>	<b>1.257.228.739</b>	<b>1.460.931.740</b>
	<i>-65%</i>	<i>-14%</i>	<i>5%</i>	<i>19%</i>	<i>21%</i>	<i>22%</i>
<b>Résultat financier</b>	<b>-390.000.000</b>	<b>-430.706.413</b>	<b>-399.874.022</b>	<b>-266.691.689</b>	<b>-293.986.591</b>	<b>-322.576.113</b>
	<i>-18,25%</i>	<i>-13,82%</i>	<i>-9,38%</i>	<i>-4,95%</i>	<i>-4,95%</i>	<i>-4,95%</i>
<b>Quote-part de résultat des entreprises mises en équivalence non opérationnelles</b>						
<b>Bénéfice courant avant impôt</b>	<b>-1.764.000.000</b>	<b>-865.428.683</b>	<b>-193.462.542</b>	<b>802.790.134</b>	<b>963.242.148</b>	<b>1.138.355.627</b>
Impôts sur le résultat	-255.000.000	-125.104.486	-27.966.524	200.697.534	240.810.537	284.588.907
Résultat net des activités non poursuivies	-7.000.000	0	0	0	0	0
	<i>0,40%</i>					
<b>Bénéfice de l'ex. (avt affect.)</b>	<b>-1.516.000.000</b>	<b>-740.324.196</b>	<b>-165.496.018</b>	<b>602.092.601</b>	<b>722.431.611</b>	<b>853.766.720</b>

Figure 13 - Projection des autres coûts pour le scénario "Short squeeze"

### 3) Long retour

Les amortissements sont calculés de la même manière que les deux autres scénarios ainsi que l'impôt. Les activités non poursuivies ne sont également pas prises en compte. Les deux autres lignes avant EBIT et le résultat financier sont projetés sur un retour à la normal en 2029 avec une réduction supplémentaire qui reflète des efforts consentis par le groupe pour réduire ses charges.

ADP	31-12-2020	31-12-2021	31-12-2022	31-12-2023	31-12-2024	31-12-2025
EUR	12R	12E	12E	12E	12E	12E
Amortissements	1.071.000.000 <i>637,50%</i>	828.000.000	858.000.000	888.000.000	918.000.000	948.000.000
Quote-part de résultat des entreprises mises en équiva	-220.000.000	-175.641.431	-188.156.834	-151.371.880	-103.446.655	-39.685.035
<i>Quote-part/passager</i>	-2,28	-1,87	-1,46	-1,05	-0,64	-0,23
Autres produits et charges opérationnels	-251.000.000	-207.385.572	-233.864.509	-204.909.553	-166.172.563	-109.530.351
<i>Autres/passager</i>	-2,61	-2,21	-1,82	-1,42	-1,03	-0,64
<b>Bénéfice d'exploitation (EBIT)</b>	<b>-1.374.000.000</b>	<b>-706.159.155</b>	<b>-538.668.667</b>	<b>-360.575.326</b>	<b>-135.807.390</b>	<b>90.775.571</b>
	<i>-65%</i>	<i>-34%</i>	<i>-19%</i>	<i>-11%</i>	<i>-4%</i>	<i>2%</i>
<b>Résultat financier</b>	<b>-390.000.000</b>	<b>-342.297.333</b>	<b>-422.921.574</b>	<b>-420.810.816</b>	<b>-413.192.368</b>	<b>-378.523.747</b>
	<i>-18,25%</i>	<i>-16,60%</i>	<i>-14,95%</i>	<i>-13,29%</i>	<i>-11,64%</i>	<i>-9,99%</i>
<b>Quote-part de résultat des entreprises mises en équivalence non opérationnelles</b>						
<b>Bénéfice courant avant impôt</b>	<b>-1.764.000.000</b>	<b>-1.048.456.488</b>	<b>-961.590.241</b>	<b>-781.386.142</b>	<b>-548.999.758</b>	<b>-287.748.176</b>
Impôts sur le résultat	-255.000.000	-151.562.588	-139.005.392	-112.955.480	-79.362.210	-41.596.250
Résultat net des activités non poursuivies	-7.000.000	0	0	0	0	0
	<i>0,40%</i>					
<b>Bénéfice de l'ex. (avt affect.)</b>	<b>-1.516.000.000</b>	<b>-896.893.900</b>	<b>-822.584.849</b>	<b>-668.430.663</b>	<b>-469.637.548</b>	<b>-246.151.926</b>

Figure 14 - Projection des autres coûts pour le scénario "Long retour"

## 5.7.Marges

Au cours de la période 2016-2019, la marge de l'EBITDA, qui mesure la rentabilité de son exploitation indépendamment de sa politique financière et d'investissement, par rapport au chiffre d'affaires, est en moyenne de 40,02%, ce qui est une très bonne marge. Par contre, en

2020, cette marge est descendue à 8%. Le groupe a du coup perdu 32% de marge sur son exploitation ce qui engendre une énorme perte de bénéfices par la suite.

Durant la même période, la marge de l'EBIT, qui permet de comparer au mieux la performance des entreprises avant de prendre en compte les décisions financières et les règles d'impôts qui diffèrent entre les pays, est en moyenne de 25,37%. En 2020, cette marge plonge à - 65%, principalement à cause des amortissements.

L'intégralité des comptes de résultats se trouve en annexes 1, 2 et 3.

Dans les deux graphiques suivants, on peut remarquer que l'EBTIDA et l'EBIT du scénario « La normalité » tendent à rattraper ceux du scénario « Short squeeze ».

Dans le cas de l'EBITDA, ce sont les charges de personnel qui provoquent ce phénomène. En effet, dans le scénario « La normalité », l'entreprise fait face à la difficulté liée à la crise sanitaire pendant plus longtemps. Elle peut donc mettre en place des économies plus significatives sur cette charge grâce à l'acceptation des partenaires sociaux qui sont conscients de la difficulté. Cependant dans l'autre scénario, ce n'est pas le cas car les partenaires sociaux n'acceptent plus de plans sociaux, comme en 2020, en raison de la bonne reprise du trafic.

Dans le cas de l'EBIT, ce sont les amortissements qui apportent une différence et font diminuer la croissance de l'EBIT dans le scénario « Short squeeze ». Dans ce dernier, le groupe peut entamer dès 2022, des investissements plus conséquents que dans l'autre scénario ce qui réduit l'écart entre les deux scénarios.

Les charges de personnel et les amortissements ne sont bien sûr pas les seules causes de cette situation mais ils en sont les principales.

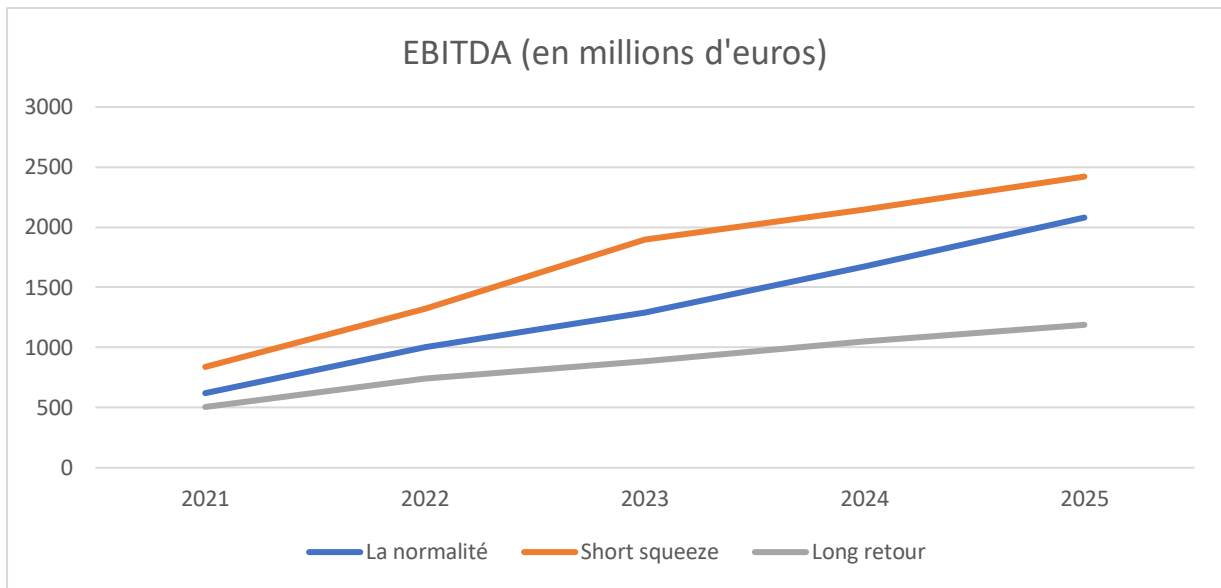


Figure 15 - Projection de l'EBITDA selon les différents scénarios

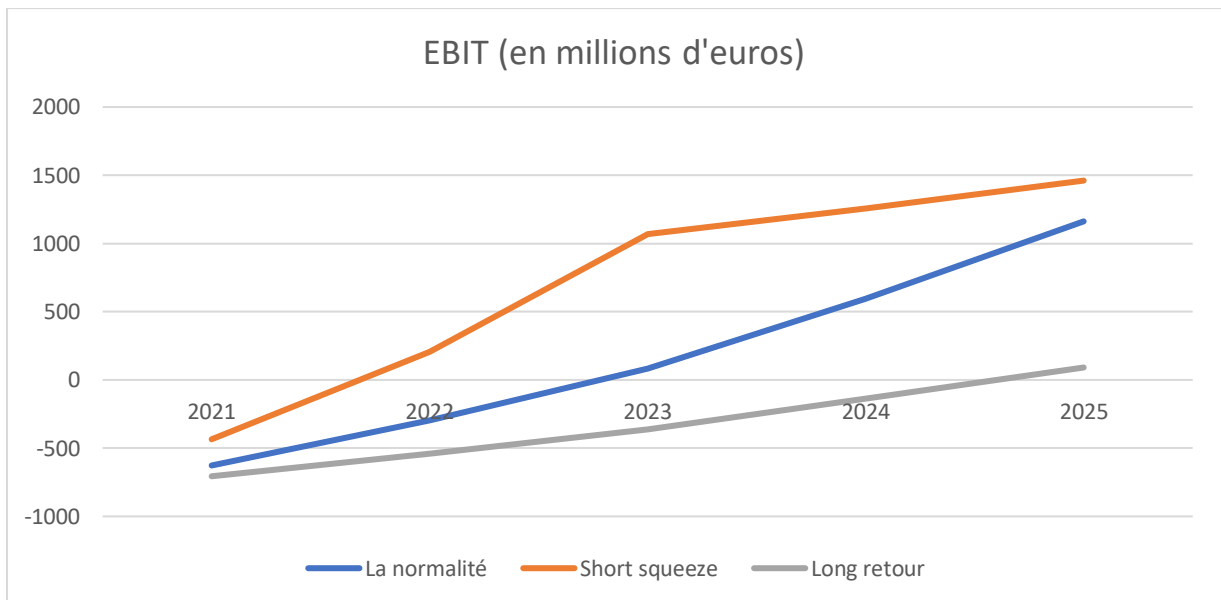


Figure 16 - Projection de l'EBIT selon les différents scénarios

### 5.8. Dépenses d'investissement

Afin de pouvoir continuer son activité et son développement sans trop d'impact, il y a un montant d'investissement sous lequel le groupe ne peut pas descendre. Ce montant seuil s'établit entre 500 et 600 millions d'euros. Cette fourchette est calculée par l'entreprise et elle est composée à plus de 50% de dépenses réglementaires et de maintenance sans lesquelles le groupe ne pourrait pas fonctionner. Les autres pourcents sont pour le développement des programmes d'investissement afin de ne pas accumuler trop de retard.

Pour le scénario le plus pessimiste, le groupe décide de garder un niveau d'investissement bas afin de ne pas subir trop de poids sur sa trésorerie et pour ne pas prendre trop de retard sur ses projets. Elle décide d'utiliser le haut de la fourchette jusqu'à une bonne reprise du trafic aérien.

Pour les deux autres scénarios, j'ai décidé de me baser sur le plan d'investissement 2021-2025 établi en 2019 mais qui a été jugé caduque le 26 mai 2020. Ce contrat de régulation économique prévoyait 6 milliards d'euros d'investissements en 5 ans. Il y a deux grosses dépenses dans ce plan : 25% pour la maintenance et les dépenses réglementaires et 25% pour la construction du terminal 4 de l'aéroport Paris-Charles de Gaulle. Pour ce dernier, ce sont les travaux préparatoires ainsi qu'une partie de la construction qui sont budgétisés. D'autres dépenses suivront dans le CRE<sup>14</sup> 2026-2030 pour une ouverture partielle durant cette période. Pour 2021-2025, il y a deux autres grandes dépenses qui sont moins importantes que les deux premières. La première est le développement des capacités des trois aéroports parisiens. Ces investissements permettront plus de passagers dans les aéroports grâce à la fusion, fluidification et modernisation de certains terminaux. L'autre grande dépense porte sur le développement des accès aux aéroports. En effet, si les aéroports génèrent moins de bouchons et sont plus accessibles en transport en commun, alors le nombre de passagers ne pourra qu'augmenter.

---

<sup>14</sup> Contrat de Régulation Economique

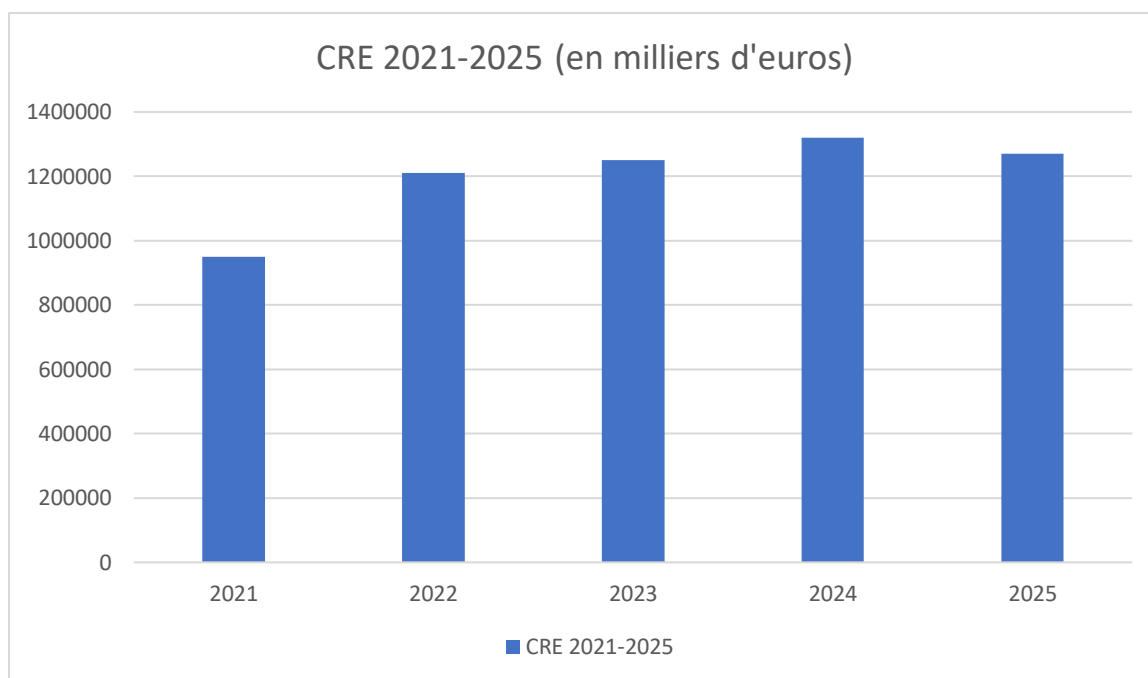


Figure 17 - Montants d'investissements prévus dans le CRE 2021-2025

Dans le scénario normal, l'entreprise garde pendant deux ans un investissement de 600 millions afin de continuer son activité et ne pas accumuler trop de retard sur ses projets. Par la suite, voyant que la reprise du trafic aérien est en bonne voie, elle décide de reprendre le plan d'investissements 2021-2025 avec deux ans de retard. En 2023, le groupe décide alors de combler le retard accumulé en 2021 et 2022 et fixe un investissement de 960 millions. En 2024, il reprend entièrement le plan prévu et fixe un investissement égal à celui de 2023 prévu dans le contrat de régulation 2021-2025. Il n'a alors plus qu'un an de retard sur son plan initial.

Dans le scénario optimiste, le groupe reprend très vite le plan d'investissement prévu étant donné que la situation du transport aérien se porte très bien. Dès 2022, le groupe décide de rattraper son retard et augmente ses investissements chaque année afin de respecter le contrat de régulation économique. À la fin des 5 ans, l'entreprise fait état de 6.05 milliards d'euros d'investissements. Elle peut aussi lancer d'autres projets tel que le projet de transition écologique avec Air Liquide.

L'intégralité des free cash-flow se trouve en annexes 4, 5 et 6.

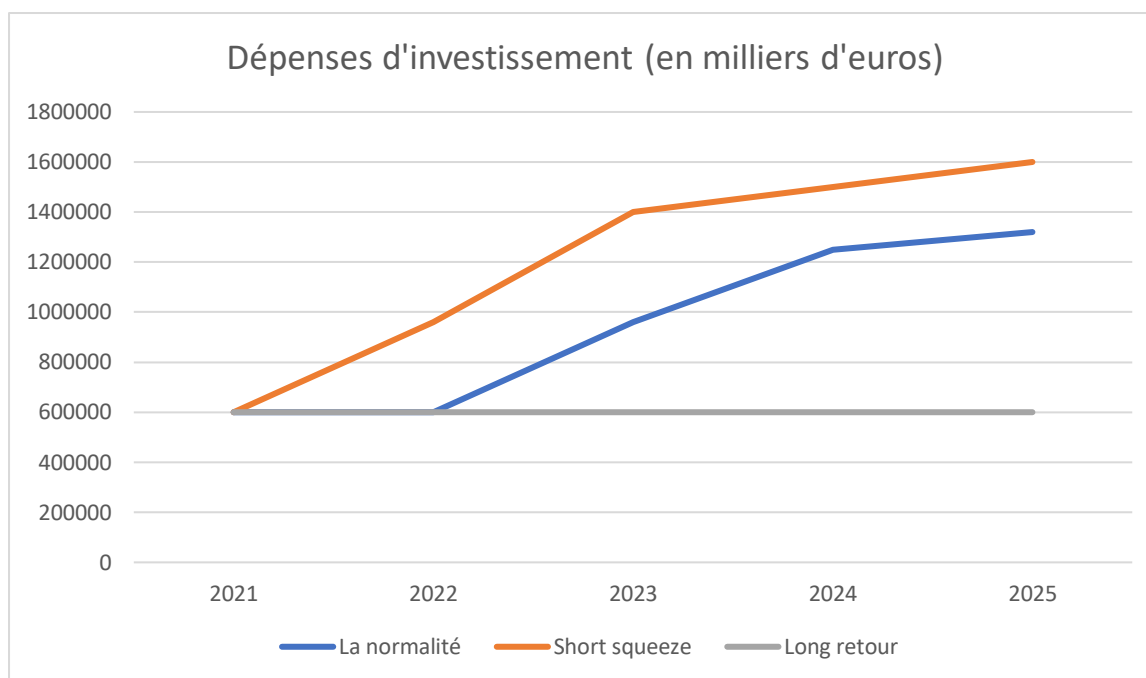


Figure 18 - Projection des dépenses d'investissement selon les différents scénarios

### 5.9. Structure du capital

Le capital d'une entreprise est constitué de deux choses : les fonds propres et la dette. Les fonds propres sont principalement constitués par le capital qui a été injecté à la création de l'entreprise ainsi que les augmentations qui ont été faites par la suite et par le résultat qui n'a pas été distribué. Ce dernier varie positivement ou négativement d'une année à une autre. La dette quant à elle se compose principalement des emprunts effectués auprès des banques ou des emprunts obligataires que la société a pu contracter pour se financer.

La structure de capital permet de savoir si une entreprise a plus recours aux fonds propres ou à la dette pour se financer. Pour cela, on utilise le ratio dettes/fonds propres qui mesure le levier financier d'une entreprise. Plus le ratio est élevé, plus le levier financier est grand et plus l'entreprise a recours à la dette.

Dans le cas d'ADP, le ratio augmente graduellement depuis 2016, il est passé de 1,45 à 2,11 en 2019. Cependant en 2020, il est passé à 3,89. En effet, l'entreprise a fortement augmenté sa dette et ses capitaux propres ont diminué à cause de la perte de résultats importants. On peut estimer que par la suite, l'entreprise souhaite revenir au niveau normal de 2019, au fur et à mesure que l'activité se normalise.

	BVPS	Cours de l'action fin décembre	PBR
2016	49	95,73	0,51
2017	43	151,78	0,28
2018	45	161,65	0,28
2019	47	176,1	0,27
2020	40	106,1	0,38

Figure 19 - Calcul historique du BVPS et du PBR

On peut aussi parler des fonds propres en fonction de la valeur boursière. Pour cela, on utilise deux éléments : la book value per share (BVPS) et le price to book ratio (PBR).

Le premier élément est calculé en divisant la book value (capitaux propres - intérêts minoritaires + provisions) par le nombre d'actions. Il donne une indication sur l'évaluation de l'entreprise par le marché. Si le ratio BVPS est plus grand que le cours de la bourse, l'action est sous-évaluée. À l'inverse, si le BVPS est inférieur au prix de l'action sur les marchés, l'action est surévaluée. Au plus l'écart entre le BVPS et le cours de la bourse est grand, au plus l'action est sous ou surévaluée. Comme on peut le remarquer dans le tableau ci-dessous, l'action a toujours été surévaluée.

Le deuxième élément est le PBR. Il est calculé en divisant le BVPS par le prix de l'action. Si le ratio est supérieur à 1 alors le marché accorde plus d'importance aux actifs qu'à la valeur comptable. S'il est inférieur à 1, cela signifie que le marché sous-évalue les actifs de l'entreprise par rapport à la valeur comptable. Cela est très fréquent pour les entreprises qui ont besoin d'une grosse infrastructure pour fonctionner comme le groupe ADP.

#### 5.10. Bénéfices

La société est généralement bénéficiaire avec un résultat en augmentation d'année en année. En 2019, celui-ci diminue légèrement, il passe de 695.000.000€ en 2018 à 637.000.000€. C'est la conséquence de la cession de l'aéroport d'Istanbul qui engendre du coup une baisse du nombre de passagers que voit passer le groupe. En 2020, à cause de la pandémie, le résultat net a été fortement impacté comme toutes les lignes comptables du groupe. Il y a eu une perte d'un peu plus de 2 milliards d'euros par rapport à 2019 pour arriver à 1,516 milliard de déficit. Dans les années à venir, le résultat augmentera au fur et à mesure que le nombre de passagers repartira à la hausse.

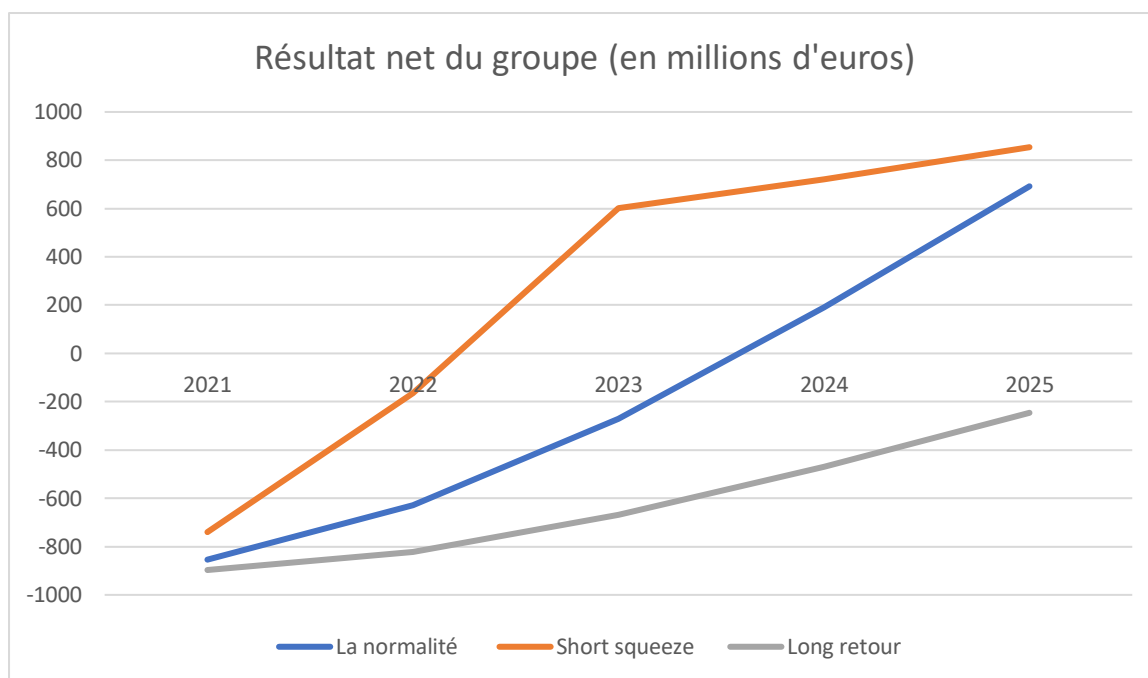


Figure 20 - Projection du résultat net selon les différents scénarios

L'intégralité des comptes de résultat se trouve en annexe 1, 2 et 3.

### 5.11. Les Free Cash-Flow

Le free cash-flow représente la somme d'argent qu'une entreprise a généré durant une année. S'il est positif, c'est une bonne chose car cela signifie qu'elle augmente sa trésorerie. C'est aussi un bon signe pour l'investisseur qui pourra, si la société le décide, bénéficier de ce surplus de liquidités grâce aux dividendes. En revanche, s'il est négatif, l'entreprise diminue sa trésorerie. Cependant ce n'est pas une mauvaise chose car cela peut montrer une dépense importante en investissements afin de générer un plus gros ROI<sup>15</sup> dans le futur.

Il est calculé en partant de l'EBIT qui représente le résultat d'exploitation auquel on enlève les taxes ce qui nous donne l'EBIAT<sup>16</sup>. Ensuite on y ajoute les amortissements, réductions de valeur et les provisions. Enfin, on déduit les dépenses d'investissement et le changement en fond de roulement.

Avec la crise sanitaire, l'EBIT a fortement baissé ce qui a causé un lourd impact sur le free cash-flow qui est devenu négatif en 2020 alors qu'il était positif depuis 3 ans. Dans chacun des

<sup>15</sup> Return On Investment

<sup>16</sup> Earnings Before Interests After Taxes

scénarios, le FCF reste négatif en 2021. Il redevient positif pour les deux premiers scénarios dès 2022 cependant pour le scénario pessimiste, il faut attendre 2023.

La trésorerie reste donc positive, ce qui est une force pour ADP, et démontre que malgré les crises que le gestionnaire peut subir, il dispose toujours d'une importante malle financière qui lui permet de survivre. Cela rassure aussi l'état français qui aime que ces entreprises publiques disposent d'une bonne liquidité.

L'intégralité des free cash-flow se trouve en annexes 4, 5 et 6.

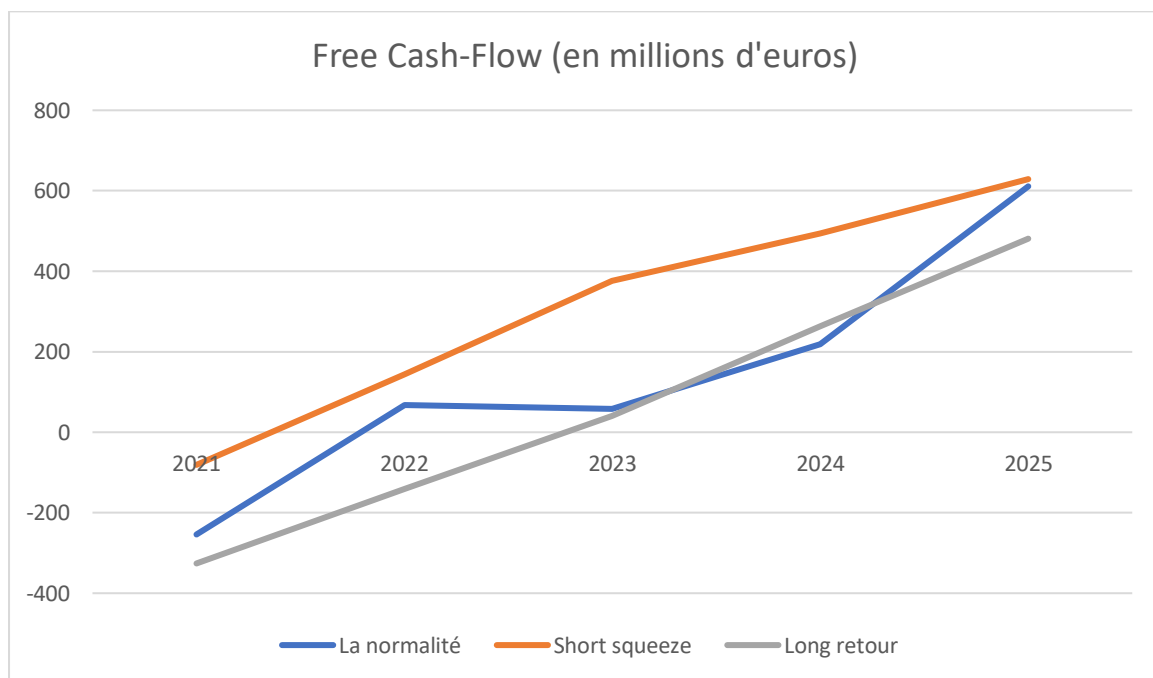


Figure 21 - Projection des Free Cash-Flow selon les différents scénarios

## 6.Evaluation

Pour l'évaluation du groupe ADP, j'utiliserai deux méthodes : le méthode d'actualisation des free cash-flow et la méthode des comparables.

### 6.1.Discounted cash-flow

#### 6.1.1.WACC

Pour commencer, il faut calculer le WACC<sup>17</sup>. C'est un indicateur économique qui représente le taux de rentabilité annuel attendu par les actionnaires et les créanciers en retour de leur investissement. Il se calcule grâce à la formule suivante :

$$WACC = \left( K_e * \frac{E}{D + E} \right) + (K_d * (1 - T) * \frac{D}{D + E})$$

$K_e$  = Coût du capital

$K_d$  = Coût de la dette

$E$  = Capitalisation boursière

$D$  = Valeur de marché de la dette

$T$  = Taux d'imposition

Le coût du capital est calculé grâce à la formule du CAPM<sup>18</sup>

$$CAPM = R_f + \beta * (R_m - R_f)$$

$R_f$  = Taux sans risque

$\beta$  = Bêta

$R_m$  = Taux de risque du marché

Le taux sans risque qui est utilisé ici correspond au rendement attendu pour les obligations d'Etat françaises sur 30 ans au 05/07/2021, celui s'établit à 0,916. Le bêta mesure la volatilité d'une action par rapport à son marché. Le bêta de l'entreprise peut alors soit être supérieur ou inférieur à 1. Dans le premier cas, cela signifie que l'action varie plus que le marché, c'est-à-dire que si le marché augmente, l'action augmente encore plus et que s'il baisse, elle

---

<sup>17</sup> Weighted Average Cost of Capital

<sup>18</sup> Capital Aset Pricing Model

diminue plus . A l'inverse, si le bêta est inférieur à 1 alors l'action varie moins que le marché, elle profite moins des augmentations du marché mais subit également moins les chutes. Dans le cas du groupe ADP, le bêta est de 1,22 (Bloomberg, 2021). La prime de risque par action (Equity Market Premium) est de 5,2% (Damodaran, 2021) . Ce qui donne un coût du capital de 7,26 (annexe 7).

Le coût de la dette correspond à la médiane des coûts de la dette sur les 5 dernières années. Il est calculé en divisant la dette à long et court terme par les charges financières. Ce coût s'établit à 4,03%.

Ensuite, il faut calculer la valeur de marché de la dette et du capital. La valeur de marché de la dette est égale à la dette nette, c'est-à-dire la dette financière à court et long terme diminuée de la trésorerie. La valeur de marché du capital est obtenue en multipliant le prix de l'action, ici au 05/07/21, par le nombre d'actions, c'est la capitalisation boursière.

En ajoutant toutes ces informations à la formule, on obtient un WACC de 4,37% (annexe 7). Ce chiffre représente la rentabilité attendue par les actionnaires. Ils attendent donc 4,37% de retour annuel pour leur placement dans le Groupe ADP.

#### 6.1.2.Taux de croissance long terme

Pour évaluer le taux de croissance long terme, j'ai réuni trois sources d'informations qui me paraissent les plus fiables : la BCE<sup>19</sup>, le FMI<sup>20</sup> et l'OCDE<sup>21</sup>. Chacune des institutions fait des projections sur la croissance du PIB et chacune d'entre elles obtient un résultat différent des

Calcul du WACC	
Taux sans risque (05/07/21)	0,92
Beta	1,22
Prime de risque par action	5,2
<b>Cout du capital</b>	<b>7,26</b>
<b>Cout de la dette</b>	<b>4,03%</b>
<b>Taux d'imposition</b>	<b>28,00%</b>
Prix de l'action (05/07/21)	113,65
Nombre d'actions	98.960.602
<b>Valeur de marché du capital</b>	<b>11.246.872.417,30</b>
Emprunts à court terme	1.598.000.000
Emprunts à long terme	9.370.000.000
Trésorerie	3.463.000.000
<b>Dette nette</b>	<b>7.505.000.000</b>
<b>Capital + dette</b>	<b>18.751.872.417,30</b>
<b>WACC</b>	<b>4,37</b>

Figure 22 - Calcul du WACC

<sup>19</sup> Banque Central Européenne

<sup>20</sup> Fond monétaire International

<sup>21</sup> Organisation de Coopération et de Développement Economiques

autres. La BCE est la plus craintive, elle prévoit une croissance du PIB de 1,4% par an sur les 5 prochaines années. Le FMI est quant à lui la plus optimiste des trois organisations, il prévoit une augmentation de 3,3% dans les prochaines années. L'OCDE se trouve entre les deux. Sur son site, l'organisation donne une projection de l'évolution du PIB jusqu'en 2060. Pour cet organisme, j'ai pris les données de l'évolution du PIB pour trois « régions » : l'évolution estimée du PIB pour les pays membres de l'OCDE (1,88%), pour le monde (2,42%) et pour les pays de la zone euro (1,63%). Afin de dégager un taux de croissance long terme pour le Groupe ADP, j'ai pris une moyenne de ces 5 valeurs ce qui me donne un taux de 2,13%.

Afin d'appliquer ce taux à mes projections, je décide de faire varier ce taux en fonction de mes scénarios. Pour le scénario intermédiaire, je décide d'utiliser le taux précédemment calculé (2,13%) car ce scénario est le plus probable d'arriver et doit donc coller le plus à la réalité. Pour les deux autres scénarios, je décide de faire varier ce taux de 0,25% dans un sens ou dans l'autre. Cela donne alors une croissance long terme de 1,88% pour le scénario pessimiste et un taux de 2,38% pour le scénario optimiste.

### 6.1.3. Prix de l'action

Afin de calculer le prix actualisé de l'action, il faut d'abord calculer la valeur terminale :

$$Valeur\ terminale = \frac{FCF_{2025} * (1 + g)}{WACC - g}$$

g = taux de croissance à l'infini

Comme expliqué et démontré précédemment, on obtient un taux de croissance long terme et des FCF différents en fonction des scénarios ce qui nous donne alors une valeur terminale différente pour chaque scénario (annexe 8).

FCF 2025	610.920.337
WACC	4,37%
Taux de croissance infini	2,13%
<b>Valeur terminal</b>	<b>27.854.149.106</b>

Figure 23 - Valeur terminale pour le scénario "La normalité"

FCF 2025	628.644.934
WACC	4,37%
Taux de croissance infini	2,38%
<b>Valeur terminal</b>	<b>32.342.044.394</b>

Figure 24 - Valeur terminale pour le scénario "Short squeeze"

FCF 2025	481.419.330
WACC	4,37%
Taux de croissance infini	1,88%
<b>Valeur terminal</b>	<b>19.697.590.904</b>

Figure 25 - Valeur terminal pour le scénario "Long retour"

La valeur terminale du groupe ainsi que les free cash-flow sont actualisées à l'aide du WACC et additionnées afin de donner une valeur actualisée de l'entreprise (annexe 8) :

$$Valeur\ actualisée = \sum_n^t \frac{FCF_n}{(1 + WACC)^n} + \frac{Valeur\ terminale}{(1 + WACC)^t}$$

On obtient alors une valeur actualisée du groupe qui est, ici, différente en fonction de chaque scénario. Ensuite, on soustrait à cette valeur la dette nette et on divise par le nombre d'actions en circulation ce qui nous donne une valeur actualisée de l'action.

<b>Valeur actualisée de l'entreprise</b>	<b>23.038.832.659</b>
Dettes nettes 2020	7.505.000.000
Nombre d'actions	98.960.602
<b>Share value</b>	<b>157</b>

Figure 26 - Prix de l'action estimé pour le scénario "La normalité"

<b>Valeur actualisée de l'entreprise</b>	<b>27.423.427.695</b>
Dettes nettes 2020	7.505.000.000
Nombre d'actions	98.960.602
<b>Share value</b>	<b>201</b>

Figure 27 - Prix de l'action estimé pour le scénario "Short squeeze"

<b>Valeur actualisée de l'entreprise</b>	<b>16.109.597.331</b>
Dettes nettes 2020	7.505.000.000
Nombre d'actions	98.960.602
<b>Share value</b>	<b>87</b>

Figure 28 - Prix de l'action estimé pour le scénario "Long retour"

Dans le cas du groupe ADP, je fais une moyenne des 3 valeurs actualisées de l'action trouvées afin de dégager une tendance générale du futur prix de l'action. Pour ADP, la valeur actualisée de l'action moyenne est de 148€ (annexe 8).

#### 6.1.4. Analyse de sensibilité

L'analyse de sensibilité va permettre de voir comment la valeur estimée de l'action va évoluer si le WACC et le taux de croissance à l'infini varient. Dans ce cas-ci, la valeur estimée est la moyenne de la valeur des trois scénarios.

Le WACC varie, dans cette analyse de sensibilité, entre 3,62% et 5,12%. Pour le taux de croissance à l'infini, c'est le taux de croissance moyen qui va varier et il est de 2,13%. Ce dernier varie entre 1,38% et 2,88%. La case verte montre la valeur estimée en fonction des scénarios. Les cases rouges mettent en évidence les variations qui engendrent une valeur estimée inférieure à la valeur actuelle du marché. Sur 49 variations, il y en a 14 qui donnent une valeur inférieure ce qui représente 28,6% des variations.

		Taux de croissance infini						
		1,38%	1,63%	1,88%	2,13%	2,38%	2,63%	2,88%
WACC	3,62%	155	185	223	275	350	468	685
	3,87%	130	153	182	220	272	346	463
	4,12%	109	128	151	180	217	269	342
	4,37%	92	107	126	148	177	215	265
	4,62%	77	90	105	124	146	175	212
	4,87%	65	76	89	104	122	144	172
	5,12%	54	64	74	87	102	120	142

Figure 29 - Analyse de sensibilité avec variation du WACC et taux de croissance infini

## 6.2. Méthode des comparables

La deuxième méthode que j'utiliserai pour évaluer le groupe ADP est la méthode des comparables. Elle consiste à valoriser ADP à l'aide de multiples calculés auprès d'autres entreprises similaires qui évoluent dans la même zone géographique.

### 6.2.1. Présentation des entreprises comparables

Flughafen Zürich AG est le gestionnaire de l'aéroport international de Zürich. En 2000, l'aéroport est privatisé et c'est Flughafen Zurich AG qui en devient le propriétaire et gestionnaire. L'état est toujours au capital mais ne représente que 38%. Zurich est le premier aéroport de Suisse. L'aéroport est le hub de la compagnie Swiss International Air Lines et est la troisième plateforme de Lufthansa après que cette dernière ait racheté Swiss. Au niveau européen, l'aéroport de Zurich est classé 15 en termes de passagers.

Fraport est le gestionnaire de l'aéroport de Francfort. Il détient également des participations dans d'autres aéroports européens et à travers le monde. Il a par exemple des participations dans l'aéroport d'Hanovre, de deux aéroports en Bulgarie et a signé un accord de gestion pendant 40 ans sur 14 aéroports en Grèce. 51% des actions sont détenues par la ville de Francfort et le Bundesland de la Hesse. Il est, au même titre qu'ADP, une entreprise publique

cotée en bourse. L'aéroport est la base de la compagnie aérienne Lufthansa qui est la première européenne en terme de passagers. L'aéroport est quant à lui classé 4<sup>ème</sup>.

Aena est gestionnaire de 46 aéroports et 2 héliports à travers l'Espagne. Dans son panel d'aéroports, il y a deux grands aéroports : Madrid et Barcelone qui sont classés respectivement à la 5<sup>ème</sup> et 6<sup>ème</sup> place en terme de passagers au niveau européen. L'entreprise a son siège à Madrid. Iberia a également sa base d'opérations à l'aéroport de Madrid. De la même manière que Fraport et le groupe ADP, Aena est contrôlé à 51% par le gouvernement espagnol.

Flughafen Wien Ag est le gestionnaire de l'aéroport de Vienne. Ce dernier est le plus grand d'Autriche et est classé 14<sup>ème</sup> en Europe. Il est également la base de la compagnie aérienne Austrian Airlines qui est une filiale du groupe Lufthansa. Il est détenu à 40% par l'état de Basse-Autriche et la ville de Vienne.

#### 6.2.2.Evaluation

Pour l'évaluation, je vais me baser sur quatre multiples : le Price-to-Earnings Ratio (PER) qui compare le prix de l'action au résultat net , le VE/EBITDA qui compare la valeur d'entreprise à l'EBITDA, le VE/EBIT qui compare la valeur de l'entreprise à l'EBIT et le VE/CA qui compare la valeur d'entreprise et le chiffre d'affaires. Ce sont les quatre multiples les plus couramment utilisés.

Pour chacune des entreprises, ces multiples sont calculés selon la médiane des cinq dernières années. J'ai fait ce choix car je ne peux pas me baser sur les multiples de 2020 car ceux-ci sont biaisés par la crise sanitaire et l'impact sur les comptes des entreprises. Par la suite une autre médiane est calculée sur celles déjà calculées pour les entreprises afin de donner des multiples sectorielles qui permettront de valoriser le Groupe ADP par rapport à son secteur d'activité.

Le premier multiple est le PER. Il permet de valoriser le prix d'un titre par rapport aux prix des titres des sociétés comparables. Dans le cadre de la valorisation par les pairs dans ce secteur, le PER atteint ses limites en 2020. En effet, toutes les sociétés ont été déficitaires cette dernière année. De nombreux analystes estiment qu'il n'est pas possible de comparer des sociétés avec un PER négatif, je vais donc comparer à l'aide des médianes historiques. Le PER médian d'ADP est de 24 alors que la médiane de secteur est de 16 (annexe9). Cela veut dire

que le marché attend un retour très rapide à la normale pour ADP et que si le groupe n'atteint pas les attentes du marché en terme de bénéfices, le cours pourrait baisser.

Le second multiple est le VE/EBITDA. Ce ratio permet d'évaluer le cycle opérationnel de l'entreprise. Il est le multiple le plus utilisé dans les valorisations parce qu'il ne prend pas en compte les structures de financement et politiques d'amortissement des entreprises. Le VE/EBITDA historique moyen des entreprises est de 9 tandis que celui d'ADP est de 15 ce qui signifie que le groupe est surévalué par rapport aux autres (annexe 9).

Le troisième multiple est le VE/EBIT. Il neutralise la structure financière mais pas les amortissements. Dans ce secteur en 2020, aucune entreprise n'a d'EBIT positif ce qui donne un ratio négatif pour tout le monde. La moyenne historique du secteur est de 13 alors que le groupe ADP a un multiple de 22 ce qui pourrait vouloir dire également que l'entreprise est surévaluée (annexe 9).

Le dernier multiple est le VE/CA. Ce ratio est plus stable que le PER car le chiffre d'affaires est plus stable que la rentabilité. Dans cas-ci, la moyenne historique du secteur a un multiple de 5 tandis que le groupe ADP a un multiple historique de 6. Cela signifie que le groupe ADP est légèrement plus évalué que le reste de son secteur (annexe 9).

A partir des trois derniers multiples, on peut établir un prix de l'action. Pour ce faire, je vais utiliser le multiple EV/EBITDA. Comme pour la méthode DCF, je vais devoir faire trois valorisations différentes car l'EBITDA 2025 n'est pas le même pour chacun des scénarios.

VE/EBITDA "La normalité"	
EBITDA Groupe ADP 20	2.080.144.584
VE/EBITDA median	9
Valeur terminale	18.321.958.479,61

Pour trouver le prix, je multiplie l'EBITDA par le multiple moyen historique du secteur, je trouve ainsi la valeur terminale.

Figure 30 - Calcul de la valeur terminale pour la méthode des comparables pour le scénario "La normalité"

Ensuite j'actualise cette valeur terminale par le

facteur d'actualisation calculé précédemment. J'ajoute à ceci la valeur actualisé de l'EBITDA pour chaque année.

	31-12-21	31-12-22	31-12-23	31-12-24	31-12-25	Valeur terminal
n	1	2	3	4	5	5
EBITDA	620.023.111	999.647.899	1.290.872.937	1.673.617.767	2.080.144.584	18.321.958.480
(1+WACC) <sup>n</sup>	1,0437	1,0893	1,1369	1,1866	1,2384	1,2384
DCF <sub>n</sub>	594.062.576	917.689.348	1.135.419.754	1.410.436.518	1.679.635.732	14.794.267.849

Figure 31 - Actualisation de l'EBITDA futur pour le scénario "La normalité"

Je trouve donc la valeur actualisée de mon entreprise. je soustrais ensuite la dette nette et je divise par le nombre d'action en circulation afin de trouver un prix cible.

<b>Valeur actualisée de l'e</b>	<b>20.531.511.776</b>
Dettes nettes 2020	7.505.000.000
Nombre d'actions	98.960.602
<b>Share value</b>	<b>132</b>

Figure 32 - Calcul du prix cible par la méthode des comparables pour le scénario "La normalité"

Les deux autres scénarios se trouvent en annexe 9.

Afin d'obtenir un prix cible général, je fais une moyenne des trois prix calculés et cela me donne un cours d'action cible à 118€. Cela est assez proche de la valeur actuelle sur le marché ce qui signifie que par rapport à ce ratio, le groupe ADP est correctement évalué (annexe 9).

### 6.3.Résultat de l'évaluation du groupe ADP

La méthode des free cash-flow et la méthode des comparables nous donnent une évaluation assez proche de l'évaluation réelle du groupe ADP. Pour dégager une valeur cible du cours de l'action, j'utiliserai une moyenne des deux valeurs trouvées.

Comme vu précédemment, la méthode des free cash-flow donne une valeur moyenne entre les trois scénarios de 148€ et la méthode des comparables donne une valeur de 118€. Cela nous donne alors une moyenne de 133€ pour le groupe ADP. C'est le prix cible pour l'entreprise. Il est cependant plus élevé que les estimations d'UBS (107€), de Barclays (84€) et de Morgan Stanley (99€). Cette valeur estimée est supérieure au prix d'achat actuel de l'action ce qui donne du coup un avis positif sur l'achat de l'action du groupe ADP.

## 7. Conclusion

Ce mémoire avait pour but d'établir une évaluation de la valeur réelle du groupe ADP afin de transmettre un avis d'achat ou de vente sur l'action de ce dernier. Afin de réaliser cette tâche, une brève révision théorique fut réalisée pour mieux comprendre les étapes et les spécificités d'une telle évaluation.

Dans un premier temps, la description de l'entreprise a permis de se rendre compte qu'ADP est un grand acteur dans la gestion des aéroports, il est même le numéro 1 mondial grâce à ses nombreuses concessions et participations à l'étranger. Cela a permis de mettre en évidence une grande potentialité de croissance grâce à son activité à l'international et plus particulièrement son activité d'ingénierie-innovation dont il est un des leaders dans le domaine. Le secteur de la gestion aéroportuaire est très régulé par les états mais ADP fonctionne comme une société privée ce qui lui permet de tirer son épingle du jeu en investissant dans les bon projets.

Ensuite l'analyse stratégique a permis de mettre en évidence les principaux risques auxquels le groupe ADP doit faire face. Ils sont principalement liés aux chocs que le monde peut subir et qui entraînent de lourdes conséquences pour le secteur aérien (crise sanitaire, attentat, ...).

L'analyse financière et les projections ont permis de mettre en évidence les grandes difficultés que le groupe ADP a dû subir en 2020 en raison de la pandémie et donc de l'arrêt de son activité. Les informations recueillies ont permis d'effectuer l'évaluation de l'entreprise selon la méthode de free cash-flow et celle des comparables. Cela a permis de dégager un prix de l'action à 133€ ce qui est supérieur à la valeur actuelle sur le marché et ce qui donne un avis favorable à l'achat de l'action du groupe ADP.

Toutefois, des limites à l'évaluation sont rapidement apparues dans ce mémoire. En effet le secteur aérien a été fortement impacté par la covid et le futur reste incertain ce qui a mené à l'élaboration de plusieurs scénarios afin de donner une évaluation plus juste de l'entreprise. Cependant, ma valorisation sera sous-évaluée ou surévaluée en fonction de l'avenir. De plus, des discussions sur la privatisation du groupe avaient été effectuées avant la crise sanitaire mais ont été mises en pause depuis. Cette éventualité n'a pas été prise en compte dans ce mémoire car cela relève d'une décision gouvernementale et elle est incertaine voire impossible à prévoir.

## 8. Bibliographie

2004 à nos jours. (2020). Groupe ADP - Paris Aéroport.

[https://www.parisaeroport.fr/groupe/groupe-et-strategie/histoire/1993\\_a\\_nos\\_jours](https://www.parisaeroport.fr/groupe/groupe-et-strategie/histoire/1993_a_nos_jours)

ABC Bourse. (s. d.). *Le Beta ou la mesure du risque d'un actif*. Consulté le 10 juillet 2021, à

l'adresse [https://www.abcbourse.com/apprendre/19\\_beta.html](https://www.abcbourse.com/apprendre/19_beta.html)

Activités. (2020). Paris Aéroport. <https://www.parisaeroport.fr/groupe/groupe-et->

[strategie/notre-](https://www.parisaeroport.fr/groupe/groupe-et-strategie/notre-)

[strategie/essentiel/activites#:~:text=Les%20activit%C3%A9s%20du%20groupe%20se%20divisent%20en%205%20segments&text=Activit%C3%A9s%20commerciales](https://www.parisaeroport.fr/groupe/groupe-et-strategie/essentiel/activites#:~:text=Les%20activit%C3%A9s%20du%20groupe%20se%20divisent%20en%205%20segments&text=Activit%C3%A9s%20commerciales%20(boutiques%20bars%20et,et%20de%20restauration%20(Epigo)))

[%20\(boutiques%20bars%20et,et%20de%20restauration%20\(Epigo\)\).](https://www.parisaeroport.fr/groupe/groupe-et-strategie/essentiel/activites#:~:text=Les%20activit%C3%A9s%20du%20groupe%20se%20divisent%20en%205%20segments&text=Activit%C3%A9s%20commerciales%20(boutiques%20bars%20et,et%20de%20restauration%20(Epigo)))

AENA S.M.E., S.A. : *Cours Action Bourse*. (s. d.). Zonebourse. Consulté le 10 juillet 2021, à

l'adresse [https://www.zonebourse.com/cours/action/AENA-S-M-E-S-A-](https://www.zonebourse.com/cours/action/AENA-S-M-E-S-A-20798509/?type_recherche=rapide&mots=aena)

[20798509/?type\\_recherche=rapide&mots=aena](https://www.zonebourse.com/cours/action/AENA-S-M-E-S-A-20798509/?type_recherche=rapide&mots=aena)

*Aéroports De Paris Historical Price Data (ADP)*. (s. d.). Investing.Com. Consulté le 6 juillet

2021, à l'adresse <https://www.investing.com/equities/aeroports-paris-historical-data>

Agences, P. A. (2020, 16 avril). *Le secteur aérien pourra-t-il éviter la catastrophe industrielle*

? RTBF Info. [https://www.rtb.be/info/monde/detail\\_le-secteur-aerien-pourra-t-il-](https://www.rtb.be/info/monde/detail_le-secteur-aerien-pourra-t-il-)

[eviter-la-catastrophe-industrielle?id=10483629](https://www.rtb.be/info/monde/detail_le-secteur-aerien-pourra-t-il-eviter-la-catastrophe-industrielle?id=10483629)

*Analyse fondamentale : les ratios incontournables*. (s. d.). Boursier.com. Consulté le 10 juillet

2021, à l'adresse [https://www.boursier.com/guide/se-perfectionner-en-bourse/analyse-](https://www.boursier.com/guide/se-perfectionner-en-bourse/analyse-fondamentale-ratios-incontournable)

[fondamentale-ratios-incontournable](https://www.boursier.com/guide/se-perfectionner-en-bourse/analyse-fondamentale-ratios-incontournable)

Baroux, J.-L. (2020a, juin 4). *Quel avenir pour le transport aérien : deux scénarios extrêmes*

*pour les compagnies*. TourMaG.com, 1er journal des professionnels du tourisme

francophone. [https://www.tourmag.com/Quel-avenir-pour-le-transport-aerien-deux-](https://www.tourmag.com/Quel-avenir-pour-le-transport-aerien-deux-scenarios-extremes-pour-les-compagnies_a103855.html)

[scenarios-extremes-pour-les-compagnies\\_a103855.html](https://www.tourmag.com/Quel-avenir-pour-le-transport-aerien-deux-scenarios-extremes-pour-les-compagnies_a103855.html)

- Baroux, J.-L. (2020b, septembre 1). *Transport aérien : la désastreuse gestion de la Covid-19 par les gouvernants*. TourMaG.com, 1er journal des professionnels du tourisme francophone. [https://www.tourmag.com/Transport-aerien-la-desastreuse-gestion-de-la-Covid-19-par-les-gouvernants\\_a105059.html](https://www.tourmag.com/Transport-aerien-la-desastreuse-gestion-de-la-Covid-19-par-les-gouvernants_a105059.html)
- Bechet, M. (2020, 30 octobre). *Liege : meilleur aéroport cargo au monde*. DH Les Sports +. <https://www.dhnet.be/regions/liege/liege-meilleur-aeroport-cargo-au-monde-5f9c272d7b50a6525bb0df9e>
- Belga. (2020, 6 février). *Boeing 737 MAX : les ingénieurs ont découvert un nouveau problème logiciel, selon la FAA*. RTBF Info. [https://www.rtf.be/info/economie/detail\\_boeing-737-max-les-ingenieurs-ont-decouvert-un-nouveau-probleme-logiciel-selon-la-faa?id=10426794](https://www.rtf.be/info/economie/detail_boeing-737-max-les-ingenieurs-ont-decouvert-un-nouveau-probleme-logiciel-selon-la-faa?id=10426794)
- Boluze, L. (2021, 1 avril). *Valeur intrinsèque : définition et caractéristiques*. Capital.fr. <https://www.capital.fr/economie-politique/valeur-intrinseque-1380348>
- Bourse : Conseils boursiers, Analyse technique, Cours de bourse et CAC 40 en direct*. (s. d.). BFM Bourse. Consulté le 19 juin 2021, à l'adresse <https://www.tradingsat.com/adx-FR0010340141/actualites.html>
- Capital.fr. (2019, 26 avril). *ADP relève ses hypothèses de croissance du trafic de Paris Aéroport pour 2019*. <https://www.capital.fr/entreprises-marches/adp-releve-ses-hypotheses-de-croissance-du-traffic-de-paris-aeroport-pour-2019-1336378>
- Cargo. (2020). Paris Aéroport. <https://www.parisaeroport.fr/entreprises/cargo>
- CDG express. (2020). *Le CDG Express - Le projet qui reliera Gare de l'Est à l'aéroport Roissy CDG*. <https://cdgexpress.com/fr/>
- Comment calculer la valeur d'une entreprise ? Méthodes et outils*. (2019, 11 juillet). Wikipreneurs. <https://www.wikipreneurs.be/fr/news/articles/comment-calculer-la-valeur-dune-entreprise>

- Damodaran, A. (2021, 8 janvier). *Country Default Spreads and Risk Premiums*. Damodaran Online.  
[http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New\\_Home\\_Page/datafile/ctryprem.html](http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ctryprem.html)
- Delmond, D. (2020, 1 septembre). *Bourse : que signifie PER ?* Le Revenu.  
<https://www.lerevenu.com/bourse/bourse-que-signifie>
- Duclos, F. (2020, 30 septembre). *L'IATA encore plus pessimiste sur le trafic aérien en 2020*. Air Journal. <https://www.air-journal.fr/2020-09-30-liata-encore-plus-pessimiste-sur-le-traffic-aerien-en-2020-5222982.html>
- Durand, A. (2019, 13 juin). *Les questions que pose la privatisation des aéroports de Paris*. Le Monde.fr. [https://www.lemonde.fr/les-decodeurs/article/2019/03/13/loi-pacte-les-enjeux-de-la-privatisation-d-aeroports-de-paris-en-six-questions\\_5435432\\_4355770.html](https://www.lemonde.fr/les-decodeurs/article/2019/03/13/loi-pacte-les-enjeux-de-la-privatisation-d-aeroports-de-paris-en-six-questions_5435432_4355770.html)
- Eurocontrol. (2021a). *COVID19 Impact on european aviation*.  
<https://www.eurocontrol.int/sites/default/files/2021-04/covid19-eurocontrol-comprehensive-air-traffic-assessment-01042021.pdf>
- Eurocontrol. (2021b, mai). *EUROCONTROL Forecast Update 2021–2024 European Flight Movements and Service Units Three Scenarios for Recovery from COVID-19*.  
<https://www.eurocontrol.int/sites/default/files/2021-05/eurocontrol-four-year-forecast-2021-2024-full-report.pdf>
- EUROCONTROL Five-Year Forecast 2020–2024*. (2020, 4 novembre). EUROCONTROL.  
<https://www.eurocontrol.int/publication/eurocontrol-five-year-forecast-2020-2024>
- European Central Bank. (2021, 8 juillet). *Real GDP growth forecasts*.  
[https://www.ecb.europa.eu/stats/ecb\\_surveys/survey\\_of\\_professional\\_forecasters/html/table\\_hist\\_rgdp.en.html](https://www.ecb.europa.eu/stats/ecb_surveys/survey_of_professional_forecasters/html/table_hist_rgdp.en.html)

*FLUGHAFEN WIEN AKTIENGESELLSCHAFT* : *Cours Action Bourse*. (s. d.). Zonebourse.

Consulté le 10 juillet 2021, à l'adresse

<https://www.zonebourse.com/cours/action/FLUGHAFEN-WIEN-AKTIENGESE-28742137/>

Flughafen Zuerich AG. (s. d.). *The Company - Flughafen Zuerich AG*. Flughafen Zurich.

Consulté le 10 juillet 2021, à l'adresse <https://www.flughafen-zuerich.ch/en/company>

*FLUGHAFEN ZÜRICH AG* : *Cours Action Bourse*. (s. d.). Zonebourse. Consulté le 10 juillet

2021, à l'adresse <https://www.zonebourse.com/cours/action/FLUGHAFEN-ZURICH-AG-27471610/>

*France 30-Year Bond Historical Data*. (s. d.). Investing.Com. Consulté le 6 juillet 2021, à

l'adresse <https://www.investing.com/rates-bonds/france-30-year-bond-yield-historical-data>

*FRAPORT AG* : *Cours Action Bourse*. (s. d.). Zonebourse. Consulté le 10 juillet 2021, à

l'adresse [https://www.zonebourse.com/cours/action/FRAPORT-AG-450725/?type\\_recherche=rapide&mots=fraport](https://www.zonebourse.com/cours/action/FRAPORT-AG-450725/?type_recherche=rapide&mots=fraport)

*Free cash flow*. (2020, 20 mai). Café de la Bourse : analyses et conseils pour investir.

<https://www.cafedelabourse.com/lexique/definition/free-cash-flow>

GROUPE ADP. (2019). *CONTRAT DE RÉGULATION ÉCONOMIQUE DOSSIER PUBLIC*

*DE CONSULTATION 2021–2025*. [https://www.parisaeroport.fr/docs/default-source/groupe-fichiers/finance/relations-investisseurs/r%C3%A9gulation/2021-2025/dossier-public-de-consultation.pdf?sfvrsn=ed8efbbd\\_4](https://www.parisaeroport.fr/docs/default-source/groupe-fichiers/finance/relations-investisseurs/r%C3%A9gulation/2021-2025/dossier-public-de-consultation.pdf?sfvrsn=ed8efbbd_4)

Groupe ADP. (2019). *POLITIQUE INDUSTRIELLE 2021–2025 À PARIS*.

[https://www.parisaeroport.fr/docs/default-source/groupe-fichiers/finance/relations-investisseurs/journ%C3%A9es-investisseurs/2019/fr-groupe\\_adp\\_investor\\_day\\_politique\\_industrielle.pdf?sfvrsn=26edfbbd\\_2](https://www.parisaeroport.fr/docs/default-source/groupe-fichiers/finance/relations-investisseurs/journ%C3%A9es-investisseurs/2019/fr-groupe_adp_investor_day_politique_industrielle.pdf?sfvrsn=26edfbbd_2)

Groupe ADP. (2020, février). *ADP-communique-de-presse-des-resultats-annuels-2019*.

[https://www.parisaeroport.fr/docs/default-source/groupe-fichiers/finance/relations-investisseurs/information-financi%C3%A8re/r%C3%A9sultats-et-chiffre-d'affaires/2019/adp-communique-de-presse-des-resultats-annuels-2019.pdf?sfvrsn=9dd0c7bd\\_2](https://www.parisaeroport.fr/docs/default-source/groupe-fichiers/finance/relations-investisseurs/information-financi%C3%A8re/r%C3%A9sultats-et-chiffre-d'affaires/2019/adp-communique-de-presse-des-resultats-annuels-2019.pdf?sfvrsn=9dd0c7bd_2)

GROUPE ADP. (2020, 26 mai). *Résiliation du Contrat de Régulation Économique (CRE)*

*2016–2020 et caducité du dossier public de consultation pour le projet de CRE 2021–2025* [Communiqué de presse]. [https://www.parisaeroport.fr/docs/default-source/groupe-fichiers/finance/information-r%C3%A9glement%C3%A9-amf/communiqu%C3%A9s-information-permanente/2020/a%C3%A9roports-de-paris-sa---r%C3%A9siliation-du-cre-2016-2020-et-caducit%C3%A9-du-dossier-public-de-consultation-pour-le-projet-de-cre-2021-2025.pdf?sfvrsn=4156cbbd\\_0](https://www.parisaeroport.fr/docs/default-source/groupe-fichiers/finance/information-r%C3%A9glement%C3%A9-amf/communiqu%C3%A9s-information-permanente/2020/a%C3%A9roports-de-paris-sa---r%C3%A9siliation-du-cre-2016-2020-et-caducit%C3%A9-du-dossier-public-de-consultation-pour-le-projet-de-cre-2021-2025.pdf?sfvrsn=4156cbbd_0)

GRZYBOWSKI, S. (2017). *Real Estate Strategy in Paris : From Land Planning to*

*Investment*. [http://tourtaiwan.or.kr/WAC2017/S5\\_3\\_Serge%20GRZYBOWSKI.pdf](http://tourtaiwan.or.kr/WAC2017/S5_3_Serge%20GRZYBOWSKI.pdf)

*Immobilier*. (2020). Groupe ADP - Paris Aéroport.

<https://www.parisaeroport.fr/entreprises/immobilier>

Ingrand, C. (2020, 21 septembre). *Cloué au sol six mois de pandémie, quel avenir pour le*

*secteur aérien ?* LCI. <https://www.lci.fr/international/coronavirus-cloue-au-sol-six-mois-de-pandemie-quel-avenir-pour-le-secteur-aerien-constructeurs-compagnies-2165169.html>

International Monetary Fund. (2021). *Real GDP growth*.

[https://www.imf.org/external/datamapper/NGDP\\_RPCH@WEO/OEMDC/ADVEC/WEOWORLD](https://www.imf.org/external/datamapper/NGDP_RPCH@WEO/OEMDC/ADVEC/WEOWORLD)

Lagardère - *Communiqués de presse*. (2014, 25 septembre). Lagardère.

<https://www.lagardere.com/centre-presse/communiqués-de-presse/communiqués-de-presse-122.html&idpress=6632>

Morlon, F. (2021, 29 mai). *Pas de retour à la normale pour le trafic aérien en Europe avant*

2025. Aerobuzz. [https://www.aerobuzz.fr/transport-aerien/pas-de-retour-a-la-normal-pour-le-traffic-aerien-en-europe-avant-](https://www.aerobuzz.fr/transport-aerien/pas-de-retour-a-la-normal-pour-le-traffic-aerien-en-europe-avant-2025/#:%7E:text=En%20novembre%202020%2C%20Eurocontrol%20avait,atteint%20en%202019%20pour%202026.&text=Toutefois%2C%20Eurocontrol%20note%20une%20hausse,timide%20tendance%20%C3%A0%20la%20reprise.)

[2025/#:%7E:text=En%20novembre%202020%2C%20Eurocontrol%20avait,atteint%20en%202019%20pour%202026.&text=Toutefois%2C%20Eurocontrol%20note%20une%20hausse,timide%20tendance%20%C3%A0%20la%20reprise.](https://www.aerobuzz.fr/transport-aerien/pas-de-retour-a-la-normal-pour-le-traffic-aerien-en-europe-avant-2025/#:%7E:text=En%20novembre%202020%2C%20Eurocontrol%20avait,atteint%20en%202019%20pour%202026.&text=Toutefois%2C%20Eurocontrol%20note%20une%20hausse,timide%20tendance%20%C3%A0%20la%20reprise.)

*New EUROCONTROL Four-Year Forecast finds air traffic not expected to reach 2019 levels until 2024 at earliest*. (2021, 21 mai). EUROCONTROL.

<https://www.eurocontrol.int/press-release/new-eurocontrol-four-year-forecast-finds-air-traffic-not-expected-reach-2019-levels>

OCDE. (s. d.). *PIB et dépenses - Prévisions du PIB réel à long terme - OCDE Data*. Consulté

le 22 juillet 2021, à l'adresse <https://data.oecd.org/fr/gdp/previsions-du-pib-reel-a-long-terme.htm#indicator-chart>

*Paris-Charles de Gaulle*. (2020). *Notre Réseau en France - Groupe ADP - Paris Aéroport*.

<https://www.parisaeroport.fr/groupe/groupe-et-strategie/notre-strategie/essentiel/plateformes/paris-charles-de-gaulle>

Rachel -, J. (2020, 14 juillet). *Quelles sont les techniques de valorisation d'une entreprise ?*

ActuFinance.fr. <https://actufinance.fr/fusions-acquisitions/techniques-valorisation.html>

Rohrbeck, R. (2020, 2 décembre). *Le transport aérien ne sera plus jamais le même. . . . The*

*Conversation*. <https://theconversation.com/le-transport-aerien-ne-sera-plus-jamais-le-meme-151150>

- Roy, J. (2004, 1 avril). *Transport aérien : Risques, turbulences et métamorphoses*. OpenEdition Journal.  
<https://journals.openedition.org/teoros/3128?lang=fr#:~:text=Du%2011%20septembre%20au%204,et%20de%2010%20%25%20en%20Europe.&text=Il%20s'ensuivit%20une%20vague,qui%20a%20suivi%20les%20attentats.>
- Schwab, P. (2020, 12 novembre). *Covid-19 : 7 impacts concrets sur le futur du secteur aérien*. Conseils en marketing. <https://www.intotheminds.com/blog/covid-19-7-impacts-concrets-sur-le-futur-du-secteur-aerien/>
- Sek, S. (2018, 12 novembre). *VE/EBITDA : Un ratio financier pour valoriser une action autrement*. Upside Bourse. <https://www.upsidebourse.com/ve-ebitda-valoriser-action/>
- Tellier, M. (2020, 29 novembre). *Covid-19 et aérien : une crise sans précédent qui laissera des traces*. France Culture. <https://www.franceculture.fr/economie/covid19-et-aerien-une-crise-sans-precedent-qui-laissera-des-traces>
- Tournier, J. B., & Tournier, J. C. (2007). *Evaluation D'Entreprise. Que Vaut Une Entreprise ?* (4<sup>e</sup> éd.). Editions Eyrolles.
- Transports en commun*. (2020). Groupe ADP - Paris Aéroport.  
<https://www.parisaeroport.fr/passagers/acces/paris-charles-de-gaulle/transports-en-commun>
- VE/EBIT : définition, formule et interprétation*. (2021, 5 mai). MasterBourse.  
<https://masterbourse.fr/articles/ve-ebit-formule-et-interpretation/>
- Wikipedia contributors. (2020a, septembre 15). *Fraport*. Wikipédia.  
<https://fr.wikipedia.org/wiki/Fraport>
- Wikipedia contributors. (2020b, septembre 16). *Répercussions de l'éruption de l'Eyjafjöll en 2010 sur le trafic aérien*. Wikipédia.  
[https://fr.wikipedia.org/wiki/R%C3%A9percussions\\_de\\_l%27%C3%A9ruption\\_de\\_l%27Eyjafjöll\\_en\\_2010\\_sur\\_le\\_trafic\\_aérien](https://fr.wikipedia.org/wiki/R%C3%A9percussions_de_l%27%C3%A9ruption_de_l%27Eyjafjöll_en_2010_sur_le_trafic_aérien)

[afj%C3%B6ll en 2010 sur le trafic a%C3%A9rien#:~:text=En%20effet%2C%20la%20fum%C3%A9e%20issue,tomb%C3%A9s%20en%20panne%20\(Vol%209](#)

Wikipedia contributors. (2020c, octobre 25). *Groupe ADP*. Wikipédia.

[https://fr.wikipedia.org/wiki/Groupe\\_ADP#Historique](https://fr.wikipedia.org/wiki/Groupe_ADP#Historique)

Wikipedia contributors. (2020d, novembre 18). *ENAIRE*. Wikipédia.

<https://fr.wikipedia.org/wiki/ENAIRE>

Wikipedia contributors. (2020e, novembre 27). *Grand Paris Express*. Wikipédia.

[https://fr.wikipedia.org/wiki/Grand\\_Paris\\_Express#Objectifs](https://fr.wikipedia.org/wiki/Grand_Paris_Express#Objectifs)

Wikipedia contributors. (2021, 28 juin). *Aéroport de Vienne-Schwechat*. Wikipédia.

[https://fr.wikipedia.org/wiki/A%C3%A9roport\\_de\\_Vienne-Schwechat](https://fr.wikipedia.org/wiki/A%C3%A9roport_de_Vienne-Schwechat)

## 9. Annexes

### Annexe 1 : Compte de résultat du scénario « La normalité »

	Pourcentage de 2019						
	-56%	50%	72%	84%	95%	104%	
Nombre de passagers du groupe	96.300.000	109.000.000	156.960.000	183.120.000	207.100.000	226.720.000	Mediane 2016-2020
ADP	31-12-2020	31-12-2021	31-12-2022	31-12-2023	31-12-2024	31-12-2025	
EUR	12R	12E	12E	12E	12E	12E	
<b>Produits d'exploitation</b>	<b>2.129.000.000</b>	<b>2.441.788.434</b>	<b>3.516.175.345</b>	<b>4.102.204.569</b>	<b>4.850.279.753</b>	<b>5.540.639.938</b>	
Chiffre d'affaires	2.137.000.000	2.398.000.000	3.453.120.000	4.028.640.000	4.763.300.000	5.441.280.000	
<i>croissance annuelle (%)</i>	-54,53%	12,21%	44,00%	16,67%	18,24%	14,23%	
<i>CA/passager</i>	22	22	22	22	23	24	
Dotations aux provisions et dépréciations de créances	-58.000.000	662.980	954.692	1.113.807	1.316.920	1.504.363	
Autres produits opérationnels courants	50.000.000	43.125.454	62.100.653	72.450.762	85.662.833	97.855.575	0,03%
Achats consommés	263.000.000	280.215.918	403.510.922	470.762.742	556.610.710	635.835.392	1,80%
<i>Achats de marchandises</i>	170.000.000	186.484.144	268.537.168	313.293.362	370.425.323	423.149.476	67%
<i>Electricité</i>	34.000.000	29.698.666	42.766.080	49.893.760	58.992.351	67.388.974	11%
<i>Ingénierie sous-traitée et autres achats d'études</i>	7.000.000	7.501.247	10.801.795	12.602.094	14.900.203	17.021.010	3%
<i>Gaz et autres combustibles</i>	11.000.000	10.171.043	14.646.302	17.087.352	20.203.390	23.079.021	4%
<i>Fournitures d'exploitation</i>	8.000.000	7.495.100	10.792.943	12.591.767	14.887.993	17.007.062	3%
<i>Produits hivernaux</i>	3.000.000	3.484.258	5.017.332	5.853.554	6.921.004	7.906.099	1%
<i>Achats de matériels, équipements et travaux</i>	27.000.000	27.855.626	40.112.101	46.797.452	55.331.402	63.206.948	10%
<i>Autres achats</i>	3.000.000	7.525.834	10.837.201	12.643.401	14.949.043	17.076.802	3%
<b>Marge Brute</b>	<b>1.866.000.000</b>	<b>2.161.572.516</b>	<b>3.112.664.423</b>	<b>3.631.441.827</b>	<b>4.293.669.043</b>	<b>4.904.804.545</b>	
Charges de personnel	732.000.000	747.225.147	969.189.593	1.006.104.136	1.042.234.454	1.022.266.009	24,34%
Autres charges opérationnelles courantes	681.000.000	586.744.681	844.912.340	985.731.064	1.165.488.298	1.331.377.021	24,47%
Impôts, taxes et versements assimilés	245.000.000	172.374.896	248.219.851	289.589.826	342.399.226	391.134.310	7,19%
Autres	40.000.000	35.204.681	50.694.740	59.143.864	69.929.298	79.882.621	1,47%
<b>EBITDA</b>	<b>168.000.000</b>	<b>620.023.111</b>	<b>999.647.899</b>	<b>1.290.872.937</b>	<b>1.673.617.767</b>	<b>2.080.144.584</b>	
Amortissements	1.071.000.000	828.000.000	858.000.000	888.000.000	936.000.000	998.500.000	
Quote-part de résultat des entreprises mises en équiva	-220.000.000	-190.210.800	-189.227.664	-121.977.072	-26.225.130	93.600.000	
<i>Quote-part/passager</i>	-2,28	-1,75	-1,21	-0,67	-0,13	0,41	
Autres produits et charges opérationnels	-251.000.000	-228.581.412	-249.207.925	-197.468.386	-117.838.671	-13.520.000	
<i>Autres/passager</i>	-2,61	-2,10	-1,59	-1,08	-0,57	-0,06	
<b>Bénéfice d'exploitation (EBIT)</b>	<b>-1.374.000.000</b>	<b>-626.769.101</b>	<b>-296.787.690</b>	<b>83.427.479</b>	<b>593.553.966</b>	<b>1.161.724.584</b>	
<b>Résultat financier</b>	<b>-390.000.000</b>	<b>-371.126.522</b>	<b>-438.654.022</b>	<b>-400.033.495</b>	<b>-340.878.876</b>	<b>-238.490.145</b>	
<b>Quote-part de résultat des entreprises mises en équivalence non opérationnelles</b>							
<b>Bénéfice courant avant impôt</b>	<b>-1.764.000.000</b>	<b>-997.895.622</b>	<b>-735.441.712</b>	<b>-316.606.016</b>	<b>252.675.090</b>	<b>923.234.439</b>	
Impôts sur le résultat	-255.000.000	-144.253.619	-106.313.853	-45.767.876	63.168.773	230.808.610	
Résultat net des activités non poursuivies	-7.000.000	0	0	0	0	0	
<b>Bénéfice de l'ex. (avt affect.)</b>	<b>-1.516.000.000</b>	<b>-853.642.004</b>	<b>-629.127.859</b>	<b>-270.838.140</b>	<b>189.506.318</b>	<b>692.425.829</b>	
<i>marge</i>	-70,9%	-35,6%	-18,2%	-6,7%	4,0%	12,7%	
	14,5%	14,5%	14,5%	14,5%	25,0%	25,0%	

## Annexe 2 : Compte de résultat du scénario « Short squeeze »

	Pourcentage de 2019							
	-56%	65%	85%	103%	109%	115%		
Nombre de passagers du groupe	96.300.000	141.700.000	185.300.000	224.540.000	237.620.000	250.700.000		
ADP	31-12-2020	31-12-2021	31-12-2022	31-12-2023	31-12-2024	31-12-2025	Mediane 2016-2020	
EUR	12R	12E	12E	12E	12E	12E		
<b>Produits d'exploitation</b>	<b>2.129.000.000</b>	<b>3.174.324.964</b>	<b>4.339.723.990</b>	<b>5.487.364.554</b>	<b>6.048.975.893</b>	<b>6.637.224.925</b>		
Chiffre d'affaires	croissance annuelle (%) -54,53%	45,88%	36,71%	26,45%	10,23%	9,72%		
	2.137.000.000	3.117.400.000	4.261.900.000	5.388.960.000	5.940.500.000	6.518.200.000		
	CA/passager 22	22	23	24	25	26		
Dotations aux provisions et dépréciations de créances	-58.000.000	861.874	1.178.297	1.489.898	1.642.383	1.802.101	0,03%	
Autres produits opérationnels courants	-2,71%	50.000.000	56.063.090	76.645.693	96.914.656	106.833.510	117.222.824	1,80%
Achats consommés	2,34%	263.000.000	364.280.694	498.020.109	629.721.591	694.171.252	761.677.814	11,69%
	12,31%	170.000.000	242.429.388	331.433.184	419.080.732	461.972.085	506.897.810	67%
	Achats de marchandises	170.000.000	242.429.388	331.433.184	419.080.732	461.972.085	506.897.810	11%
	Electricité	34.000.000	38.608.266	52.782.630	66.741.003	73.571.696	80.726.375	3%
	Ingénierie sous-traitée et autres achats d'études	7.000.000	9.751.620	13.331.761	16.857.347	18.582.633	20.389.752	4%
	Gaz et autres combustibles	11.000.000	13.222.356	18.076.717	22.857.107	25.196.447	27.646.744	3%
	Fournitures d'exploitation	8.000.000	9.743.630	13.320.836	16.843.533	18.567.406	20.373.044	1%
	Produits hivernaux	3.000.000	4.529.536	6.192.477	7.830.079	8.631.458	9.470.848	10%
	Achats de matériels, équipements et travaux	27.000.000	36.212.314	49.507.044	62.599.189	69.005.983	75.716.656	3%
	Autres achats	3.000.000	9.783.584	13.375.460	16.912.602	18.643.543	20.456.585	
<b>Marge Brute</b>	<b>1.866.000.000</b>	<b>2.810.044.271</b>	<b>3.841.703.881</b>	<b>4.857.642.963</b>	<b>5.354.804.642</b>	<b>5.875.547.111</b>		
Charges de personnel	88%	89%	89%	89%	89%	89%	89%	
	732.000.000	939.100.086	1.107.893.875	1.178.357.711	1.239.782.350	1.295.166.340	21,87%	
	34,25%	30,12%	26,00%	21,87%	20,87%	19,87%		
Autres charges opérationnelles courantes	681.000.000	762.768.085	1.042.805.319	1.318.575.319	1.453.526.596	1.594.878.723	24,47%	
	31,87%	24,47%	24,47%	24,47%	24,47%	24,47%		
Impôts, taxes et versements assimilés	245.000.000	224.087.365	306.357.202	387.373.403	427.019.630	468.546.309	7,19%	
	11%	7%	7%	7%	7%	7%		
Autres	40.000.000	45.766.085	62.568.319	79.114.519	87.211.596	95.692.723	1,47%	
	2%	1%	1%	1%	1%	1%		
<b>EBITDA</b>	<b>168.000.000</b>	<b>838.322.649</b>	<b>1.322.079.165</b>	<b>1.894.222.010</b>	<b>2.147.264.471</b>	<b>2.421.263.015</b>		
Amortissements	8%	26%	30%	35%	35%	36%		
	1.071.000.000	828.000.000	858.000.000	905.500.000	975.500.000	1.050.500.000	637,50%	
Quote-part de résultat des entreprises mises en équiva	-220.000.000	-200.934.339	-102.197.630	70.724.682	74.844.567	78.964.451		
	Quote-part/passager	-2,28	-1,42	-0,55	0,31	0,31	0,31	
Autres produits et charges opérationnels	-251.000.000	-244.110.580	-155.470.054	10.035.131	10.619.702	11.204.273		
	Autres/passager	-2,61	-1,72	-0,84	0,04	0,04	0,04	
<b>Bénéfice d'exploitation (EBIT)</b>	<b>-1.374.000.000</b>	<b>-434.722.270</b>	<b>206.411.480</b>	<b>1.069.481.824</b>	<b>1.257.228.739</b>	<b>1.460.931.740</b>		
	-65%	-14%	5%	19%	21%	22%		
<b>Résultat financier</b>	<b>-390.000.000</b>	<b>-430.706.413</b>	<b>-399.874.022</b>	<b>-266.691.689</b>	<b>-293.986.591</b>	<b>-322.576.113</b>		
	-18,25%	-13,82%	-9,38%	-4,95%	-4,95%	-4,95%	-4,95%	
<b>Quote-part de résultat des entreprises mises en équivalence non opérationnelles</b>								
<b>Bénéfice courant avant impôt</b>	<b>-1.764.000.000</b>	<b>-865.428.683</b>	<b>-193.462.542</b>	<b>802.790.134</b>	<b>963.242.148</b>	<b>1.138.355.627</b>		
Impôts sur le résultat	-255.000.000	-125.104.486	-27.966.524	200.697.534	240.810.537	284.588.907		
Résultat net des activités non poursuivies	-7.000.000	0	0	0	0	0		
	0,40%							
<b>Bénéfice de l'ex. (avt affect.)</b>	<b>-1.516.000.000</b>	<b>-740.324.196</b>	<b>-165.496.018</b>	<b>602.092.601</b>	<b>722.431.611</b>	<b>853.766.720</b>		
<b>marge</b>	<b>-70,9%</b>	<b>-23,7%</b>	<b>-3,9%</b>	<b>11,2%</b>	<b>12,2%</b>	<b>13,1%</b>		
	14,5%	14,5%	14,5%	25,0%	25,0%	25,0%		

### Annexe 3 : Compte de résultat du scénario « Long retour »

	Pourcentage de 2019						
	-56%	43%	59%	66%	74%	79%	
Nombre de passagers du groupe	96.300.000	93.740.000	128.620.000	143.880.000	161.320.000	172.220.000	
ADP	31-12-2020	31-12-2021	31-12-2022	31-12-2023	31-12-2024	31-12-2025	Mediane 2016-2020
EUR	12R	12E	12E	12E	12E	12E	
<b>Produits d'exploitation</b>	<b>2.129.000.000</b>	<b>2.099.938.053</b>	<b>2.881.310.352</b>	<b>3.223.160.733</b>	<b>3.613.846.882</b>	<b>3.858.025.726</b>	
croissance annuelle (%)	-54,53%	-3,50%	37,21%	11,86%	12,12%	6,76%	
Chiffre d'affaires	2.137.000.000	2.062.280.000	2.829.640.000	3.165.360.000	3.549.040.000	3.788.840.000	
CA/passager	22	22	22	22	22	22	
Dotations aux provisions et dépréciations de créances	-58.000.000	570.163	782.317	875.134	981.211	1.047.509	0,03%
Autres produits opérationnels courants	50.000.000	37.087.890	50.888.035	56.925.599	63.825.671	68.138.217	1,80%
Achats consommés	263.000.000	240.985.690	330.654.783	369.885.012	414.719.559	442.741.151	11,69%
Achats de marchandises	170.000.000	160.376.364	220.051.290	246.159.070	275.996.534	294.644.948	67%
Electricité	34.000.000	25.540.853	35.044.426	39.202.240	43.954.026	46.923.893	11%
Ingénierie sous-traitée et autres achats d'études	7.000.000	6.451.072	8.851.471	9.901.645	11.101.845	11.851.970	3%
Gaz et autres combustibles	11.000.000	8.747.097	12.001.831	13.425.777	15.053.143	16.070.248	4%
Fournitures d'exploitation	8.000.000	6.445.786	8.844.218	9.893.532	11.092.747	11.842.257	3%
Produits hivernaux	3.000.000	2.996.462	4.111.425	4.599.221	5.156.702	5.505.128	1%
Achats de matériels, équipements et travaux	27.000.000	23.955.838	32.869.639	36.769.426	41.226.326	44.011.889	10%
Autres achats	3.000.000	6.472.217	8.880.484	9.934.101	11.138.234	11.890.818	3%
<b>Marge Brute</b>	<b>1.866.000.000</b>	<b>1.858.952.364</b>	<b>2.550.655.569</b>	<b>2.853.275.721</b>	<b>3.199.127.324</b>	<b>3.415.284.575</b>	
Charges de personnel	732.000.000	670.965.655	872.000.268	921.061.593	971.715.594	972.261.290	88%
Autres charges opérationnelles courantes	681.000.000	504.600.426	692.358.723	774.502.979	868.382.128	927.056.596	34,25%
Impôts, taxes et versements assimilés	245.000.000	148.242.411	203.402.378	227.534.863	255.114.847	272.352.336	31,87%
Autres	40.000.000	30.276.026	41.541.523	46.470.179	52.102.928	55.623.396	11%
EBITDA	168.000.000	504.867.847	741.352.676	883.706.107	1.051.811.827	1.187.990.957	7%
Amortissements	1.071.000.000	828.000.000	858.000.000	888.000.000	918.000.000	948.000.000	2%
Quote-part de résultat des entreprises mises en équiva	-220.000.000	-175.641.431	-188.156.834	-151.371.880	-103.446.655	-39.685.035	637,50%
Quote-part/passager	-2,28	-1,87	-1,46	-1,05	-0,64	-0,23	
Autres produits et charges opérationnels	-251.000.000	-207.385.572	-233.864.509	-204.909.553	-166.172.563	-109.530.351	
Autres/passager	-2,61	-2,21	-1,82	-1,42	-1,03	-0,64	
<b>Bénéfice d'exploitation (EBIT)</b>	<b>-1.374.000.000</b>	<b>-706.159.155</b>	<b>-538.668.667</b>	<b>-360.575.326</b>	<b>-135.807.390</b>	<b>90.775.571</b>	
<b>Résultat financier</b>	<b>-390.000.000</b>	<b>-342.297.333</b>	<b>-422.921.574</b>	<b>-420.810.816</b>	<b>-413.192.368</b>	<b>-378.523.747</b>	
<b>Quote-part de résultat des entreprises mises en équivalence non opérationnelles</b>	<b>-1.764.000.000</b>	<b>-1.048.456.488</b>	<b>-961.590.241</b>	<b>-781.386.142</b>	<b>-548.999.758</b>	<b>-287.748.176</b>	
Bénéfice courant avant impôt	-255.000.000	-151.562.588	-139.005.392	-112.955.480	-79.362.210	-41.596.250	-65%
Impôts sur le résultat	-7.000.000	0	0	0	0	0	-18,25%
Résultat net des activités non poursuivies	-1.516.000.000	-896.893.900	-822.584.849	-668.430.663	-469.637.548	-246.151.926	-16,60%
Bénéfice de l'ex. (avt affect.)	-1.516.000.000	-896.893.900	-822.584.849	-668.430.663	-469.637.548	-246.151.926	-14,95%
marge	-70,9%	-43,5%	-29,1%	-21,1%	-13,2%	-6,5%	-13,29%
	14,5%	14,5%	14,5%	14,5%	14,5%	14,5%	-11,64%
							-9,99%

### Annexe 4 : FCF du scénario « La normalité »

ADP	31-12-2020	31-12-2021	31-12-2022	31-12-2023	31-12-2024	31-12-2025
EUR	12R	12E	12E	12E	12E	12E
EBIT	-1.374.000.000	-626.769.101	-296.787.690	83.427.479	593.553.966	1.161.724.584
TAXES	-10.000.000	-144.253.619	-106.313.853	-45.767.876	63.168.773	230.808.610
AMORTISSEMENTS, REDUCTIONS DE VALEUR ET PROVISIO	1.013.000.000	828.662.980	858.954.692	889.113.807	937.316.920	1.000.004.363
DEPENSES D'INVESTISSEMENT	848.000.000	600.000.000	600.000.000	960.000.000	1.250.000.000	1.320.000.000
FONDS DE ROULEMENT						
CHANGEMENT DE FOND DE ROULEMENT	114.000.000	0	0	0	0	0
<b>FCF</b>	<b>-1.085.000.000</b>	<b>-253.852.501</b>	<b>68.480.855</b>	<b>58.309.163</b>	<b>217.702.114</b>	<b>610.920.337</b>

## Annexe 5 : FCF du scénario « Short squeeze »

ADP EUR	31-12-2020 12R	31-12-2021 12E	31-12-2022 12E	31-12-2023 12E	31-12-2024 12E	31-12-2025 12E
EBIT	-1.374.000.000	-434.722.270	206.411.480	1.069.481.824	1.257.228.739	1.460.931.740
TAXES	-10.000.000	-125.104.486	-27.966.524	200.697.534	240.810.537	284.588.907
AMORTISSEMENTS, REDUCTIONS DE VALEUR ET PROVISIO DEPENSES D'INVESTISSEMENT	1.013.000.000 848.000.000	828.861.874 600.000.000	859.178.297 950.000.000	906.989.898 1.400.000.000	977.142.383 1.500.000.000	1.052.302.101 1.600.000.000
FONDS DE ROULEMENT CHANGEMENT DE FOND DE ROULEMENT	114.000.000	0	0	0	0	0
<b>FCF</b>	<b>-1.085.000.000</b>	<b>-80.755.909</b>	<b>143.556.301</b>	<b>375.774.188</b>	<b>493.560.586</b>	<b>628.644.934</b>

## Annexe 6 : FCF du scénario « Long retour »

ADP EUR	31-12-2020 12R	31-12-2021 12E	31-12-2022 12E	31-12-2023 12E	31-12-2024 12E	31-12-2025 12E
EBIT	-1.374.000.000	-706.159.155	-538.668.667	-360.575.326	-135.807.390	90.775.571
TAXES	-10.000.000	-151.562.588	-139.005.392	-112.955.480	-79.362.210	-41.596.250
AMORTISSEMENTS, REDUCTIONS DE VALEUR ET PROVISIO DEPENSES D'INVESTISSEMENT	1.013.000.000 848.000.000	828.570.163 600.000.000	858.782.317 600.000.000	888.875.134 600.000.000	918.981.211 600.000.000	949.047.509 600.000.000
FONDS DE ROULEMENT CHANGEMENT DE FOND DE ROULEMENT	114.000.000	0	0	0	0	0
<b>FCF</b>	<b>-1.085.000.000</b>	<b>-326.026.405</b>	<b>-140.880.958</b>	<b>41.255.288</b>	<b>262.536.031</b>	<b>481.419.330</b>

## Annexe 7 : Calcul du WACC

### Calcul du WACC

Taux sans risque (05/07/21)	0,92
Beta	1,22
Prime de risque par action	5,2
<b>Cout du capital</b>	<b>7,26</b>

<b>Cout de la dette</b>	<b>4,03%</b>
-------------------------	--------------

<b>Taux d'imposition</b>	<b>28,00%</b>
--------------------------	---------------

Prix de l'action (05/07/21)	113,65
Nombre d'actions	98.960.602
<b>Valeur de marché du capital</b>	<b>11.246.872.417,30</b>

Emprunts à court terme	1.598.000.000
Emprunts à long terme	9.370.000.000
Trésorerie	3.463.000.000
<b>Dettes nettes</b>	<b>7.505.000.000</b>

<b>Capital + dette</b>	<b>18.751.872.417,30</b>
------------------------	--------------------------

<b>WACC</b>	<b>4,37</b>
-------------	-------------

	2016	2017	2018	2019	2020
Dettes LT + CT	4.552.000.000	6.033.000.000	7.197.000.000	7.567.000.000	11.090.000.000
Charges financières	141.000.000	226.000.000	303.000.000	305.000.000	581.000.000
Cout de la dette	3,10%	3,75%	4,21%	4,03%	5,24%

## Annexe 8 : Discounted Cash-Flow

### Scénario "La Normalité"

FCF 2025	610.920.337
WACC	4,37%
Taux de croissance infini	2,13%
<b>Valeur terminal</b>	<b>27.854.149.106</b>

	31-12-21	31-12-22	31-12-23	31-12-24	31-12-25	Valeur terminal
n	1	2	3	4	5	5
FCF	-253.852.501	68.480.855	58.309.163	217.702.114	610.920.337	27.854.149.106
(1+WACC)^n	1,0437	1,0893	1,1369	1,1866	1,2384	1,2384
<b>DCFn</b>	<b>-243.223.629</b>	<b>62.866.286</b>	<b>51.287.290</b>	<b>183.467.825</b>	<b>493.294.377</b>	<b>22.491.140.509</b>

<b>Valeur actualisée de l'entreprise</b>	<b>23.038.832.659</b>
Dettes nettes 2020	7.505.000.000
Nombre d'actions	98.960.602
<b>Share value</b>	<b>157</b>

### Scénario "Short Squeeze"

FCF 2025	628.644.934
WACC	4,37%
Taux de croissance infini	2,38%
<b>Valeur terminal</b>	<b>32.342.044.394</b>

	31-12-21	31-12-22	31-12-23	31-12-24	31-12-25	Valeur terminal
n	1	2	3	4	5	5
FCF	-80.755.909	143.556.301	375.774.188	493.560.586	628.644.934	32.342.044.394
(1+WACC)^n	1,0437	1,0893	1,1369	1,1866	1,2384	1,2384
<b>DCFn</b>	<b>-77.374.638</b>	<b>131.786.490</b>	<b>330.521.636</b>	<b>415.946.752</b>	<b>507.606.299</b>	<b>26.114.941.155</b>

<b>Valeur actualisée de l'entreprise</b>	<b>27.423.427.695</b>
Dettes nettes 2020	7.505.000.000
Nombre d'actions	98.960.602
<b>Share value</b>	<b>201</b>

### Scénario "Long retour"

FCF 2025	481.419.330
WACC	4,37%
Taux de croissance infini	1,88%
<b>Valeur terminal</b>	<b>19.697.590.904</b>

	31-12-21	31-12-22	31-12-23	31-12-24	31-12-25	Valeur terminal
n	1	2	3	4	5	5
FCF	-326.026.405	-140.880.958	41.255.288	262.536.031	481.419.330	19.697.590.904
(1+WACC)^n	1,0437	1,0893	1,1369	1,1866	1,2384	1,2384
<b>DCFn</b>	<b>-312.375.591</b>	<b>-129.330.492</b>	<b>36.287.126</b>	<b>221.251.478</b>	<b>388.727.358</b>	<b>15.905.037.452</b>

<b>Valeur actualisée de l'entreprise</b>	<b>16.109.597.331</b>
Dettes nettes 2020	7.505.000.000
Nombre d'actions	98.960.602
<b>Share value</b>	<b>87</b>

<b>Moyenne share value</b>	<b>148</b>
----------------------------	------------

## Annexe 9 : Méthode des comparables

	Groupe ADP					Mediane
	2016	2017	2018	2019	2020	
Chiffre d'affaire	3.002.000.000	3.710.000.000	4.118.000.000	4.757.000.000	2.129.000.000	
EBITDA	1.195.000.000	1.567.000.000	1.680.000.000	1.772.000.000	168.000.000	
EBIT	696.000.000	1.052.000.000	1.121.000.000	1.081.000.000	-1.374.000.000	
Bénéfice de l'exercice	438.000.000	614.000.000	695.000.000	637.000.000	-1.516.000.000	
Dettes nettes	4.535.000.000	6.800.000.000	8.072.000.000	8.638.000.000	7.505.000.000	
Nombre d'actions	98.960.602	98.960.602	98.960.602	98.960.602	98.960.602	
Prix de l'action (28/02)	107	166,00	170,60	133,80	105,20	
Résultat par action	4	6	7	6	-15	
Capitalisation boursière	10.588.784.414	16.427.459.932	16.882.678.701	13.240.928.548	10.410.655.330	
valeur d'entreprise	15.123.784.414	23.227.459.932	24.954.678.701	21.878.928.548	17.915.655.330	
PER	24	27	24	21	-7	24
VE/EBITDA	13	15	15	12	107	15
VE/EBIT	22	22	22	20	-13	22
VE/CA	5	6	6	5	8	6

	Flughafen Zurich					Mediane
	2016	2017	2018	2019	2020	
Chiffre d'affaire	1.013.000.000	1.037.000.000	1.153.000.000	1.210.000.000	624.000.000	
EBITDA	817.000.000	858.000.000	801.000.000	878.000.000	439.000.000	
EBIT	337.000.000	340.000.000	327.000.000	403.000.000	-57.000.000	
Bénéfice de l'exercice	248.000.000	285.000.000	238.000.000	309.000.000	-69.000.000	
Dettes nettes	404.000.000	441.000.000	547.000.000	888.000.000	1.178.000.000	
Nombre d'actions	30.697.800	30.697.800	30.697.800	30.697.800	30.697.800	
Prix de l'action (28/02)	107	225,20	177,80	145,60	160,60	
Résultat par action	9	8	8	10	-2	
Capitalisation boursière	3.284.664.600	6.913.144.560	5.458.068.840	4.469.599.680	4.930.066.680	
valeur d'entreprise	3.688.664.600	7.354.144.560	6.005.068.840	5.357.599.680	6.108.066.680	
PER	12	29	23	14	-71	14
VE/EBITDA	5	9	7	6	14	7
VE/EBIT	11	22	18	13	-107	13
VE/CA	4	7	5	4	10	5

	Fraport					Mediane
	2016	2017	2018	2019	2020	
Chiffre d'affaire	2.586.000.000	2.935.000.000	3.478.000.000	3.706.000.000	1.677.000.000	
EBITDA	942.000.000	866.000.000	1.069.000.000	1.065.000.000	-476.000.000	
EBIT	660.000.000	648.000.000	709.000.000	718.000.000	-751.000.000	
Bénéfice de l'exercice	375.000.000	330.000.000	474.000.000	421.000.000	-658.000.000	
Dettes nettes	2.501.000.000	3.326.000.000	3.299.000.000	3.958.000.000	5.800.000.000	
Nombre d'actions	92.391.300	92.391.300	92.391.300	92.391.300	92.391.300	
Prix de l'action (28/02)	59,11	84,14	70,62	56,94	52,30	
Résultat par action	4	4	5	5	-7	
Capitalisation boursière	5.461.249.743	7.773.803.982	6.524.673.606	5.260.760.622	4.832.064.990	
valeur d'entreprise	7.962.249.743	11.099.803.982	9.823.673.606	9.218.760.622	10.632.064.990	
PER	15	24	14	12	-7	14
VE/EBITDA	8	13	9	9	-22	9
VE/EBIT	12	17	14	13	-14	13
VE/CA	3	4	3	2	6	3

	Aena					Mediane
	2016	2017	2018	2019	2020	
Chiffre d'affaire	3.710.000.000	3.961.000.000	4.201.000.000	4.444.000.000	2.181.000.000	
EBITDA	3.285.000.000	3.281.000.000	3.430.000.000	3.533.000.000	1.465.000.000	
EBIT	1.483.000.000	1.720.000.000	1.910.000.000	2.013.000.000	104.000.000	
Bénéfice de l'exercice	1.164.000.000	1.232.000.000	1.328.000.000	1.442.000.000	-127.000.000	
Dette nette	7.164.000.000	7.164.000.000	7.164.000.000	7.164.000.000	7.164.000.000	
Nombre d'actions	150.000.000	150.000.000	150.000.000	150.000.000	150.000.000	
Prix de l'action (28/02)	135,00	167,65	156,90	145,00	140,90	
Résultat par action	8	8	9	10	-1	
Capitalisation boursière	20.250.000.000	25.147.500.000	23.535.000.000	21.750.000.000	21.135.000.000	
valeur d'entreprise	27.414.000.000	32.311.500.000	30.699.000.000	28.914.000.000	28.299.000.000	
PER	17	20	18	15	-166	17
VE/EBITDA	8	10	9	8	19	9
VE/EBIT	18	19	16	14	272	18
VE/CA	7	8	7	7	13	7

	Flughafen Wien			Mediane
	2018	2019	2020	
Chiffre d'affaire	800.000.000	858.000.000	334.000.000	
EBITDA	350.000.000	385.000.000	54.100.000	
EBIT	221.000.000	252.000.000	-86.500.000	
Bénéfice de l'exercice	137.000.000	159.000.000	-72.800.000	
Dette nette	143.000.000	81.400.000	202.000.000	
Nombre d'actions	83.874.681	83.874.681	83.874.681	
Prix de l'action (28/02)	35,05	30,25	31,20	
Résultat par action	2	2	-1	
Capitalisation boursière	2.939.807.569	2.537.209.100	2.616.890.047	
valeur d'entreprise	3.082.807.569	2.618.609.100	2.818.890.047	
PER	21	16	-36	16
VE/EBITDA	9	7	52	9
VE/EBIT	14	10	-33	10
VE/CA	4	3	8	4

	Groupe ADP	Flughafen Zurich	Fraport	Aena	Flughafen Wien	Mediane
MEDIANE PER	24	14	14	17	16	16
MEDIANE VE/EBITDA	15	7	9	9	9	9
MEDIANE VE/EBIT	22	13	13	18	10	13
MEDIANE VE/CA	6	5	3	7	4	5

VE/EBITDA "La normalité"	
EBITDA Groupe ADP 20	2.080.144.584
VE/EBITDA median	9
Valeur terminale	18.321.958.479,61

	31-12-21	31-12-22	31-12-23	31-12-24	31-12-25	Valeur terminal
n	1	2	3	4	5	5
EBITDA	620.023.111	999.647.899	1.290.872.937	1.673.617.767	2.080.144.584	18.321.958.480
(1+WACC)^n	1,0437	1,0893	1,1369	1,1866	1,2384	1,2384
DCFn	594.062.576	917.689.348	1.135.419.754	1.410.436.518	1.679.635.732	14.794.267.849

Valeur actualisée de l'€	20.531.511.776
Dettes nettes 2020	7.505.000.000
Nombre d'actions	98.960.602
Share value	132

VE/EBITDA "Short squeeze"	
EBITDA Groupe ADP 20	2.421.263.015
VE/EBITDA median	9
Valeur terminale	21.326.537.001,99

	31-12-21	31-12-22	31-12-23	31-12-24	31-12-25	Valeur terminal
n	1	2	3	4	5	5
EBITDA	838.322.649	1.322.079.165	1.894.222.010	2.147.264.471	2.421.263.015	21.326.537.002
(1+WACC)^n	1,0437	1,0893	1,1369	1,1866	1,2384	1,2384
DCFn	803.221.854	1.213.685.306	1.666.110.603	1.809.600.903	1.955.075.579	17.220.347.980

Valeur actualisée de l'€	24.668.042.225
Dettes nettes 2020	7.505.000.000
Nombre d'actions	98.960.602
Share value	173

VE/EBITDA "Long retour"	
EBITDA Groupe ADP 20	1.187.990.957
VE/EBITDA median	9
Valeur terminale	10.463.850.041,67

	31-12-21	31-12-22	31-12-23	31-12-24	31-12-25	Valeur terminal
n	1	2	3	4	5	5
EBITDA	504.867.847	741.352.676	883.706.107	1.051.811.827	1.187.990.957	10.463.850.042
(1+WACC)^n	1,0437	1,0893	1,1369	1,1866	1,2384	1,2384
DCFn	483.728.894	680.571.084	777.285.929	886.411.366	959.256.427	8.449.151.351

Valeur actualisée de l'€	12.236.405.051
Dettes nettes 2020	7.505.000.000
Nombre d'actions	98.960.602
Share value	48

Moyenne share value comparables
118

Moyenne de la méthode DCF et comparables
133

**UNIVERSITÉ CATHOLIQUE DE LOUVAIN**  
**Louvain School of Management**

Place des Doyens, 1 bte L2.01.01, 1348 Louvain-la-Neuve  
Boulevard Emile Devreux 6, 6000 Charleroi, Belgique  
Chaussée de Binche 151, 7000 Mons, Belgique

[www.uclouvain.be/lsm](http://www.uclouvain.be/lsm)