

ACTIONS

Gagnantes



Whitney Tilson | Mai 2025



Comment la pénurie d'électricité aux États-Unis pourrait doubler votre patrimoine

Sommaire

- *Lorsque des ouvriers ont signalé un craquement sec dans la mine de River Slope, le directeur a immédiatement ordonné une évacuation...*
- Quand le pianiste arrive en ville
- La demande en électricité est à nouveau en hausse
- Un déficit structurel dans l'alimentation électrique
- Mise à jour du portefeuille

Comment la pénurie d'électricité aux États-Unis pourrait doubler votre patrimoine

Lorsque des ouvriers ont signalé un craquement sec dans la mine de River Slope, le directeur a immédiatement ordonné une évacuation. Malheureusement, pour 12 mineurs, il était déjà trop tard.

En 1958, les autorités réglementaires avaient ordonné à la Knox Coal Company de cesser l'extraction de son filon Pittston, situé dans le comté de Luzerne, au nord-est de la Pennsylvanie...

L'entreprise était censée maintenir une distance minimale de 10,7 mètres entre ses tunnels et la rivière Susquehanna. Or, elle n'avait pas réalisé les études et les forages géologiques nécessaires pour prouver sa conformité.

Knox avait d'autres projets. Le comté de Luzerne repose sur l'un des plus importants gisements de charbon anthracite au monde. Ce charbon dur, riche en carbone, brûle intensément et a alimenté la révolution industrielle américaine au XIXe siècle. L'entreprise a continué d'exploiter ces réserves, malgré les mises en garde des autorités de réglementation.

Le tunnel se prolongeait au-delà des lignes de sécurité indiquées sur les cartes de Knox... dangereusement près du lit de la rivière. À un endroit, la marge de sécurité n'était que de 48 centimètres.

Le 22 janvier 1959 à 11h30, la mince couche de roche ne put plus retenir la rivière. John Williams, le contremaître adjoint de la mine, a témoigné plus tard de ce qui s'est passé ensuite...

"J'ai à peine posé le pied à l'endroit indiqué et levé les yeux que le toit s'est effondré. On aurait dit le tonnerre. L'eau déferlait comme les chutes du Niagara."

Les mineurs se sont précipités pour s'échapper. Trente-trois ont pris l'ascenseur pour se mettre à l'abri tandis que 2,7 millions de gallons d'eau du fleuve déferlaient chaque minute. Trente-deux autres hommes ont échappé aux inondations mais se sont retrouvés coincés hors du puits... errant pendant des heures avant de trouver refuge dans un puits d'aération abandonné. Les douze derniers n'ont jamais été retrouvés.

Les autorités se sont affairées à colmater la brèche. Elles ont déversé tout ce qu'elles pouvaient dans le tourbillon de la Susquehanna : des roches, des bottes de foin, des wagons de chemin de fer... Face à l'échec de ces tentatives, elles ont dévié le cours du fleuve pour construire un bouchon de béton. L'État de Pennsylvanie a quant à lui dépensé des millions de dollars pour pomper l'eau hors de la mine.

La mine ne rouvrit jamais. La Knox Coal Company fit faillite plutôt que de rembourser l'État pour ses efforts. Et personne d'autre ne se montra intéressé par la réparation de la mine endommagée.

Ce fut une période difficile pour le comté de Luzerne. Le moteur économique de la région s'était déjà enrayé après la Seconde Guerre mondiale. Suite à la disparition quasi instantanée de son industrie charbonnière, le comté était particulièrement vulnérable à la suite : la lente désindustrialisation américaine qui a entraîné la disparition d'emplois dans les usines et le secteur manufacturier et transformé de vastes régions de Pennsylvanie et des États voisins en une zone industrielle désaffectée.

Au début des années 1980, 16 % des habitants du comté de Luzerne étaient sans emploi. Quarante ans plus tard, le comté de Luzerne connaît un nouvel essor. Son charbon est toujours sous terre. Mais le monde se tourne vers d'autres formes d'énergie.

Et au lieu de mines de charbon et d'aciéries, la région abrite désormais le type d'installation industrielle qui connaît la croissance la plus rapide de cette décennie... les centres de données d'IA.

Dans ce numéro, nous expliquerons comment l'IA s'implante dans le comté de Luzerne. Nous vous présenterons également une action en forte croissance qui pourrait doubler de valeur dans les trois prochaines années en fournissant l'énergie nécessaire à ces centres de données.

Quand le pianiste arrive en ville

En 1982, Billy Joel a immortalisé l'effondrement des industries sidérurgiques et charbonnières de la Rust Belt dans sa chanson à succès « *Allentown* » qui parle d'une ville située juste en aval de la rivière Susquehanna, dans le comté de Luzerne. Au même moment où Joel écrivait *Allentown*, la centrale nucléaire de Susquehanna Steam Electric Station entra en service.

Cette centrale électrique produisait plus d'électricité que le comté de Luzerne. Alors que les dernières industries de la vallée de Lehigh fermaient leurs portes et que la demande sur le réseau électrique augmentait à peine pendant des décennies, la centrale continuait de fonctionner discrètement, assurant la production de base.

Puis, en 2023, « *Piano Man* » est arrivé sur le bureau d'Andy Jassy... Il ne s'agissait pas de Billy Joel. Pas exactement. En réalité, *Piano Man* était un appel urgent à Jassy, le PDG d'Amazon.

Les coûts énergétiques de l'entreprise explosaient en raison du déploiement sans précédent de ses centres de données. L'énergie renouvelable éolienne et solaire ne suffisait pas, car elle est peu fiable. Amazon devait donc s'assurer une alimentation électrique continue... *et en grande quantité.*

L'équipe chargée de la stratégie énergétique mondiale d'Amazon a évalué plusieurs sites à travers le pays. Et le comté de Luzerne a été retenu. Ce groupe a baptisé son projet du nom de Billy Joel, misant sur la renaissance de la Rust Belt en Pennsylvanie. Mais ce n'est pas le charbon souterrain à forte teneur en carbone du comté de Luzerne qui les intéressait... c'était son énergie nucléaire *décarbonée.*

Jassy a approuvé *Piano Man* en décembre 2023. Trois mois plus tard, Amazon Web Services (AWS), le fournisseur de services cloud d'Amazon, avait sa première cible : Cumulus, un campus de centres de données situé à proximité de la centrale nucléaire de Susquehanna.

AWS a déboursé 650 millions de dollars pour s'approvisionner directement en électricité auprès de la centrale. Ce contrat « *en aval du compteur* » permettait de contourner le réseau électrique.

Deux entreprises de distribution d'électricité ont toutefois averti que l'accord pourrait nuire à la fiabilité du réseau. La Commission fédérale de régulation de l'énergie (*FERC*) leur a donné raison et l'a bloqué. Le projet Piano Man était au point mort... Mais Amazon et l'exploitant de la centrale électrique sont revenus à la charge avec un accord restructuré et bien plus important.

Amazon a signé un contrat de 17 ans avec l'exploitant de la centrale, qui fournira jusqu'à 1'920 mégawatts (*MW*) de la centrale de Susquehanna à AWS pour un montant total de 18 milliards de dollars. Il s'agit d'un contrat de type « *front-the-meter* », ce qui signifie que l'électricité est techniquement injectée dans le réseau en premier lieu, si nécessaire. Les entreprises avaient ainsi contourné la *FERC* et n'avaient plus besoin de l'approbation de l'organisme de réglementation.

C'est une étape de plus dans la transformation de la région, qui passe de la Rust Belt au cœur de la Silicon Valley... En 2025, Amazon a annoncé son intention d'investir au moins 20 milliards de dollars en Pennsylvanie pour étendre son infrastructure de centres de données dans les comtés de Luzerne et de Bucks. Ce montant s'ajoutait aux 26 milliards de dollars qu'Amazon avait déjà investis dans cet État.

Le comté de Luzerne est passé de géant minier du charbon à relique de la Rust Belt, puis à bastion de l'ère atomique... et maintenant au berceau de la révolution de l'IA.

Ce mois-ci, nous recommandons Talen Energy (Nasdaq : TLN), propriétaire de la centrale nucléaire de Susquehanna et fournisseur d'électricité d'Amazon. C'est également cette société qui a vendu le centre de données Cumulus à Amazon en 2024.

Talen a fait faillite en 2022. Mais l'entreprise a connu un redressement spectaculaire l'année suivante, forte d'une situation financière solide, et sa croissance est fulgurante depuis. L'action a progressé de près de 700 % depuis sa reprise en bourse.

Comme nous allons vous le montrer, Talen dispose encore de nombreuses opportunités, car le développement des centres de données entraîne une augmentation sans précédent des besoins en énergie du plus grand réseau électrique des États-Unis, qui englobe la Pennsylvanie et 12 autres États.

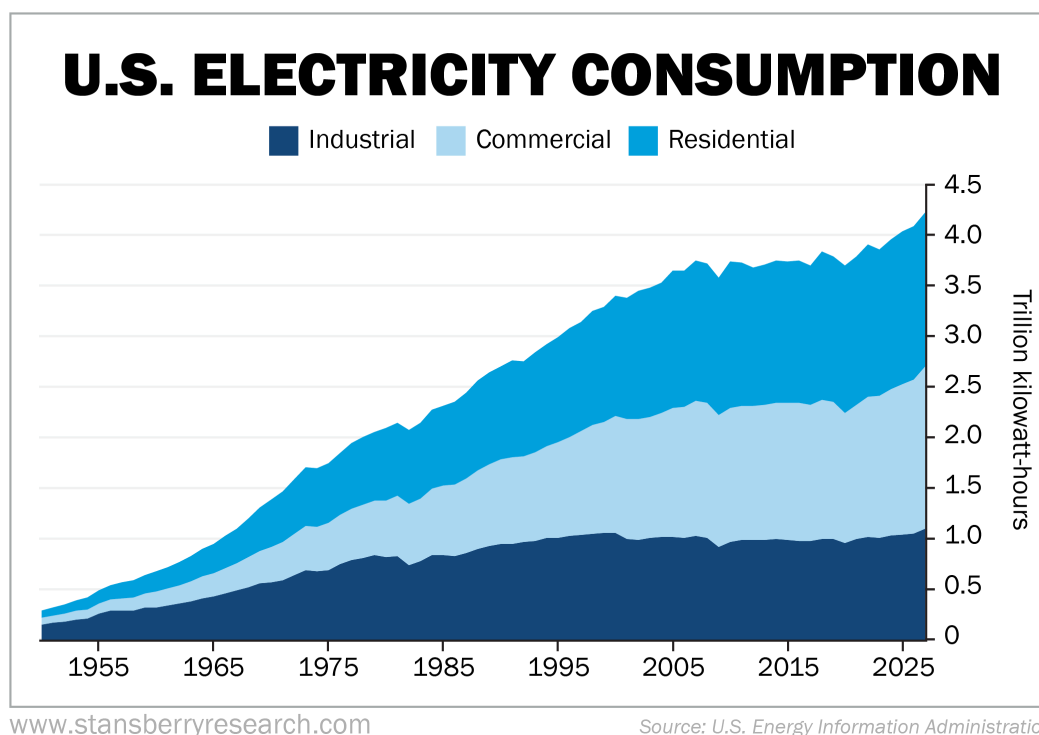
Mieux encore, malgré son ascension fulgurante, *l'action Talen reste bon marché*. Le marché se concentre sur les risques réglementaires. Mais Talen se trouve dans une position enviable : face à un réseau électrique saturé, Talen possède les centrales dont tous ont cruellement besoin.

La demande en électricité est à nouveau en hausse

Pendant des décennies, la demande d'électricité aux États-Unis a augmenté régulièrement au rythme de la croissance démographique et économique.

De 1950 à 2005, la demande d'électricité aux États-Unis a connu un taux de croissance annuel composé de 4,7 %. Puis, les usines énergivores ont délocalisé leur production et les consommateurs ont opté pour des ampoules plus économes en énergie. Pendant une décennie, la demande d'électricité a stagné.

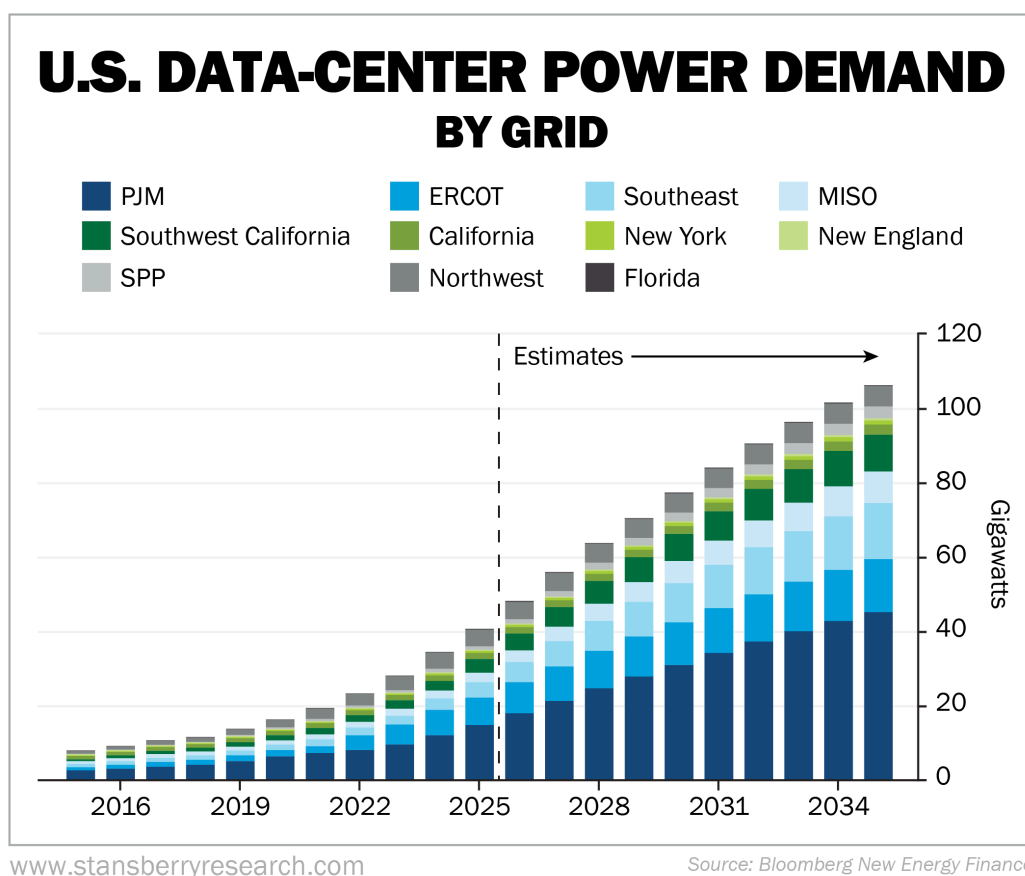
La demande en électricité est de nouveau en hausse. Le secteur commercial, et notamment les centres de données, est le principal moteur de cette croissance. Jetez un œil (*le graphique inclut des estimations de la demande pour cette année et l'année prochaine*) :



Nous avons déjà évoqué les besoins énergétiques voraces des centres de données... Les centres de données sont essentiellement de grands bâtiments à plateau ouvert remplis de serveurs. Lorsqu'ils se contentent de stocker des données, leur consommation d'énergie est faible... Mais les serveurs équipés de puces de pointe, utilisés pour l'entraînement ou l'exécution de modèles d'IA, sont extrêmement énergivores.

Le dernier rack de Nvidia, le GB300 NVL72, intègre 72 unités de traitement graphique (GPU) et 36 unités de traitement central (CPU). Il chauffe tellement qu'un système de refroidissement liquide est nécessaire. Sa consommation électrique dépasse les 120 kilowatts, soit l'équivalent de la consommation de 60 à 100 foyers en moyenne. Un seul centre de données peut contenir des milliers de ces racks. Et avec l'adoption croissante de l'IA, de plus en plus de ces centres de données haute performance sont mis en service.

Résultat : Bloomberg New Energy Finance estime que d'ici 2035, les centres de données américains consommeront plus de 106 gigawatts (GW) d'électricité par an. Cela représente une augmentation de plus de 160 % par rapport aux niveaux actuels :



Dans certaines régions, la demande croît encore plus rapidement... Prenons l'exemple du campus de centres de données situé à proximité de la centrale électrique de Susquehanna, racheté par AWS à Talen. Il nécessite 960 MW. Ce n'est qu'un des 115 centres de données que compte la Pennsylvanie, et 53 autres sont en projet.

L'Ohio voisin compte 203 centres de données, et une centaine d'autres sont en projet. La Virginie, surnommée « *Data Center Alley* », possède quant à elle le plus grand nombre de centres de données de tous les États : 589. De plus, 287 autres sont prévus. Et dans ces États, les gens ont constaté qu'il n'y a pas toujours assez d'électricité pour tout le monde...

Un déficit structurel dans l'alimentation électrique

Pour garantir un réseau électrique fiable, la Pennsylvanie, l'Ohio et la Virginie font appel à un organisme appelé PJM Interconnection. Il en va de même pour dix autres États, de l'Illinois au New Jersey.

PJM est une organisation à but non lucratif, financée par les services publics et les entreprises apparentées, qui est censée garantir un réseau électrique fiable sur l'ensemble de son territoire de desserte.

Et PJM a failli à sa mission... Le réseau PJM a accumulé un nombre croissant de projets de centrales électriques en attente d'autorisation. Parallèlement, de nombreuses centrales à charbon anciennes sont mises hors service. De plus, le réseau n'a pas construit beaucoup de nouvelles lignes de transport d'électricité. Cela fonctionnait bien tant que la demande en électricité stagnait. Mais lorsque la situation a changé, PJM n'a pas pu suivre.

Chaque année, PJM organise une vente aux enchères pour s'assurer l'approvisionnement en électricité auprès des producteurs indépendants d'électricité (*PIE*). Dans le cadre de cette vente aux enchères de prix de base résiduel, les PIE soumettent des offres correspondant à leur capacité disponible. PJM accepte ces offres, en commençant par le prix le plus bas, jusqu'à ce que toute la capacité requise soit assurée.

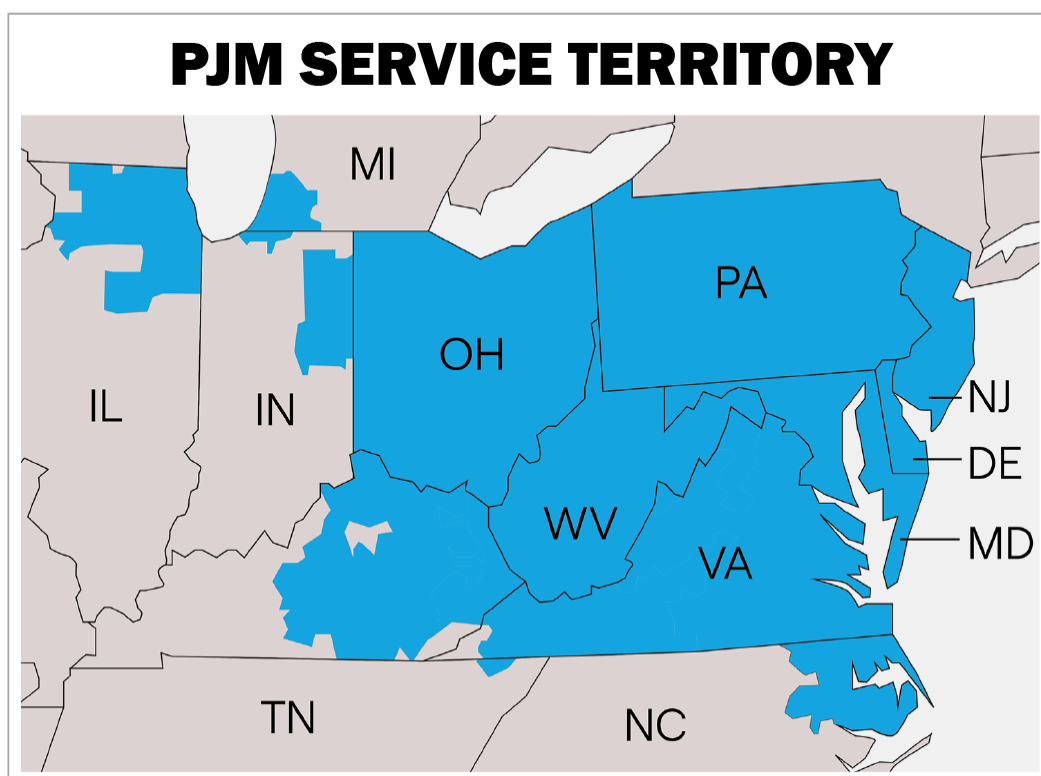
Les producteurs indépendants d'électricité (*IPP*) sélectionnés seront rémunérés uniquement pour *leur engagement à assurer leur disponibilité* lors des pics de consommation. L'objectif est de garantir un approvisionnement continu au moindre coût.

En général, ces enchères se déroulent sans incident. Mais en juillet 2024, la situation a dégénéré. Les producteurs d'électricité allaient commencer à percevoir des prix bien plus élevés. L'enchère de 2023 s'était conclue à 29 dollars par MW-jour... L'année suivante, ce prix atteignait 270 dollars par MW-jour, soit *une multiplication par neuf*.

En réponse, le gouverneur de Pennsylvanie, Josh Shapiro, a négocié un plafonnement des prix. Hier encore, la Commission fédérale de régulation de l'énergie a accepté les plans visant à prolonger ce plafonnement - *qui limite les prix à environ 325 dollars par MW-jour - jusqu'en 2030*.

Le plafonnement des prix a apaisé les craintes d'une flambée continue des tarifs de l'électricité. Le problème, c'est que l'offre d'électricité à ce prix est insuffisante. Lors de la dernière vente aux enchères, PJM a manqué son objectif de fiabilité de 6,6 GW. Le plafond de prix ayant été atteint, les engagements des centrales électriques étaient insuffisants pour garantir la fiabilité du réseau. La demande d'électricité prévue a dépassé l'offre.

PJM est chargé de garantir la fiabilité de l'approvisionnement en électricité du plus grand réseau électrique américain, qui dessert quelque 67 millions de personnes... et il a failli à sa mission. Voici une carte de sa zone de desserte :



www.stansberryresearch.com

Source: Enel Group

Là encore, le territoire de PJM comprend certaines des zones les plus prisées pour les centres de données. Les centres de données du réseau nécessitaient 15 GW en 2025. Ce chiffre devrait augmenter de plus de 200 % pour atteindre plus de 45 GW en 2035. Il ne s'agit pas seulement des centres de données. D'autres infrastructures technologiques contribuent également à la demande énergétique prévue. Par exemple, le fabricant de puces Intel construit un immense campus de production de semi-conducteurs de plus de 28 milliards de dollars à New Albany, dans l'Ohio.

Le boom de la construction est excellent pour l'emploi et les économies locales. Mais il engendre un déficit structurel de puissance sur le réseau de PJM. Jon Gordon, directeur de l'association professionnelle Advanced Energy United, n'a pas mâché ses mots :

“Les prix de l'électricité s'envolent car le gestionnaire du réseau, PJM, ne planifie pas les infrastructures énergétiques nécessaires pour garantir un approvisionnement abordable. PJM n'a pas anticipé la transition énergétique que nous avons tous vue venir, et ce sont maintenant les consommateurs qui vont en payer le prix.”

Et quand ils paieront... ils paieront Talen. Talen possède des centrales sur l'ensemble du réseau de PJM. Et en tant que producteur indépendant d'électricité (IPP), elle peut vendre son énergie lors des ventes aux enchères de PJM que nous avons mentionnées.

Lors de la vente aux enchères de 2024, Talen s'est engagée à vendre plus de 6,8 GW au prix de 269,92 dollars par MW-jour. Cela représentait un chiffre d'affaires d'environ 670 millions de dollars pour Talen. L'année suivante, Talen a dégagé 6,7 MW à environ 329 dollars par MW-jour pour environ 805 millions de dollars.

PJM a également organisé une vente aux enchères en décembre 2025 afin de rattraper son retard sur son plan triennal. Cette fois-ci, Talen a obtenu 8,7 MW à environ 333 dollars par MW-jour, pour un total de près de 1,1 milliard de dollars de recettes de capacité.

Même avec des prix plafonnés, Talen engrange des bénéfices considérables. En janvier également, le Conseil national pour la domination énergétique de l'administration Trump et les 13 gouverneurs des États membres de PJM ont publié une déclaration commune exhortant PJM à organiser une vente aux enchères « d'urgence » unique de garantie.

Officiellement appelée « *Processus d'approvisionnement en électricité pour la fiabilité* », cette procédure débutera dans le courant de l'année. Les opérateurs de centres de données comme AWS et Google pourront négocier avec les producteurs d'électricité des contrats d'achat d'électricité (CAE) à long terme.

Tout cela est extrêmement favorable à Talen. La croissance sans précédent de la demande en électricité, due à la construction de centres de données et d'infrastructures technologiques, provoque des pénuries d'énergie au sein du réseau PJM. La plupart des centrales électriques de Talen se trouvent dans ce réseau, et l'entreprise prévoit d'en acquérir davantage.

D'où Talen tire sa puissance ?

Lorsque la capacité du réseau est limitée, même les centrales électriques au charbon peuvent connaître une seconde vie... En 2020, Talen avait annoncé la conversion de sa centrale électrique de Brandon Shores (1'173 MW), située dans le Maryland, du charbon au fioul. Trois ans plus tard, l'entreprise a décidé de fermer définitivement la centrale, invoquant des problèmes d'autorisation environnementale et des raisons économiques. Il en a été de même pour la centrale HA Wagner de Talen, également située dans le Maryland et fonctionnant principalement au fioul.

Cela aurait pu paralyser le réseau PJM... PJM a donc collaboré avec les entreprises de services publics et d'autres parties prenantes sur un accord appelé règlement « *fiabilité obligatoire* » (RMR). Aux termes du RMR de janvier 2025, PJM versera à Talen respectivement 145 millions et 35 millions de dollars par an pour l'exploitation de Brandon Shores et HA Wagner, au moins jusqu'en mai 2029. Elle remboursera également à Talen les coûts de carburant et autres frais d'exploitation et d'entretien.

Les entreprises de distribution d'électricité sont responsables de cette flambée des coûts... Mais cela se traduira finalement par des factures d'électricité beaucoup plus élevées pour les clients du réseau PJM.

Ces centrales continueront de produire de l'électricité pendant les trois prochaines années. Et Talen continuera d'encaisser les recettes.

La capacité de production de Talen s'élève actuellement à plus de 13 GW. Voici le détail :

TALEN ENERGY (TLN) POWER PLANTS					
Name	Fuel Type	State	Market	Owned Capacity (MW)	Ownership
Susquehanna Steam Electric Station	Nuclear	PA	PJM	2,245	90%
Guernsey Power Station	Natural Gas	OH	PJM	1,771	100%
Martins Creek Power Plant	Natural Gas	PA	PJM	1,710	100%
Montour Steam Electric Station	Natural Gas	PA	PJM	1,505	100%
Freedom Generating Station	Natural Gas	PA	PJM	1,049	100%
Lower Mount Bethel Power Plant	Natural Gas	PA	PJM	607	100%
Brunner Island Steam Electric Station	Coal/ Natural Gas	PA	PJM	1,419	100%
Brandon Shores Power Plant	Coal	MD	PJM	1,273	100%
Conemaugh Generating Station	Coal	PA	PJM	392	22%
Colstrip Steam Electric Station	Coal	MT	WECC	222	30%
Keystone Generating Station	Coal	PA	PJM	213	12%
H.A. Wagner Generating Station	Oil	MD	PJM	702	100%
Total				13,108	

www.stansberryresearch.com

Source: Talen Energy

En janvier, Talen a annoncé l'acquisition de deux centrales à gaz naturel supplémentaires dans l'Ohio et d'une dans l'Indiana, d'une capacité de production combinée d'environ 2,6 GW. Le prix d'achat s'élève à 3,45 milliards de dollars, dont 2,55 milliards en numéraire et environ 900 millions en actions Talen.

L'un des atouts majeurs du gaz naturel pour les centrales électriques de PJM réside dans l'abondance des ressources gazières souterraines des formations de schiste de Marcellus et d'Utica. En août 2024, nous avons recommandé la société de forage de gaz naturel **Antero Resources (NYSE : AR)**, qui possède des concessions dans l'Ohio et en Virginie-Occidentale. Antero Resources et Talen bénéficieront également des tendances que nous avons décrites concernant la construction de centres de données et le marché de l'énergie.

Talen souhaite également développer son portefeuille nucléaire avec des petits réacteurs modulaires (*PRM*). Plus petits que les réacteurs nucléaires traditionnels, ils peuvent être mis en service plus rapidement et à moindre coût.

En mars, Talen a signé une lettre d'intention pour étudier l'utilisation de SMR de X-energy. X-energy est une entreprise de SMR récemment entrée en bourse, qui a noué des partenariats clés avec Amazon et le groupe chimique Dow. Elle a également obtenu un financement important du département de l'Énergie des États-Unis.

Cet accord permettrait à Talen de bénéficier d'une partie des retombées économiques des SMR sans supporter l'intégralité des coûts de développement de cette technologie. Il s'agit toutefois d'un investissement à très long terme, car les SMR ne seront probablement pas commercialisés avant une dizaine d'années. Pour le moment, nous nous intéressons aux centrales électriques traditionnelles de Talen situées dans des zones à forte demande.

Le deuxième acte de Talen

Avant de passer à autre chose... nous avons mentionné que Talen a fait faillite en 2022. Lors d'une faillite, les actionnaires perdent généralement tout. Alors, examinons ce qui s'est passé auparavant et pourquoi nous ne craignons pas une nouvelle faillite de Talen...

En 2015, Talen s'est séparée du groupe de services publics verticalement intégré PPL, puis a été rachetée par la société de capital-investissement Riverstone. L'opération était un rachat par endettement, ce qui signifie que Riverstone a lourdement endetté Talen suite à l'acquisition. Et elle est intervenue à un mauvais moment pour les producteurs indépendants d'électricité.

Talen génère des revenus principalement de deux manières... Le premier élément est le revenu de capacité, l'offre écoulee par le biais des enchères résiduelles de base de PJM dont nous avons parlé précédemment. Les revenus liés à la capacité constituent un revenu fixe et prévisible pour les producteurs indépendants d'électricité. Cependant, lorsque la demande d'électricité stagne, comme ce fut le cas dans les années 2010, personne n'a besoin de payer beaucoup pour une capacité supplémentaire.

La deuxième source de revenus de Talen est la vente d'énergie sur le marché de gros, au prix en vigueur à l'heure. Il s'agit d'une source de revenus variable et imprévisible. Or, l'offre étant en adéquation avec la demande à ce moment-là, les prix de gros de l'électricité étaient relativement bas.

Talen peinait à générer suffisamment de revenus pour se désendetter. Le coup de grâce fut une erreur stratégique... Début 2022, la Russie envahit l'Ukraine, provoquant une flambée des prix du pétrole et du gaz naturel. Les tarifs de l'électricité suivirent.

Cela aurait dû être une excellente nouvelle pour Talen. Mais l'entreprise n'avait pas réussi à se prémunir contre la baisse des prix du gaz en bloquant cette hausse. De plus, elle s'était couverte contre la baisse des prix de l'électricité. Par conséquent, ses couvertures étaient déficitaires. Et comme il s'agissait de contrats négociés en bourse, Talen devait fournir des garanties en espèces supplémentaires... qu'elle ne possédait pas. Confrontée à une grave crise de liquidités, Talen a déposé le bilan en mai 2022. Talen a réduit sa dette d'environ 2,2 milliards de dollars au cours de sa restructuration et est sortie de la faillite en 2023.

Le second acte de Talen a été un succès retentissant sous la direction de Mark « Mac » McFarland, qui a pris la relève en tant que PDG en avril 2023. Non seulement elle est moins endettée, mais Talen se trouve désormais dans un environnement idéal pour les producteurs indépendants d'électricité (*IPP*).

Comme nous l'avons indiqué, Talen libère d'importantes capacités lors des dernières enchères de PJM sur le marché résiduel de base, aux prix plafonds. L'entreprise a également conclu des contrats d'achat d'électricité (*CAE*) avec Amazon et d'autres opérateurs de centres de données. L'accord concernant le projet Susquehanna prévoit une augmentation progressive des livraisons d'électricité, pour atteindre entre 840 MW et 1'200 MW d'ici 2029 et entre 1'680 MW et 1'920 MW d'ici 2032. Il s'agit d'une source de revenus prévisible et croissante.

Le chiffre d'affaires total de l'entreprise devrait avoisiner les 4,3 milliards de dollars en 2026. Talen estime que son résultat d'exploitation ajusté avant intérêts, impôts, dépréciation et amortissement (*ou EBITDA*) se situera entre 1,75 et 2,05 milliards de dollars. Nous prévoyons qu'il se situera dans la partie haute de cette fourchette.

Ensuite, elle est désormais protégée contre le problème de couverture qui a fait exploser l'entreprise en 2022. L'entreprise se concentre désormais sur la couverture de premier rang.

Cela signifie que ses contreparties bénéficient d'un privilège sur les actifs de Talen (*le même type de garantie que pour les obligations garanties de l'entreprise*). Cette approche s'oppose à la couverture par échange, qui est évaluée à la valeur de marché... ce qui a entraîné les appels de fonds qui ont conduit à la crise de liquidités de Talen.

L'entreprise est également moins dépendante des couvertures, car la conclusion de contrats à long terme avec Amazon et d'autres acheteurs importants lui assure une plus grande stabilité de ses revenus.

Talen maîtrise également sa dette... Au dernier trimestre, la société affichait une dette nette (*dette moins trésorerie*) d'environ 6 milliards de dollars. Elle a annoncé le mois dernier une émission obligataire en deux tranches d'un montant de 4 milliards de dollars afin de financer la partie en numéraire des acquisitions de centrales électriques au gaz naturel et de refinancer sa dette garantie existante.

Talen vise à maintenir son endettement net en dessous de 3,5 fois l'EBITDA, y compris la dette liée à l'acquisition prévue. Suite à l'émission d'obligations, Standard & Poor's a relevé la notation de la dette senior garantie de Talen de BB à BB+ et celle de sa dette senior non garantie de B à B+.

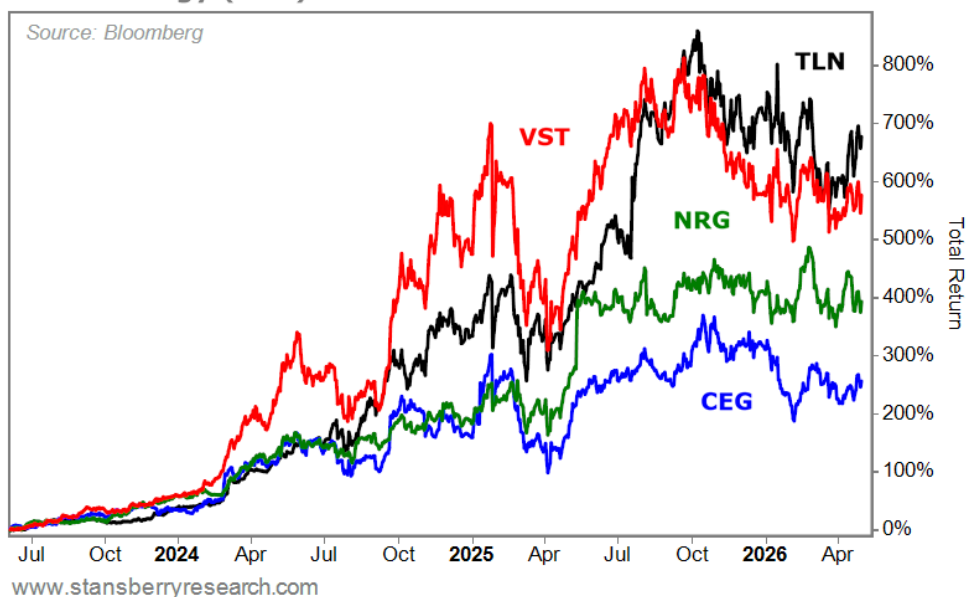
Le recours à l'endettement est courant chez les entreprises de services publics à forte intensité capitalistique comme Talen. Mais le risque d'une nouvelle faillite est faible.

Plus d'espace pour courir

Depuis que Talen a repris sa cotation en juin 2023, son action a connu une hausse stupéfiante de 677 %.

D'autres producteurs indépendants d'électricité (*IPP*) vendant de l'électricité dans la région PJM ont également enregistré de bonnes performances. Vistra, NRG Energy, et Constellation Energy, ont vu leurs cours progresser respectivement de 576 %, 393 % et 256 % sur la même période :

Talen Energy (TLN) Vs. IPP Peers



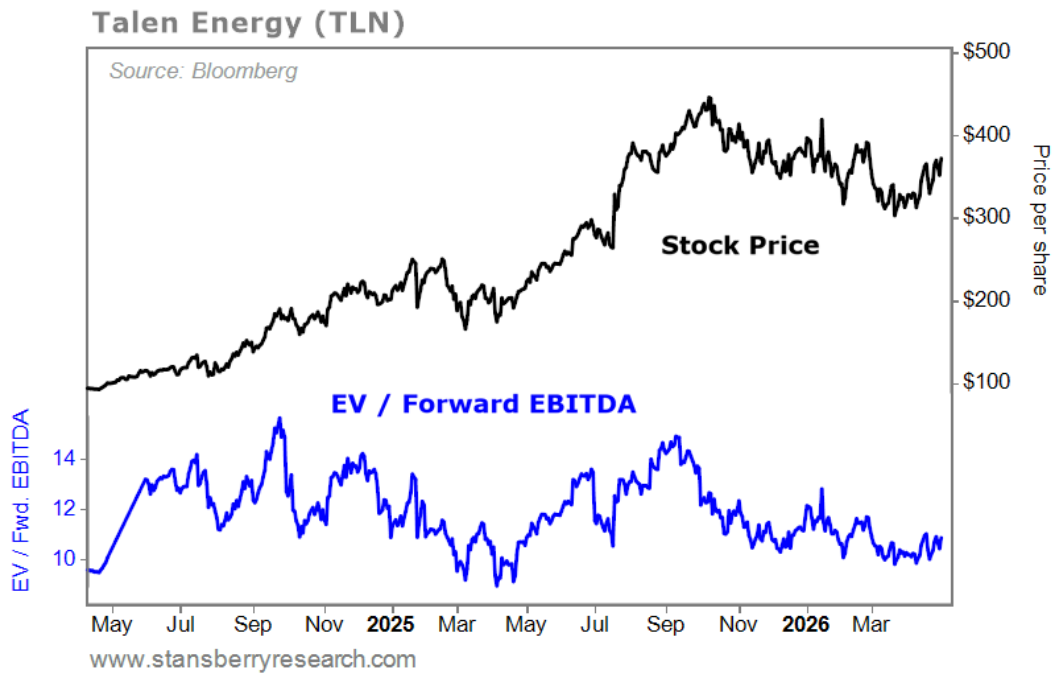
Ce sont là des gains phénoménaux, surtout pour les services publics. Et ils montrent que ces producteurs indépendants d'électricité sont devenus de facto des marchés de l'IA.

Talen est le plus petit des producteurs indépendants d'électricité (*IPP*). Constellation Energy est un géant avec une capitalisation boursière de 113 milliards de dollars. Vistra se situe autour de 53 milliards de dollars. Et avec 33 milliards de dollars, NRG est environ deux fois plus important que Talen.

La capitalisation boursière de Talen est d'environ 17 milliards de dollars, et sa valeur d'entreprise (*VE*), qui correspond à la capitalisation boursière plus la dette nette, est d'environ 23 milliards de dollars.

Et sa croissance est plus rapide que celle de ses concurrents. Le chiffre d'affaires de Talen devrait progresser d'environ 12 % entre 2026 et 2027. Selon les estimations consensuelles, Vistra arrive en deuxième position avec une croissance attendue de 9,4 %. Cette croissance rend la valorisation de Talen plus attractive que celle de ses pairs.

Pour les entreprises fortement endettées comme les services publics, il est important de prendre en compte la dette dans leur évaluation. C'est là qu'intervient la valeur d'entreprise (*VE*). La *VE* de Talen représente 11 fois son EBITDA prévisionnel, un chiffre inférieur à la moyenne des deux dernières années, qui se situe autour de 12.



L'an dernier, la valeur de l'entreprise Talen s'élevait à plus de 13 fois son EBITDA. Compte tenu de l'aggravation du déficit énergétique chez PJM et de la croissance attendue de Talen, sa valeur pourrait à terme atteindre 14 fois son EBITDA, un multiple proche de celui de Constellation Energy.

Talen est également bon marché si l'on se base sur le flux de trésorerie disponible (*FCF*), c'est-à-dire la trésorerie restante après toutes les dépenses d'exploitation et commerciales. Le rendement *FCF* de Talen (*FCF en pourcentage de la capitalisation boursière*) est de 6,7 % :

IPP VALUATION					
	Market Cap*	Enterprise Value*	EV / Forward EBITDA	Forward FCF Yield	2027 Est. Revenue Growth
Constellation Energy (CEG)	\$113.4	\$119.0	15.1	3.5%	8.2%
Vistra (VST)	\$53.4	\$74.2	10.2	5.7%	8.5%
NRG Energy (NRG)	\$33.4	\$45.9	8.4	11.3%	3.4%
Talen Energy (TLN)	\$16.9	\$23.0	11.0	6.7%	12.6%

* Billions

www.stansberryresearch.com

Source: Bloomberg

Selon les deux indicateurs de valorisation, NRG Energy est moins chère que Talen. Cependant, la croissance de son chiffre d'affaires ne devrait atteindre que 3,4 % l'année prochaine.

Talen a également un potentiel de croissance supplémentaire dans les années à venir... La société estime que son flux de trésorerie disponible ajusté pour 2026 se situera entre 980 millions et 1,18 milliard de dollars. Comme pour l'EBITDA, nous prévoyons qu'il se situera dans la partie supérieure de cette fourchette.

D'après les prévisions de la direction, le flux de trésorerie disponible de Talen pourrait croître d'environ 15 % entre 2026 et 2027. La direction table ensuite sur une stabilisation de la croissance du flux de trésorerie disponible en 2028. C'est peut-être pourquoi le marché est devenu moins optimiste quant aux actions de Talen.

La direction a toutefois souligné le potentiel de croissance pour les résultats de 2028. L'entreprise dispose d'une autorisation de rachat d'actions de 2 milliards de dollars. Ces rachats permettraient d'augmenter le bénéfice par action de Talen.

Par ailleurs, le contrat d'achat d'électricité (CAE) de Talen avec Amazon pourrait être accéléré de 480 MW. Talen pourrait continuer d'acquérir des centrales électriques, ce qui augmenterait son chiffre d'affaires et ses bénéfices. L'entreprise pourrait également signer des CAE avec d'autres opérateurs de centres de données. Il y a donc un potentiel de hausse important par rapport aux prévisions de base de la direction.

Nous prévoyons que Talen générera 38 dollars de flux de trésorerie disponible par action en 2028. Si l'action se négocie avec un rendement de 5 % de flux de trésorerie disponible, ce qui reste relativement bon marché, elle atteindrait 760 dollars par action, soit plus du double de son cours actuel. Le réseau PJM connaît un déficit énergétique croissant, alimenté par les centres de données énergivores et l'essor de l'IA. Talen possède ce dont le réseau a le plus besoin : des centrales électriques.

Mais la construction de grandes centrales électriques prend de nombreuses années. En attendant, Talen profite de la hausse des prix de l'électricité. L'entreprise est sortie de la faillite plus forte que jamais. Elle est très rentable et son bilan est solide. Et malgré une progression spectaculaire, son action reste bon marché.

MESURE À PRENDRE

Achetez Talen Energy (Nasdaq : TLN) jusqu'à 400 dollars par action.

Mettez un stop suiveur à 25 %.

Mise à jour du portefeuille

Quel changement en un mois... Fin mars, la quasi-totalité des principaux indices boursiers sont entrés en correction, c'est-à-dire qu'ils ont chuté de plus de 10 % par rapport à leurs récents sommets. Cela concernait notamment le Nasdaq Composite, à forte composante technologique, le Dow Jones Industrial Average et le Russell 2000, indice des petites capitalisations (*le S&P 500 a frôlé la correction, ne reculant que de 9 %*). Un mois plus tard, tous les indices, à l'exception du Dow Jones, ont atteint *de nouveaux sommets historiques*.

Les investisseurs font abstraction du conflit avec l'Iran... Ils partent du principe que les deux parties parviendront à un accord pacifique, que le détroit d'Ormuz rouvrira et que les prix de l'énergie retomberont à leurs niveaux d'avant la crise. Il est impossible de prédire avec certitude ce qui se passera dans les prochains mois... Mais même si le conflit prenait fin demain, il ne faut pas s'attendre à ce que les prix de l'énergie retrouvent leurs niveaux d'avant la crise de sitôt.

En revanche, si le conflit s'éternise, nous ne sommes pas inquiets. Notre portefeuille est conçu pour faire face aux périodes fastes comme aux périodes difficiles. Le mois dernier, nous avons réduit notre portefeuille, encaissant les bénéfices de sept positions gagnantes et en vendant trois actions qui n'ont pas donné les résultats escomptés.

Notre portefeuille renouvelé est bien diversifié et couvert afin de résister à la volatilité des marchés. Il est composé d'entreprises de premier plan qui devraient générer des performances supérieures au marché sur le long terme.

Sur le marché actuel, cela signifie s'exposer à l'intelligence artificielle (IA), qui est de nouveau aux commandes. Les actions des « *Sept Magnifiques* » - *les valeurs technologiques fortement investies dans l'IA* - ont bondi de 15 % ce mois-ci. Ce groupe comprend notamment **Microsoft (Nasdaq : MSFT)**, qui a bondi de 10 %. Les six mois précédents ont été difficiles pour l'action... Fin mars, le cours avait chuté de 34 % par rapport à son pic d'octobre 2025, soit la plus forte baisse enregistrée depuis la crise financière de 2008.

L'intelligence artificielle est le moteur de la croissance de Microsoft. Son activité cloud Azure a bondi de 40 % au dernier trimestre. La valeur annuelle de son activité IA atteint désormais 37 milliards de dollars, soit une hausse de 123 % par rapport à l'année dernière. L'entreprise prévoit d'investir 190 milliards de dollars cette année, doublant ainsi la surface de ses centres de données en deux ans.

Jusqu'à présent, la majeure partie des revenus de Microsoft liés à l'IA provenait de produits basés sur des modèles développés par OpenAI, créateur de ChatGPT. Mais cela est sur le point de changer. Microsoft et OpenAI mettent fin à leur accord d'exclusivité...

Microsoft a accepté de renoncer à son exclusivité sur la vente des produits d'OpenAI. OpenAI peut désormais commercialiser ses modèles d'IA auprès d'autres entreprises, comme Amazon, également actionnaire de Microsoft. En contrepartie, Microsoft ne percevra plus de commission sur les revenus générés par la revente des modèles d'OpenAI sur sa plateforme cloud. Cependant, Microsoft restera le principal fournisseur de services cloud d'OpenAI. Tout nouveau produit sera d'abord lancé sur Azure. De plus, Microsoft détient toujours environ 27 % d'OpenAI.

Cette séparation est une bonne chose pour les deux entreprises. Elles peuvent désormais explorer de nouvelles sources de revenus. Pour Microsoft, cela signifie diversifier ses activités au-delà d'OpenAI, qui représente environ 45 % de son carnet de commandes. Quels que soient les modèles d'IA qui prévaudront, Microsoft sera l'un des grands gagnants de l'IA. L'entreprise dispose de ressources financières considérables et de l'infrastructure cloud nécessaire pour prendre en charge cette technologie.

De plus, ses logiciels sont profondément ancrés dans la quasi-totalité des entreprises de la planète. L'entreprise intègre une IA proactive à ses produits Office de base via Copilot, son assistant IA. Microsoft est l'entreprise de logiciels la mieux notée dans notre classement de durabilité... Ce qui signifie qu'elle est la moins vulnérable à la menace de l'IA.

Notre conseil reste inchangé : conservez Microsoft (Nasdaq : MSFT). Depuis notre recommandation en 2012, nous affichons une performance supérieure de 1'240 %, surpassant largement le rendement du marché de 486 %.

Grâce à ses produits et services leaders et à son important flux de trésorerie disponible, nous avons l'intention de conserver cette position pendant de très nombreuses années. C'est pourquoi nous la conservons sans stop loss.

Comme l'a montré la récente volatilité de son action, cette stratégie est cruciale si vous souhaitez laisser fructifier vos positions gagnantes. Notre position sur Microsoft aurait probablement été liquidée plus tôt cette année si nous avions mis en place, par exemple, un ordre stop suiveur de 25 %.

Microsoft n'est pas une entreprise menacée d'effondrement catastrophique. C'est une entreprise dominante qui réalise d'énormes profits et continuera d'en réaliser. Le cours de l'action connaîtra parfois des baisses, comme l'année dernière... Mais il finira toujours par se redresser. C'est le type d'action que nous souhaitons conserver sans stop loss. Cette approche a fait ses preuves avec Microsoft... Et nous allons l'appliquer à nos deux autres participations du portefeuille que nous comptons conserver à long terme : **Amazon (Nasdaq : AMZN)** et **Alphabet (Nasdaq : GOOGL)**.

Commençons par examiner Alphabet... Son action a bondi de 34 % ce mois-ci. Les ventes de l'entreprise ont progressé de 22 % au cours du dernier trimestre, portées par Google Cloud, dont la croissance a bondi de 63 %. Son carnet de commandes pour le cloud a quasiment doublé pour atteindre 460 milliards de dollars.

Le PDG Sundar Pichai a déclaré : « *Nos investissements dans l'IA et notre approche globale dynamisent tous les aspects de l'entreprise.* »

Alphabet investit 10 milliards de dollars dans la société d'IA Anthropic et 30 milliards supplémentaires si Anthropic atteint ses objectifs de performance. Alphabet fournit à Anthropic des puces et des services de cloud computing. Anthropic a développé le système d'IA Claude.

Notre conseil reste inchangé : achetez Alphabet (Nasdaq : GOOGL) jusqu'à 340 dollars par action. Nous vous recommandons également de conserver votre position sans stop loss.

Ensuite, les actions d'Amazon ont bondi de 27 % ce mois-ci pour des raisons similaires. Les investissements dans l'IA ont été extrêmement bénéfiques pour l'activité cloud AWS d'Amazon. Au cours de son dernier trimestre, AWS a enregistré une croissance de 28 %, soit sa plus forte progression en près de quatre ans. Son chiffre d'affaires annualisé lié à l'IA dépasse désormais les 15 milliards de dollars. Selon son PDG, Andy Jassy, Amazon n'a « *jamais vu une technologie croître aussi rapidement que l'IA* ».

AWS représente désormais plus de 20 % du chiffre d'affaires d'Amazon. Mais elle contribue à hauteur de 60 % au résultat d'exploitation d'Amazon, car ses marges opérationnelles sont six fois supérieures à celles de son activité de commerce électronique de détail (36 % contre 6 %).

Amazon renforce également son partenariat avec Anthropic. Après avoir déjà investi 8 milliards de dollars dans l'entreprise, le géant du e-commerce a récemment injecté 5 milliards de dollars supplémentaires. Il prévoit d'investir 20 milliards de dollars de plus si Anthropic atteint certains objectifs. Les modèles d'IA Claude fonctionnent sur les serveurs AWS d'Amazon. Anthropic s'est engagé à investir plus de 100 milliards de dollars au cours des 10 prochaines années dans les technologies cloud et de puces d'Amazon.

Parallèlement, Amazon continue de se diversifier dans de nouveaux secteurs d'activité... L'entreprise a annoncé l'acquisition de la société de télécommunications par satellite Globalstar pour 10,8 milliards de dollars. Amazon souhaite que son service d'accès Internet par satellite Leo concurrence Starlink d'Elon Musk. Elle prévoit également de déployer son propre système d'accès direct aux appareils par satellite à partir de 2028.

Amazon souhaite également bouleverser le secteur automobile... L'entreprise étend son service Amazon Autos. Elle s'associe à la société de location de voitures Hertz pour vendre ses véhicules de location d'occasion sur la plateforme d'Amazon. S'il y a bien une entreprise capable de rendre l'achat d'une voiture moins pénible, c'est Amazon. Les concessionnaires ont vendu pour environ 1'300 milliards de dollars de voitures l'an dernier, selon la National Automobile Dealers Association. Mais Amazon souhaite collaborer avec les concessionnaires, et non les remplacer. L'objectif est de permettre aux clients d'effectuer la plupart des démarches administratives à domicile. Les concessionnaires paieront des frais pour que leurs véhicules soient référencés sur Amazon, mais les acheteurs n'auront aucun coût supplémentaire à déboursier.

Je suis convaincue que les nouveaux investissements d'Amazon porteront leurs fruits. Cela devrait se traduire par une forte croissance du chiffre d'affaires, des marges et de la rentabilité dans les années à venir. C'est grâce à sa position dominante, sa trajectoire de croissance et sa valorisation qu'Amazon est mon action technologique préférée pour 2026.

Notre conseil reste inchangé : achetez Amazon (Nasdaq : AMZN) jusqu'à 290 dollars par action. N'utilisez pas de stop loss.

Nous ne disons pas que nous ne vendrons jamais Microsoft, Alphabet, ou Amazon. Simplement, nous ne laisserons pas un marché en pleine effervescence nous contraindre à nous séparer de ces valeurs de premier ordre et décider à notre place.

Nous continuerons de suivre de près la performance et la valorisation de ces entreprises. Le moment venu de réaliser des bénéfices, nous vous en informerons.

Les fabricants de puces ont revu à la hausse leurs plans d'expansion de capacité pour répondre à la demande croissante en infrastructures d'IA. **ASML (Nasdaq : ASML)** peine à satisfaire la demande en équipements de fabrication de semi-conducteurs. À la fin du premier trimestre, ASML a relevé ses prévisions de chiffre d'affaires et de marge brute. Cependant, ses prévisions pour le deuxième trimestre ont déçu. Certains investisseurs craignent qu'ASML ne puisse pas répondre à la demande.

La livraison d'une de ses machines de photolithographie ultraviolette extrême (EUV) de pointe peut prendre plus d'un an. Mais grâce à son monopole sur ces machines EUV, ASML n'a pas à craindre de perdre ce marché au profit d'un concurrent. Pourtant, le PDG, Christophe Fouquet, a tenté de rassurer les investisseurs lors de la dernière conférence téléphonique...

“Nous disposons de nombreuses solutions pour augmenter nos capacités... Et je tiens à préciser que nous utiliserons tous les moyens nécessaires à l'avenir pour répondre à la demande de nos clients... Je le répète donc avec force : nous ne voulons en aucun cas constituer un goulot d'étranglement pour nos clients. Jusqu'à présent, nous avons mis en œuvre tous les outils à notre disposition pour éviter cette situation et nous poursuivrons nos efforts en ce sens.”

ASML est un acteur incontournable de l'essor de l'IA. Notre recommandation d'achat d'actions en novembre 2022 a progressé de 233 %. **Nous vous recommandons de conserver ASML (Nasdaq : ASML).**

Nous avons mentionné précédemment que Microsoft sera l'un des grands gagnants de la révolution de l'IA agentique. **ServiceNow (NYSE : NOW)**, éditeur de logiciels de gestion des flux de travail, en sera un autre. Cependant, contrairement à Microsoft, son action continue de chuter. ServiceNow a perdu 27 % de sa valeur depuis notre recommandation en mars et 62 % depuis son plus haut niveau de janvier 2025.

Malgré les doutes des investisseurs quant à sa capacité à maintenir sa croissance dans un monde dominé par l'IA, l'entreprise continue d'afficher d'excellentes performances. Au cours du dernier trimestre, le chiffre d'affaires de ServiceNow a progressé de 22 % et son carnet de commandes de 25 %.

Les investisseurs craignent que l'IA n'empiète sur l'activité traditionnelle de ServiceNow, qui consiste à vendre des licences par poste, c'est-à-dire des licences logicielles liées à un utilisateur humain individuel.

Concernant la suite logicielle d'IA générative Now Assist de ServiceNow, les clients paient en fonction du nombre d'actions assistées par l'IA, et non du nombre d'utilisateurs humains. Nous suivons l'évolution de la situation, mais pour l'instant, il semble que les licences à l'usage de ServiceNow compenseront largement toute perte liée aux licences par poste.

Au cours du dernier trimestre, le nombre de clients d'Assist dépensant plus d'un million de dollars en contrats annuels a augmenté de 130 % par rapport à l'année précédente. De plus, la moitié des nouvelles affaires de ServiceNow incluent désormais une forme de tarification non basée sur le nombre d'utilisateurs.

Malgré ces chiffres impressionnants, l'action a chuté de 16 % ce mois-ci. Elle se négocie actuellement à un multiple ridiculement bas de 21 fois les estimations consensuelles des analystes concernant les bénéfices de cette année et de 17,5 fois ceux de l'année prochaine. Parallèlement, l'entreprise fait preuve de clairvoyance en rachetant ses propres actions. Elle a triplé ses rachats d'actions au premier trimestre par rapport aux deux trimestres précédents.

Notre conseil reste le même : achetez ServiceNow (NYSE : NOW) jusqu'à 150 dollars par action.

Alors que la bourse atteint des sommets, les personnes à faibles revenus peinent à joindre les deux bouts. C'est ce qu'on appelle une « économie en forme de K ». Un contexte idéal pour **FirstCash (Nasdaq : FCFS)**, exploitant de prêteurs sur gages... L'entreprise a ouvert 340 nouveaux magasins au cours de l'année écoulée, dont huit au cours du dernier trimestre. Elle possède désormais plus de 3'300 prêteurs sur gages aux États-Unis, en Amérique latine et au Royaume-Uni.

Au cours de son dernier trimestre, FirstCash a annoncé des revenus et des bénéfices records. Ses ventes ont progressé de 26 % par rapport à l'année précédente et son bénéfice par action a bondi de 30 %.

Les créances sur prêts sur gages à périmètre comparable ont connu une croissance « sans précédent » de 19 % aux États-Unis, de 30 % en Amérique latine et de 29 % au Royaume-Uni. Cela a donné à la direction la confiance nécessaire pour relever ses prévisions de revenus.

L'action a progressé de 16 % ce mois-ci. En moins de deux ans, elle affiche une hausse de 117 %, soit près de quatre fois la performance du marché sur la même période. **Nous vous recommandons de conserver FirstCash (Nasdaq : FCFS).**

Notre recommandation concernant le producteur de cuivre **Freeport-McMoRan (NYSE : FCX)** en novembre dernier était basée sur deux facteurs principaux : la hausse anticipée des prix du cuivre dans les années à venir et la remise en service de l'actif phare de la société.

Un glissement de terrain survenu en septembre dernier a entraîné la fermeture de l'immense mine de Grasberg, exploitée par la société en Indonésie. L'entreprise prévoit une reprise progressive de ses activités cette année, avec un retour à sa pleine capacité de production d'ici fin 2027.

Mais ces plans sont désormais légèrement retardés. Le minerai est plus humide que prévu, ce qui signifie que le nettoyage prendra plus de temps. La direction prévoyait initialement que la production atteindrait 85 % de la capacité du complexe au cours du second semestre 2026 et 100 % d'ici la fin de 2027. Elle table désormais sur seulement 65 % au cours du second semestre 2026, la pleine capacité devant être atteinte d'ici la fin de 2027. En conséquence, la direction a revu à la baisse ses prévisions de production de cuivre et d'or pour cette année.

Nous sommes ravis d'attendre. Rien au monde ne se compare à cette mine. En attendant, le prix du cuivre continue d'augmenter... Malgré la hausse des prix de l'énergie qui a fait baisser la demande de cuivre, les prix ont augmenté de 20 % au cours des six derniers mois pour atteindre environ 6 dollars la livre.

L'action se négocie aujourd'hui autour de 58 dollars par action. Notre position est en hausse de 50 %, et le potentiel de croissance reste important. **Notre recommandation demeure : achetez Freeport-McMoRan (NYSE : FCX) jusqu'à 62 dollars par action.**

Bon investissement,

Whitney Tilson

Avec Bryan Beach, Mike DiBiase, Alan Gula, Gabe Marshank et Bill McGilton

Actions Gagnantes - Mai 2026 - Comment la pénurie d'électricité aux États-Unis pourrait doubler votre patrimoine

Directeur de la publication: Thomas Vincent

Rédacteur en chef: Marc Schneider

Prix de vente : 149 € à l'année

Société Éditrice : Argo Editions SA, société anonyme au capital de 100'000.00 CHF, dont le siège social se situe à c/o Loralie SA, Place Saint-François 12B, 1003 Lausanne, Suisse, inscrite dans le canton de Vaud et dont l'IDE est CHE-137.691.261, représentée par M. Thomas Vincent, en sa qualité d'Administrateur.

Service Client : service-client@contact.argo-editions.com