

Fair value	13.95 €
Potentiel	+ 305%

- 107 MW sécurisés
- La filialisation des activités comme outil de financement des fonds propres
- Une capitalisation plancher proche de notre somme des parties « à la casse »

Top actionnaires

Noms	% du capital
Robert Dardanne	19.3
Xavier Dejardins	18.4
Fidexi	4.0

Les chiffres clés

M€	2006	2007	2008e
CA	0.017	0.7	1.3
Var. %	ns	ns	86%
Res. Op.	1.1	-2.9	-1.9
Marge op	ns	ns	ns
RN	0.7	-1.5	
Fonds propres	5.9	26.2	29.5
Dettes nettes	1.5	0.5	28.7
Gearing en%	24.7%	2%	97%
	2009e	2010e	2011
EV/CA	7.89	2.08	1.01
EV/EBITDA	14.16	3.03	1.4
EV/EBIT	ns	15.55	4.89

Données boursières

Compartiment	Marché Libre	
Capitalisation	37.9 M€	
Cours	3.44 €	
Plus haut/Plus bas sur 1 an	10.50	3.12
Nombre d'actions	11 020 867	
Volume moyen	13 000	
Flottant	58%	



ACTIVITE

Depuis notre précédente étude du mois de décembre 2007, Voltalia a mis en service 18 MW éoliens ce qui porte sa capacité installée à la fin 2008 à 25.5 MW. La société démontre ainsi sa capacité à mener à terme un projet éolien dans le délai qu'elle avait fixé. Toutefois, la société n'ayant pas jugé opportun de réaliser certains projets d'acquisition, la capacité installée en fin d'exercice est inférieure aux 50 MW annoncés par la société ainsi qu'à notre anticipation du mois de février 2007 (40MW), .

Le pipeline de la société est actuellement de 1912 MW, en progression de 560 MW par rapport à décembre 2007, et se décompose ainsi :

- 107 MW sécurisés (dont 25.5 MW en exploitation, 18.5 MW en construction et 63 MW ayant obtenu leurs permis de construire purgés de tous recours)
- 1100 MW en développement, i.e. dont la maîtrise foncière est assurée et hébergés par des sociétés de projet ad hoc
- 705 MW à l'étude, en phase d'étude d'impact et/ou de négociation foncière.

PERSPECTIVES : 500 MW à fin 2013

Considérant le contexte actuel, marqué par le tarissement du crédit, l'atonie des marchés, et le retard pris par la société dans son développement, **nous révisons à la baisse notre objectif de capacité installée à la fin 2013 à 500 MW** (contre 688 MW). D'après le management, le gel momentané de certaines négociations au Brésil explique le retard pris en 2008. Aussi, l'attente bien plus longue que prévue des autorisations de construire en Grèce (tous les intervenants en Grèce sont concernés) obligera à reporter l'essentiel des mises en service prévues en 2009. Ainsi, nous estimons à une dizaine de MW les nouvelles mises en service en 2009, avant d'entrer dans un rythme de croissance plus soutenu de 100 à 120 MW installés par an à partir de 2010. Compte tenu des atouts du secteur, de la qualité du management et d'un portefeuille en développement confortable, nous estimons que la société sera en mesure d'exploiter 688 MW à horizon 2014 / 2015.

COMMENTAIRES FINANCIERS

La société entre progressivement dans une phase d'investissements massifs (de l'ordre de 1 Md€), laquelle se traduira inévitablement par des flux de trésorerie disponibles négatifs jusqu'en 2013. De plus, en dépit d'une marge opérationnelle élevée supérieure à 30%, les frais financiers auront un impact significatif sur la rentabilité nette qui devrait demeurer négative tant que la société investira fortement. La société devrait financer ces investissements à 80% par de la dette et à 20% par des capitaux propres. Un niveau d'endettement élevé est largement accepté par les banques compte tenu d'un chiffre d'affaire garanti par l'obligation d'achat d'EDF sur 15 à 20 ans. Afin de financer ses besoins en capitaux propres, la société dispose de moyens permettant de réduire ses appels au marché tels que l'entrée de minoritaires dans les projets (cf Caisse des Dépôts dans Voltalia Guyane et filialisation de l'activité solaire en France et en Grèce) et la vente à terme des crédits carbone qui seront générés au Brésil.

UNE CAPITALISATION BOURSIERE ATTRACTIVE

La valorisation centrale de la société ressort à 13.95 € par action (somme des parties : 13.55€ ; Comparables (décote 30%) : 7.96 € ; DCF : 20.47 €), soit un objectif en baisse de 27% par rapport à l'objectif de notre dernier Flash du 27 octobre 2008 (19.2€).

Pour information, notre somme des parties « à la casse » fait ressortir une valeur de l'action à 3.3 €. Le niveau de cours actuel représente selon nous une excellente opportunité d'achat.

LE FINANCEMENT PAR LES CAPITAUX PROPRES

La société dispose de plusieurs leviers lui permettant de réduire le montant de ses levées de fonds en bourse:

- le financement de projets par l'entrée de minoritaires, industriels ou financiers, au capital de sociétés ou filiales dédiées. Cette solution est d'ores et déjà pratiquée par la société comme le révèle la récente **entrée de la CDC au capital de Volitalia Guyane** (20% pour 3.1 millions d'euros) ainsi que l'annonce de la **filialisation des activités solaires en France et en Grèce** ;
- la vente de permis de construire purgés nous paraît envisageable (surtout à partir de 2010) au regard de l'importance du portefeuille en développement (1100 MW) ;
- la vente à terme des crédits carbone qui seront générés au Brésil (sur la bourse de l'environnement Bluenext ou auprès d'industriels souhaitant sécuriser leurs émissions polluantes) ;
- le recours à l'investissement défiscalisant (ex : loi TEPA, holding ou fonds ISF...).

L'arrivée de la CDC en tant que minoritaire valorise les capitaux propres de Volitalia Guyane à 15.5 M€. L'apport en fonds propres de 3.1 M€ permis par cette stratégie permettra à Volitalia Guyane de lever environ 15 M€ en dettes sans faire appel au marché.

LE FINANCEMENT PAR LA DETTE

Dans le contexte actuel de crise de liquidité, le secteur des EnR dispose, comparativement aux autres secteurs, d'atouts non négligeables devant la raréfaction des crédits accordés par les banques : un chiffre d'affaires récurrent et garanti par des contrats de long terme auprès des grands opérateurs nationaux, une consommation électrique mondiale structurellement en hausse, un secteur promu par les pouvoirs publics en Europe et aux Etats-Unis (objectifs environnementaux, politiques, économiques...).

De plus, dans le cas où la récession mondiale transformerait cette crise de liquidité en crise de solvabilité, les projets d'investissements des producteurs d'électricité renouvelable, dont la rentabilité est connue à l'avance, seraient parmi les moins risqués...

Volitalia, dont l'ensemble de l'activité sera sécurisée par des contrats de long terme (15 à 20 ans), devrait selon nous bénéficier de l'avantage comparatif de son secteur aux yeux des banquiers. Bien qu'aujourd'hui la société ne soit pas comparable aux acteurs établis tels que EDF EN ou Séchilienne, sa volonté de faire entrer au capital de ses filiales des financiers ou des industriels de poids nous semble un élément très favorable pour emporter l'adhésion des banquiers. A cet égard, la récente entrée de la CDC au capital de Volitalia Guyane ainsi que l'annonce de la filialisation des activités solaires en France et en Grèce confirment à nos yeux la bonne orientation de la société pour l'avenir.

EVALUATION DES BESOINS DE FINANCEMENT 2009 - 2013

M€	2009	2010	2011	2012	2013
Investissements	139999	296901	248515	246337	140470
Fonds propres	28000	59380	49703	49267	28094
<i>Volitalia</i>	22400	47504	39762	39414	22475
<i>Minoritaires</i>	5600	11876	9941	9853	5619
Dettes	111999	237521	198812	197070	112376

VALORISATION CENTRALE : 13.95 €

La valorisation de la société ressort à 13.95 € par action, soit un objectif en baisse de 27 % par rapport à notre Flash du 27 octobre 2008 (19.2 €). Cette moindre valorisation s'explique par :

- un objectif de capacité installée plus faible à fin 2013 ;
- un changement de méthodologie dans le calcul de la somme des parties ;
- la forte baisse des multiples boursiers ;
- la hausse du WACC à 7.36% (contre 7.08%) due essentiellement à l'augmentation de la prime de risque (11% contre 5.8%).

RECAPITULATIF DE LA VALORISATION

	Cours	décote	Pondération	cours décoté
Actualisation des FCF	20,47	0,0%	30%	20,47
Comparaison sectorielle	11,37	30,0%	30%	7,96
Somme des parties	13,55	0,0%	40%	13,55
Valorisation centrale				13,95

COMPARABLES COTES : 7.96 €

Sur la base d'une dette nette 2008 estimée à 27.6 M€, la capitalisation moyenne de Volitalia par la méthode des comparables ressort à 125 M€ soit , après décote de 30%, à 7.96 € par action.

	Ev/CA09	Ev/CA 10	Ev/CA 11	Ev/EBIT DA 09	Ev/EBIT DA 10	Ev/EBIT DA 11	Ev/EBIT 09	Ev/EBIT 10	Ev/EBIT 11
Iberdrola Renovables	6,54	5,83	5,52	10,31	8,94	7,92	16,87	14,68	13,02
Aerowatt	4,38	2,39	1,75	7,00	4,04	2,69	11,17	5,36	3,89
EDF EN	4,18	3,87	4,25	11,94	10,54	10,36	18,11	15,41	14,80
Sechilienne Sidec	5,03	5,13	5,50	11,01	11,74	11,87	13,06	13,52	14,24
Theolia SA	3,00	2,52	3,35	10,10	7,18	7,36	24,35	13,26	14,51
Velcan Energy	2,78	2,05		6,03	3,79		7,67	4,89	
médiane	4,28	3,19	4,25	10,20	8,06	7,92	14,97	13,39	14,24
VE (M€)	35,0	99,1	271,6	46,5	171,6	364,6	-1,9	55,6	187,8
DN 2008 (est)	28,7								
Capi Volitalia (M€)	6,3	70,4	242,9	17,8	142,9	335,9	ns	26,8	159,1

Source : Factset, Global Equities

Sur ses cours actuels, la capitalisation de Volitalia demeure sous valorisée par rapport à ses pairs en 2010 et 2011. Cet écart s'explique sans doute par son statut de start-up énergétique dont le portefeuille en exploitation est encore faible et par les craintes du marché concernant le financement de ses projets. Selon nous, la société devrait progressivement rattraper son retard sur le secteur à partir de 2010.

	Ev/CA 09	Ev/CA 10	Ev/CA 11	Ev/EBITDA 09	Ev/EBITDA 10	Ev/EBITDA 11	Ev/EBIT 09	Ev/EBIT 10	Ev/EBIT 11
Médiane du secteur	4,28	3,19	4,25	10,20	8,06	7,92	14,97	13,39	14,24
Multiples actuels	7,89	2,08	1,01	14,16	3,03	1,40	ns	15,55	4,89
Décote(-)/prime(+)	84,4%	-34,9%	-76,2%	38,8%	-62,4%	-82,3%	ns	16,1%	-65,7%

Source : Factset, Global Equities

SOMME DES PARTIES : 13.55 €

Dans cette méthode, nous valorisons en 2013 une capacité installée de 500 MW **au coût d'investissement normatif actuel**. Nous appliquons à la valorisation obtenue une prime de 20%, plutôt conservatrice au regard de la prime constatée sur l'éolien en 2007-2008 autour de 40% (coût d'investissement : 1.4 M€ ; prix de transaction moyen : 2 M€). Après avoir retranché la dette nette estimée en 2013, la capitalisation est actualisée par un **TRI de 25%** sur cinq années.

	MW	Coût MW (M€)	VE (M€)	% VE
EXPLOITATION				
Biomasse chaleur	6	0,85	35,55	3,3%
Biomasse électrique	1,5	2,30	5,10	
Eolien	18	1,50	3,45	
			27,00	
CONSTRUCTION				
			34,06	3,2%
Biomasse électrique	1,7	2,30	3,91	
Eolien	12	1,50	18,00	
Hydraulique	4,5	2,50	11,25	
Solaire	0,2	4,50	0,90	
PC ok				
			94,60	8,8%
Biomasse chaleur	32	0,85	27,20	
Biomasse électrique	10	2,30	23,00	
Eolien	12	1,50	18,00	
Hydraulique	7,5	2,50	18,75	
Solaire	1,7	4,50	7,65	
DVPT				
			636,36	64,9%
Eolien	161,93	1,50	242,90	
Hydraulique	64,28	2,50	160,69	
Solaire	65,06	4,50	292,77	
ETUDE				
			212,40	19,8%
Biomasse chaleur	2,93	0,85	2,49	
Biomasse électrique	3,45	2,30	7,94	
Eolien	58,40	1,50	87,60	
Hydraulique	25,50	2,50	63,75	
Solaire	11,25	4,50	50,63	
Total				
			1073	100%
VE + prime			1288	
DN 2013			832	
Capitalisation			456	
Nombre d'actions			11,020867	
Cours action 2013			41,35	
Cours action 2009 (€)			13,55	

SOMME DES PARTIES A LA CASSE : 3.3 €

En ces temps d'extrême prudence des marchés nous avons voulu, pour l'exercice, estimer la valeur de la société si elle n'était pas en mesure de financer la poursuite de son activité au delà des MW aujourd'hui en construction.

Dans cette méthode, les MW en exploitation et en construction demeurent valorisés à leur coût d'investissement normatif et ne font l'objet d'aucune prime. Les 63 MW pour lesquels la société détient des permis de construire purgés sont valorisés à 20% du coût d'investissement normatif, prenant ainsi en compte le goodwill lié au développement.

	MW	VE / MW	VE (M€)	% VE
EXPLOITATION				
Biomasse thermique	6	0,85	35,55	40,2%
Biomasse électrique	1,5	2,30	5,10	
Eolien	18	1,50	3,45	
			27,00	
CONSTRUCTION				
			34,06	38,5%
Biomasse thermique				
Biomasse électrique	1,7	2,30	3,91	
Eolien*	12	1,50	18,00	
Hydraulique*	4,5	2,50	11,25	
Solaire	0,2	4,50	0,90	
PC ok				
			18,92	21,4%
Biomasse thermique	32	0,17	5,44	
Biomasse électrique	10	0,46	4,60	
Eolien	12	0,30	3,60	
Hydraulique	7,5	0,50	3,75	
Solaire	1,7	0,90	1,53	
Total				
			88,53	100%
VE				
DN 2008 + dette projets en construction*			88,53	
Capitalisation			52,11	
Nombre d'actions			36,42	
Nombre d'actions			11,020867	
Cours action (€)			3,30	

ACTUALISATION DES FREE CASH FLOW : 20.47 €

Etant donné le niveau des investissements sur la période 2009-2013, nous avons estimé plus pertinent d'actualiser les cash flows dégagés à partir de 2013, lesquels reflètent davantage les conditions d'exploitation normales de l'activité. Dans un deuxième temps, **la capitalisation obtenue en 2013 est actualisée avec un TRI de 25%** sur cinq ans.

Les hypothèses qui président au modèle sont les suivantes :

- les cash flows sont actualisés sur la période 2013-2023. Compte tenu de l'importance des investissements d'ici à 2013, nous avons jugé plus pertinent de valoriser Volitalia sur les cash flows qu'elle dégagerait dans des conditions normales d'activité. Il faut noter que la société a pour stratégie de sécuriser son foncier sur deux cycles ce qui induira une rentabilité accrue à partir de 2029. En effet, les investissements de renouvellement seront plus faibles, entre 25% (biomasse) et 70% (éolien) de l'investissement initial ;
- le chiffre d'affaires est calculé sur la base des tarifs réglementés 2007. D'une année sur l'autre, l'apport en chiffre d'affaires généré par les nouveaux MW installés est calculé sur la base d'une mise en service moyenne au mois de juin. Cela explique une croissance du chiffre d'affaires de 14% en 2014 ;
- la marge opérationnelle augmente progressivement pour atteindre 30% en 2014, reflétant ainsi l'effet de levier sur la structure. Elle atteint 35% en 2023, du fait d'une croissance annuelle du chiffre d'affaires de 1.5% et de la stabilité des amortissements ;
- les amortissements sont calculés linéairement sur une durée de 15 ans pour l'éolien et le solaire, 20 ans pour l'hydraulique et la biomasse ;
- après 2013, nous comptabilisons un investissement annuel d'entretien de 1.5 M€ ;
- le BFR est évalué à 5% des investissements industriels ;
- le taux d'imposition retenu est de 30% afin de prendre en compte les avantages fiscaux dont bénéficie la société en Guyane et des taux d'IS moindres au Brésil et en Grèce ;
- le WACC est calculé sur la base d'un financement à 20% en capitaux propres et à 80% en dettes.

WACC	7,36%
Durée d'actualisation	10 ans
Croissance infinie du FCF	1,5%
Valeur terminale (K€)	1 864 714
Valeur terminale actualisée (K€)	916 615
Somme FCF actualisés (K€)	647 885
VE (K€)	1 564 501
Dettes nettes 2013 (K€)	876 137
Intérêt minoritaires (K€)	44242
Capitalisation (K€)	688 364
Nombre d'actions	11 020,9
Valeur théorique par action 2013	62,46
TRI → 2009	25%
Valeur théorique par action 2009	20,47

Frais fi nets	8%
pondération %	80%
Coût dette nette IS	5,60%
Capitaux propres	
pondération %	20%
Taux 10 ans	3,40%
Prime du marché	11,00%
Beta société	1
Coût des cp	14,40%
WACC	7,36%

Sensibilité du cours au TRI exigé							
TRI	10%	15%	20%	25%	30%	35%	40%
cours	38,8	31,1	25,1	20,5	16,8	13,9	11,6

	2013e	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e
Chiffre d'affaires	127 002	144 859	147 032	149 238	151 476	153 748	156 055	158 395	160 771	163 183	165 631
variation	33%	14%	1%	1%	1%	2%	1%	1%	1%	2%	2%
EBE	96 858	111 034	112 700	114 390	116 106	117 848	119 616	121 410	123 231	125 079	126 956
% CA	76%	77%	77%	77%	77%	77%	77%	77%	77%	77%	77%
Amortissements	63 296	68 177	68 177	68 177	68 177	68 177	68 177	68 177	68 177	68 177	67 457
% CA	50%	47%	46%	46%	45%	44%	44%	43%	42%	42%	41%
EBIT	33 563	42 858	44 523	46 214	47 929	49 671	51 439	53 233	55 054	56 903	59 499
% CA	26%	30%	30%	31%	32%	32%	33%	34%	34%	35%	36%
Taux d'imposition normalif	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%
Impôt	10 069	12 857	13 357	13 864	14 379	14 901	15 432	15 970	16 516	17 071	17 850
CFE	86 789	98 177	99 343	100 526	101 727	102 947	104 184	105 440	106 715	108 009	109 106
variation	33,9%	13,1%	1,2%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%	2,2%
BFR	6 490	72	72	72	72	72	72	72	72	72	72
variation	5 293	-6 417	0	0	0	0	0	0	0	0	0
% CA	4,6%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Investissements	140 470	1 449	1 449	1 449	1 449	1 449	1 449	1 449	1 449	1 449	1 449
% CA	111%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%
FCF	-58 974	103 146	97 894	99 078	100 279	101 498	102 735	103 991	105 266	106 560	107 657
Durée d'actualisation	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
FCF actualisés	-58 974	96 075	84 932	80 066	75 481	71 161	67 091	63 256	59 642	56 236	52 920

Relations entre le département de Corporate Finance de Global Equities et la société ?

OUI,

Conflit d'intérêt entre la société et Global Equities ?

NON

Conflit d'intérêt entre la société et l'analyste financier ?

NON

L'analyse financière a-t-elle été communiquée à la société avant sa publication ?

OUI

Le présent document a pour seul but d'informer, et son contenu ne doit pas être considéré ni comme une offre, ni comme une sollicitation d'offre, d'acheter ou de vendre un des instruments financiers, ni comme une offre contractuelle en général; et aucune garantie n'est donnée concernant son exactitude, son caractère exhaustif ou sa transparence. Nous vous prions de bien vouloir solliciter l'avis de votre propre conseil juridique ou tout autre professionnel compétent concernant le contenu de ce Message.

Les informations contenues dans ce document proviennent de sources dignes de foi mais ne peuvent être garanties. Les opinions et recommandations exprimées dans ce document reflètent le contexte actuel et elles peuvent être révisées à tout moment sans préavis. Le présent document et les informations qu'il contient ne peuvent être diffusés sans notre accord préalable