

Date de première diffusion : 4 mai 2011

Theolia

La visibilité accrue sur la qualité des actifs du groupe met en lumière une valorisation trop exigeante

Des résultats 2010 encore impactés par des éléments exceptionnels

Pour le compte de l'exercice 2010, Theolia a publié un résultat d'exploitation de -34,5 M€, encore largement impacté par des charges exceptionnelles liées aux errements passés du groupe. De plus, malgré la gestion proactive du nouveau management de Theolia, le désengagement des activités non éoliennes déficitaires n'est pas achevé et l'activité de trading de parcs en Allemagne semble dans une impasse. Ainsi, de nouvelles charges exceptionnelles ne sont pas à exclure au cours des prochains exercices.

Des performances opérationnelles durablement faibles

Au-delà de ces éléments exceptionnels, Theolia affiche en 2010 des performances opérationnelles décevantes, dont le redressement ne saurait être rapide. En effet, l'activité d'exploitation pour compte propre devrait durablement afficher une rentabilité inférieure aux standards du secteur, compte tenu de la qualité dégradée du portefeuille d'actifs en Allemagne et au Maroc. L'activité d'exploitation pour compte de tiers devrait elle afficher une marge d'EBITDA structurellement faible en raison notamment des garanties de rendement données aux propriétaires des parcs.

La réduction des subventions, malgré Fukushima, pénalise l'industrie éolienne, à l'heure d'une certaine stabilisation des coûts de production

Dans un contexte de crise des dettes souveraines européennes, au-delà des discours tenus postérieurement à la catastrophe de Fukushima, les principaux états ciblés par Theolia ne semblent pas avoir les moyens de leurs ambitions en termes de développement des énergies vertes. A l'inverse, les mesures récemment prises par les gouvernements français et italien vont clairement dans le sens d'une réduction des subventions versées à la filière éolienne et/ou d'une limitation des projets développés. Ceci est d'autant plus pénalisant pour cette filière que le coût de production du kWh éolien tend à se stabiliser, après deux décennies de forte déflation, et ce, principalement en raison de la hausse du cours de l'acier.

La comparaison avec les autres acteurs du secteur met en lumière une valorisation beaucoup trop élevée

La nouvelle stratégie adoptée par Theolia, privilégiant l'exploitation de parcs pour compte propre et limitant les cessions de parcs à son activité de trading en Allemagne, offre davantage de visibilité sur ses perspectives futures mais améliore également sa comparabilité avec les autres exploitants de parcs éoliens. Toutefois, cette comparabilité retrouvée met en lumière des multiples de valorisation particulièrement élevés par rapport à ces autres acteurs, et ce, alors même que 1/ Theolia affiche des perspectives de croissance et de rentabilité inférieures, 2/ de nouvelles charges exceptionnelles ne sont pas à exclure et 3/ le groupe reste exposé au risque de remboursement de son OCEANE au 1^{er} janvier 2015. Notre objectif de cours ressort à 1,00 € par titre, impliquant un potentiel de baisse de -27,5%. Nous adoptons donc une opinion Vente Fort sur le titre.

Nicolas DAVID

Analyste Financier
ndavid@genesta-finance.com
01.45.63.68.87

Opinion

5. Vente Fort

Cours (clôture au 4 mai 11)

1,38 €

Objectif de cours

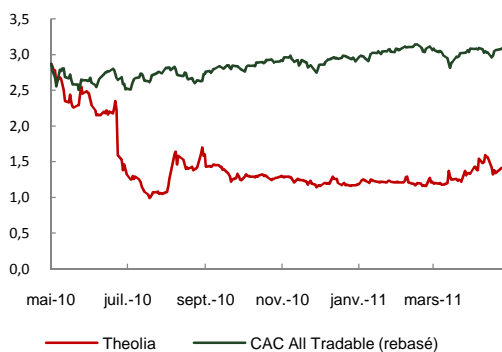
1,00 € (-27,5 %)

Données boursières

Code Reuters / Bloomberg	TEO.PA / TEO:FP
Capitalisation boursière	155,54 M€
Valeur d'entreprise	384,33 M€
Flottant	129,6 M€ (83,2 %)
Nombre d'actions	112 710 902
Volume quotidien	3 883 530 €
Taux de rotation du capital (1 an)	702,55 %
Plus Haut (52 sem.)	2,87 €
Plus Bas (52 sem.)	0,99 €

Performances

Absolute	1 mois	6 mois	12 mois
	-2,8 %	+7,8 %	-51,2 %



Actionnariat

Concert (Salik, Meeus, CRC Active Value) : 13,6 % ;
Willi Balz : 3,2 % ; Autres investisseurs : 83,2%

Agenda

Non communiqué par la société

Chiffres Clés

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
CA (M€)	294,4	154,5	56,1	60,8	68,0
Evolution (%)	320,8%	-47,5%	-63,7%	8,5%	11,8%
EBE (M€)	22,2	13,9	25,8	36,6	42,5
ROP (M€)	23,4	-19,7	8,2	18,4	23,1
Marge d'expl. (%)	7,9%	-12,7%	14,6%	30,2%	34,0%
Res. Net. Pg (M€)	-24,8	5,9	-7,5	4,8	9,2
Marge nette (%)	-8,4%	3,8%	-13,4%	7,9%	13,5%
BPA	-0,62	0,08	-0,07	0,04	0,08

Ratios

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
VE / CA	1,8	2,5	7,5	7,1	6,3
VE / EBE	23,7	27,6	16,3	11,7	10,1
VE / REX	20,2	-11,1	51,1	23,4	18,6
P / E	-4,7	22,0	-20,7	32,5	17,0
Gearing (%)	263%	107%	114%	116%	111%
Dettes nette / EBE	17,8	17,1	9,5	7,0	6,0
RCE (%)	5,0%	-7,9%	1,7%	3,6%	4,5%

Genesta dispose du statut de Conseiller en Investissements Financiers et est membre de l'AACIF (Numéro d'agrément AMF : B000119).

Voir avertissements importants en fin de document. Pour plus d'informations sur Genesta et ses procédures internes, se référer au site Internet www.genesta-finance.com.

Présentation de la société

L'exploitation pour compte propre est à nouveau au cœur de la stratégie de Theolia

Historiquement développeur et exploitant de parcs éoliens pour compte propre, Theolia a été contraint de céder de nombreux actifs en urgence, entre 2009 et 2010, afin de faire face à ses échéances obligataires. Grâce à sa restructuration financière, Theolia a pu mettre un terme à ces cessions destructrices de valeur et vise aujourd'hui à reconstituer progressivement son portefeuille de parcs exploités pour compte propre. Pour cela, Theolia s'appuie sur un pipeline de projets important et une capacité financière devant lui permettre de mettre en service près de 100 MW de parcs d'ici fin 2014, pour son propre compte. Par ailleurs, Theolia mise également sur un véhicule de co-investissement afin d'accélérer sa croissance.

Une exposition forte aux marchés d'Europe de l'Ouest

Theolia exploite aujourd'hui des parcs éoliens dans 3 pays d'Europe de l'Ouest (Allemagne, France et Italie) et au Maroc :

- Malgré les importantes cessions de parcs opérées en 2009 et en 2010 et une certaine volonté de diversification, l'Allemagne reste de loin le premier marché de Theolia, avec 145 MW exploités pour compte propre au 31 décembre 2010. Le portefeuille d'actifs productifs de Theolia dans le pays est constitué de nombreux parcs de petite taille ce qui ne permet pas au groupe de dégager un niveau de rentabilité élevé.
- La France est aujourd'hui un marché clé pour Theolia, qui dispose de 73 MW exploités pour compte propre et de 45 MW de projets en cours de réalisation dans le pays au 31 décembre 2010.
- Theolia, qui a mis en service en 2010 son premier parc éolien en Italie, pour une puissance nette de 15 MW, mise beaucoup sur ce pays dans lequel les tarifs de rachat de l'électricité sont particulièrement attractifs. Ainsi, l'Italie concentre une part importante du pipeline de projets du groupe avec notamment 99 MW de permis libres de tout recours.
- Le groupe dispose également de 50 MW exploités pour compte propre au Maroc mais les conditions contractuellement défavorables d'exploitation et la sous-productivité de ce parc limitent sa valeur au sein du portefeuille de Theolia.

Méthode de valorisation

DCF

En raison de la forte baisse des ventes de parcs éoliens, le chiffre d'affaires de Theolia devrait à nouveau décroître fortement en 2011. Toutefois, nous anticipons la mise en service de 93 MW de parcs éoliens pour compte propre sur la période 2011-2014, entraînant une nette hausse du chiffre d'affaires de vente d'électricité, activité très contributive à la rentabilité du groupe. Ainsi, malgré le poids persistant de l'activité d'exploitation pour compte de tiers sur sa rentabilité, Theolia devrait sensiblement améliorer sa marge d'EBITDA au cours des prochains exercices.

L'actualisation des FCF opérationnels sur 20 ans, en appliquant un WACC de 6,80 %, valorise le titre à 1,21 € par action.

Somme des Parties

Nous avons également retenu la somme des parties, compte tenu du positionnement géographique multiple de Theolia et de son business modèle orienté projets. Nous avons principalement valorisé le portefeuille de parcs exploités pour compte propre par le groupe, avec :

- Les parcs actuellement en service, soit 283 MW, affichant une valorisation brute (valeur d'entreprise) moyenne de 0,8 M€/MW, notamment impactée par la faible valorisation du parc situé au Maroc ;
- Les 151 MW de parcs disposant d'un permis de construire, affichant une valorisation nette (valeur des fonds propres) moyenne par MW de 0,6 M€/MW, portée par le pipeline italien ;

Après prise en compte des autres activités du groupe et des charges corporate, la valorisation par somme des parties ressort à 0,92 € par action.

Comparables boursiers

Nous avons retenu un échantillon de 4 sociétés smallcaps européennes spécialisées dans l'exploitation de parcs éoliens pour compte propre : Aerowatt, Alerion CleanPower, Fersa Energias Renovables et Falck Renewables. La valorisation de Theolia par la méthode des comparables boursiers ressort à 0,87 € par action.

Notre objectif de cours, issu de la moyenne de ces trois méthodes, ressort à 1,00 € par action.

SWOT

Forces

- Savoir-faire intégré, allant du développement, à la mise en service, jusqu'à l'exploitation d'un parc éolien
- 151 MW de permis obtenus et purgés de tout recours
- Pipeline de projets important en Italie, pouvant bénéficier de tarifs avantageux

Faiblesses

- La gestion de l'ancienne équipe dirigeante pénalise encore la société
- Un portefeuille de parcs de qualité moyenne, suite aux cessions opérées en 2009 et en 2010
- Situation financière toujours fragile et laissant peu de marge de manœuvre
- Manque de diversification géographique

Opportunités

- Possibilité de repowering au niveau de certains parcs sous-productifs, permettant d'améliorer le load factor moyen du portefeuille d'actifs
- Développement de parcs en co-investissement, avec d'autres acteurs de la filière, afin d'accélérer la croissance

Menaces

- Remboursement potentiel de l'OCEANE à partir du 1^{er} janvier 2015
- Risque de baisse sensible, à court terme, des tarifs de rachat en Italie
- Evolution à la baisse de l'ensemble des tarifs de rachat éoliens à moyen et long termes
- Durcissement des critères de délivrance des permis de construire

Synthèse et Opinion

Theolia bénéficie aujourd'hui d'une stratégie claire et d'une situation financière assainie...

Après avoir cédé 204 MW de parcs éoliens en urgence en 2009 et en 2010, et ce, afin de faire face à ses échéances obligataires, Theolia a opéré une restructuration de son OCEANE et une augmentation de capital lui permettant de mettre un terme à cette stratégie destructrice de valeur. Aujourd'hui, fort de cette situation financière assainie, le groupe souhaite limiter les cessions de parcs à son activité de trading en Allemagne, pour accroître à nouveau son portefeuille d'actifs productifs. Pour cela, Theolia s'appuie notamment sur 151 MW de permis libres de tout recours dont le développement est prévu d'ici la fin de l'année 2014.

...mais affiche des performances opérationnelles inférieures aux standards du secteur

Theolia continue de souffrir de la stratégie menée par son ancien management et a encore constaté près de 30 M€ de charges, provisions et amortissements exceptionnels pour le compte de l'exercice 2010. De plus, Theolia affiche des performances opérationnelles, hors éléments exceptionnels, nettement inférieures aux standards du secteur, avec 1/ une marge d'EBITDA de 69 % pour l'activité d'exploitation pour compte propre (contre 75 à 80 % pour les autres acteurs du secteur), en raison principalement de la qualité moyenne du portefeuille d'actifs productifs du groupe en Allemagne et au Maroc, et 2/ des pertes récurrentes au niveau de l'activité d'exploitation pour compte de tiers, en raison de contrats aux conditions désavantageuses pour le groupe.

La visibilité retrouvée sur la qualité des actifs du groupe met en lumière une valorisation trop exigeante

Compte tenu de sa nouvelle stratégie largement orientée vers l'exploitation de parcs éoliens pour compte propre, les performances opérationnelles et financières de Theolia peuvent être comparées aux autres exploitants de fermes éoliennes cotés, tels que EDF Energies Nouvelles, Iberdrola Renovables ou Aerowatt. Une telle comparaison met clairement en lumière la valorisation actuellement élevée de Theolia par rapport à ces acteurs.



Sommaire

1	Rappels concernant le positionnement et l'historique de la société	4
1.1	L'exploitation de parcs pour compte propre est à nouveau au cœur de la stratégie du groupe	4
1.2	Une exposition toujours importante au marché ouest européen, malgré une volonté de diversification	5
2	Des résultats 2010 de transition, mettant en lumière des problèmes opérationnels de fonds	6
2.1	Un retraitement du chiffre d'affaires reflétant mieux la valeur ajoutée dégagée par le groupe	6
2.2	Une rentabilité « courante » en dessous des standards du secteur	7
2.3	Reprise du développement de parcs pour compte propre, grâce à une situation financière assainie	9
3	La volonté de développer la filière verte ne suffit pas, il faut également des moyens !	9
3.1	Les états européens n'ont pas les moyens de leurs ambitions.....	9
3.2	Le coût de production de l'électricité d'origine éolienne tend à se stabiliser	12
4	Prévisions	15
4.1	Une visibilité retrouvée concernant l'évolution du chiffre d'affaires... ..	15
4.2	Mais les problématiques opérationnelles du groupe pèseront durablement sur sa rentabilité	16
4.3	La problématique du remboursement de l'OCEANE n'est pas totalement écartée	16
4.4	La visibilité retrouvée sur la qualité du périmètre du groupe met en lumière une valorisation élevée.....	17
5	Valorisation	18
5.1	Valorisation par la somme des parties.....	18
5.2	DCF	19
5.3	Comparables	21
6	Annexes	24
6.1	Portefeuille de parcs éoliens exploités pour compte propre par Theolia sur le territoire français.....	24
7	Synthèse des comptes	25
7.1	Compte de résultats simplifié	25
7.2	Bilan – principaux agrégats	25
7.3	Tableau des flux de trésorerie – principaux agrégats	25
7.4	Ratios financiers	26
8	Avertissements importants	27
8.1	Définition des opinions et objectifs de cours de Genesta Equity Research	27
8.2	Détection de conflits d'intérêts potentiels	27
8.3	Historique des opinions et objectifs de cours relatifs à la valeur au cours des 12 derniers mois.....	27
8.4	Répartition des opinions	27
8.5	Avertissement complémentaire.....	28

1 Rappels concernant le positionnement et l'historique de la société

1.1 L'exploitation de parcs pour compte propre est à nouveau au cœur de la stratégie du groupe

LA FIN DE L'URGENCE FINANCIERE...

Historiquement développeur et exploitant de parcs éoliens pour compte propre, Theolia a mené une stratégie de croissance externe particulièrement agressive entre 2005 et 2008, et ce, alors que la valorisation des cibles était au plus haut. Cette stratégie a amené Theolia à fortement s'endetter sur cette période, avec notamment l'émission d'une OCEANE de 240 M€ en 2007, endettement que le groupe n'était plus en mesure de supporter compte tenu du retournement de l'économie mondiale et de la crise du crédit. En effet, la chute du cours de bourse de Theolia, à un niveau nettement inférieur au prix de conversion des OCEANE, et la baisse des cash-flows générés laissent présager de la demande de remboursement anticipé de ces OCEANE, dès janvier 2012. Theolia étant alors dans l'impossibilité de faire face à cette échéance de remboursement ou de se refinancer dans des conditions acceptables, le groupe a été contraint d'opérer des cessions de parcs éoliens en service ou en cours de construction en 2009 et au S1 2010. Ainsi, Theolia aura réalisé la cession de 204 MW de parcs éoliens sur la période, faisant passer le portefeuille de centrales exploitées pour compte propre de 360 MW à fin 2008 à 267 MW au 30 juin 2010.

Le groupe est finalement parvenu à restructurer sa dette financière en 2010, en réalisant une augmentation de capital de 60,5 M€, le 20 juillet 2010, et en négociant un allongement de la maturité de ses OCEANE ainsi qu'une modification des parités de conversion. Ainsi, Theolia parvient à réduire son endettement net de 396,3 M€ au 31 décembre 2009 à 249,1 M€ au 31 décembre 2010 et à repousser le risque de remboursement de ses OCEANE au plus tôt au 1^{er} janvier 2015. Ceci permet au groupe de mettre un terme à son programme de cessions d'actifs et d'envisager à nouveau l'accroissement de son portefeuille de parcs exploités pour compte propre, grâce à une structure financière assainie.

...PERMET A THEOLIA DE REDEVELOPPER SON PORTEFEUILLE DE PARCS EOLIENS POUR COMPTE PROPRE...

Fort de cette situation financière assainie, Theolia vise à reconstituer progressivement son portefeuille de parcs éoliens exploités pour compte propre. Pour cela, le groupe s'appuie sur un pipeline de projets important et une capacité financière devant lui permettre de mettre en service près de 100 MW de capacités éoliennes à horizon 2014 pour son propre compte.

Evolution du portefeuille de parcs éoliens de Theolia, en exploitation et en réalisation, au cours de l'exercice 2010

(MW)	31/12/2009	31/03/2010	30/06/2010	31/12/2010
Parcs exploités pour compte propre	322	319	267	283
Parcs exploités pour compte de tiers	458	463	518	587
Parcs en construction	44	30	23	25
Permis obtenus	266	268	108	126

Source : Theolia

Cette nouvelle stratégie s'est matérialisée dès le S2 2010, avec la mise en service d'un parc de 30 MW en Italie, détenu à 50 % par le groupe, et la mise en chantier de 18 MW d'actifs productifs en France, permettant à Theolia d'afficher au 31 décembre 2010 une progression de son portefeuille de parcs éoliens détenus en propre à 283 MW, et ce, pour la première fois depuis début 2009. Ceci devrait permettre à Theolia d'afficher une progression de son chiffre d'affaires de vente d'électricité pour compte propre dès l'exercice 2011, après la décroissance liée aux cessions de parcs observées depuis 2009.

Toutefois, Theolia affiche toujours des capacités financières trop limitées, ne lui permettant pas de mettre en service l'intégralité de son pipeline de projets pour son compte propre, et ce, malgré la restructuration de sa dette. Le groupe ne souhaitant plus céder des projets à des tiers, en dehors de son activité de trading en Allemagne, il cherche aujourd'hui à nouer des partenariats capitalistiques avec d'autres acteurs du secteur, afin de réaliser des projets en co-investissement.

...ET AINSI DE REGAGNER PROGRESSIVEMENT EN VISIBILITE CONCERNANT SON CHIFFRE D'AFFAIRES ET SA RENTABILITE

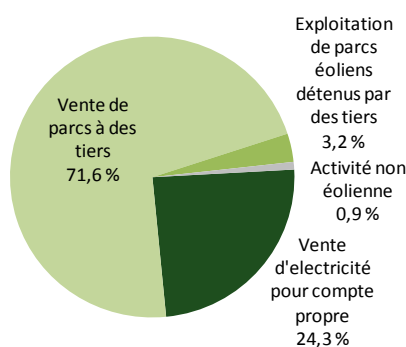
En raison des importantes cessions de parcs éoliens réalisées depuis 2009, Theolia a affiché des niveaux de chiffre d'affaires particulièrement erratiques au cours des exercices précédents, venant brouiller la visibilité concernant l'activité du groupe. Ainsi, sous l'effet du programme de cessions, le chiffre d'affaires de Theolia a été multiplié par 4,7 en 2009 pour ensuite fortement diminuer en 2010, en raison de l'arrêt des cessions au S2 2010. Compte tenu de l'impact en années pleine de l'arrêt du programme de cession, le chiffre d'affaires de Theolia est attendu une nouvelle fois en forte décroissance en 2011, vers un niveau que l'on peut considérer comme reflétant sa nouvelle stratégie orientée vers davantage d'exploitation pour compte propre.

De plus, les cessions de parcs étant généralement accompagnées de contrats de gestion pour le compte de l'acquéreur, ce programme de cessions a entraîné une croissance du chiffre d'affaires lié à l'exploitation de parcs pour compte de tiers. Dans le cadre de ces contrats, Theolia opère alors suivant deux modèles économiques différents :

- l'exploitation de parcs avec un rendement contractuellement garanti aux propriétaires : dans ce cas, Theolia perçoit le surplus de production du parc exploité mais peut comptabiliser des pertes en cas de production insuffisante du parc.
- l'exploitation de parcs sans rendement garanti : sur ce modèle, Theolia perçoit soit 1/ un pourcentage fixe, de l'ordre de 5 %, du chiffre d'affaires issu de la revente de l'électricité produite par le parc, soit 2/ des honoraires fixes non directement liés au niveau de production électrique du parc.

Compte tenu des ventes importantes de parcs éoliens réalisées au S1 2010, le chiffre d'affaires publié par Theolia pour le compte de l'exercice 2010 est peu représentatif de l'évolution attendue de son activité au cours des prochains exercices. Ainsi, l'exploitation de parcs pour compte propre devrait être, à terme, la seule activité significative de Theolia, en dehors de certaines ventes exceptionnelles de parcs liées à son activité de trading en Allemagne.

Détail du chiffre d'affaires 2010 de THEOLIA par activité, post retraitement¹



Source : Theolia

LES ACTIVITES NON EOLIENNES SONT DESORMAIS MARGINALES DANS LE PORTEFEUILLE DU GROUPE

Jusqu'en 2009, le groupe était également présent dans des filières renouvelables non-éoliennes, mais ces activités non stratégiques dans le portefeuille ont en grande partie été cédées, et ce afin d'accéder à des liquidités, de rétablir la rentabilité du groupe, et de se recentrer sur le véritable cœur de métier éolien. S'il reste encore des entités du pôle environnement dans le groupe (ex : Seres Environnement), ainsi que des actifs productifs non éoliens (ex : un parc solaire en Allemagne), ceux-ci sont voués à être cédés. Cependant, le groupe ne souhaite plus aujourd'hui céder ces activités dans la précipitation afin d'éviter les ventes à pertes, comme cela aurait pu être le cas pour certaines entités au plus fort de la crise en 2009. La contribution actuelle de ces activités au chiffre d'affaires du groupe est marginale, 1,4 M€ en 2010 principalement généré par l'exploitation du parc solaire en Allemagne.

1.2 Une exposition toujours importante au marché ouest européen, malgré une volonté de diversification

Le portefeuille de parcs éoliens de Theolia est historiquement centré sur l'Allemagne, compte tenu de l'attitude particulièrement volontariste du gouvernement allemand en matière d'énergies renouvelables. Malgré une certaine diversification au cours des derniers exercices, l'Allemagne reste le premier marché de Theolia, avec 145 MW exploités pour compte propre au 31 décembre 2010, soit plus de 50 % de son portefeuille. Le portefeuille d'actifs productifs pour compte propre de Theolia dans le pays est constitué de 18 parcs de petite taille (puissance inférieure à 6 MW) et de 7 parcs d'une puissance comprise entre 6 et 27 MW. Le nombre important de parcs de petite taille ne permet pas au groupe de dégager un niveau de rentabilité élevé dans ce pays. Toutefois, les parcs éoliens du groupe étant relativement bien répartis sur le territoire allemand, cette configuration réduit les risques liés aux aléas climatiques.

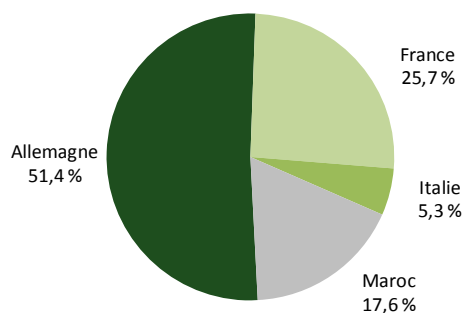
Theolia, qui a accéléré son développement en France en 2005 grâce à l'acquisition de la société Ventura et la consolidation de la société Natenco SAS, dispose au 31 décembre 2010 d'un portefeuille de parcs pour compte propre de 73 MW dans le pays. Le portefeuille d'actifs productifs de Theolia en France est composé de parcs de taille moyenne (puissance comprise entre 6 et 12 MW) spécifiquement basés dans des zones de fort gisement éolien (cf. Annexe 6.1). La France est aujourd'hui un pays à fort potentiel pour le groupe car il concentre une part significative de son pipeline de projets.

¹ Theolia a opéré en 2010 un retraitement concernant le mode de reconnaissance du chiffre d'affaires d'exploitation pour compte de tiers. Ce retraitement est expliqué dans le chapitre 2.1 de ce document.

Theolia exploite également, pour compte propre, un parc de 50 MW au Maroc (soit 17,6 % de son portefeuille). Toutefois, l'ONE (Office National de l'Electricité), unique distributeur d'électricité au Maroc, a la possibilité de rompre unilatéralement le contrat de rachat de l'électricité produite par ce parc, moyennant une indemnité de 20 M\$ (montant estimé sur la base du taux de conversion du Dirham marocain en Dollar US au 31 décembre 2010). De plus, la concession dont bénéficie Theolia en vue de l'exploitation de ce parc éolien arrivera à terme en 2019. Ces éléments négatifs limitent la valeur de cet actif au sein du portefeuille de Theolia.

Theolia a mis en service en 2010, son premier parc éolien en Italie et le groupe mise beaucoup sur ce pays dans lequel les tarifs de rachat de l'électricité éolienne sont particulièrement attractifs. Ainsi, l'Italie concentre également une part importante du pipeline de projets du groupe et c'est notamment dans ce pays que Theolia vise à mettre en place des projets en co-investissement.

Détail du portefeuille de parcs éoliens exploités en compte propre par Theolia par pays, au 31 décembre 2010 (total de 283 MW)



Source : Theolia

Détail du pipeline de projets de Theolia par pays et par état d'avancement, au 31 décembre 2010

Au 31/12/2010 (MW)	Développement	Permis déposés	Total projets en développement	Permis obtenus	En construction	Total projets en réalisation	Parcs exploités pour compte propre
France	178	144	322	27	18	45	73
Italie	90	165	255	99	-	99	15
Allemagne	4	35	39	-	7	7	145
Maroc	-	-	-	-	-	-	50
Total Projets	272	344	616	126	25	151	283

Source : Theolia

Enfin, Theolia cherche depuis plusieurs années à se développer dans certains pays émergents tels que l'Inde ou le Brésil mais les tentatives du groupe n'ont jusqu'à présent pas débouché sur des mises en service de parcs :

- Theolia souhaite aujourd'hui sortir de la joint-venture créée en Inde avec un partenaire local, malgré le potentiel de ce pays, car les conditions de ce partenariat ne lui sont pas favorables.
- Le groupe dispose actuellement d'une équipe et de 80 MW de projets en développement au Brésil mais l'échéancier de mise en service de ces parcs n'est pas défini.

2 Des résultats 2010 de transition, mettant en lumière des problèmes opérationnels de fonds

2.1 Un retraitement du chiffre d'affaires reflétant mieux la valeur ajoutée dégagée par le groupe

Après avoir publié, en février dernier, un chiffre d'affaires 2010 de 187,7 M€, Theolia a finalement annoncé lors de la publication de ses résultats 2010 le retraitement de ce chiffre d'affaires, impliquant un montant définitif de 154,5 M€.

En effet, historiquement, le chiffre d'affaires de l'activité d'exploitation pour compte de tiers était lié aux revenus issus de la vente de l'électricité produite par ces parcs, Theolia reversant ensuite un loyer fixe ou variable aux propriétaires. Au cours de l'exercice 2010, le groupe a décidé de ne comptabiliser en chiffre d'affaires que les honoraires de gestion, fixes ou variables suivant les contrats, liés à l'exploitation de ces parcs. Ainsi, après retraitement du mode de comptabilisation des revenus d'une grande majorité des contrats d'exploitation pour compte de tiers en Allemagne (contrats issus du rachat de Natenco), le chiffre d'affaires de cette activité ressort à 5,0 M€ sur l'exercice 2010, alors qu'il était initialement de 38,2 M€. Ces retraitements n'ont pas d'impact sur le niveau d'EBITDA de cette activité.

**Chiffre d'affaires 2010 de Theolia par activité,
avant et après retraitement de l'activité pour compte de tiers**

(M€)	Retraité			Initialement publié		
	2009	2010	Var.	2009	2010	Var.
Vente d'électricité pour compte propre	51,9	37,5	-27,7 %	51,9	37,5	-27,7 %
Développement, construction, vente	236,5	110,6	-53,2 %	236,5	110,6	-53,2 %
Exploitation pour compte de tiers	4,3	5,0	+16,3 %	38,5	38,2	-0,8 %
Activité non éolienne	1,7	1,4	-17,6 %	1,7	1,4	-17,6 %
Total Consolidé	294,4	154,5	-47,5 %	328,6	187,7	-42,9 %

Source : Theolia

Le retraitement du chiffre d'affaires de ces contrats historiques d'exploitation pour compte de tiers fait suite à une première initiative de Theolia consistant à signer des contrats d'exploitation rémunérés par des honoraires fixes, pour les parcs nouvellement mis en service pour le compte de tiers. Ces initiatives offrent désormais une meilleure visibilité, à la fois concernant la rentabilité de l'activité pour compte de tiers mais également concernant la valeur ajoutée dégagée par le groupe au niveau de ses différentes activités. En effet, le caractère historiquement disproportionné du chiffre d'affaires de l'activité d'exploitation pour compte de tiers au sein du chiffre d'affaires global de Theolia, au regard de l'EBITDA très faible généré par cette activité, venait brouiller la comparabilité de Theolia avec les autres acteurs du secteur.

Ainsi, à présent 1/ que Theolia souhaite réduire au maximum les ventes de parcs éoliens au cours des prochains exercices et 2/ que la contribution au chiffre d'affaires de l'activité d'exploitation pour compte de tiers est considérablement réduite, mais également mieux corrélée au niveau de valeur ajoutée réellement dégagée, le profil de Theolia apparaît désormais davantage comparable à celui des autres opérateurs de parcs éoliens tels que EDF Energies Nouvelles, Iberdrola Renovables, Aerowatt ou encore Terna Energy.

2.2 Une rentabilité « courante » en dessous des standards du secteur

UN RESULTAT OPERATIONNEL UNE NOUVELLE FOIS LOURDEMENT IMPACTE PAR DES CHARGES EXCEPTIONNELLES...

Pour le compte de l'exercice 2010, Theolia publie un EBITDA de 3,4 M€ et un EBIT de -34,5 M€, une nouvelle fois lourdement impactés par des charges, provisions et amortissements exceptionnels. En effet, sur l'exercice 2010, de Theolia a notamment enregistré :

- 1,2 M€ de charges exceptionnelles au niveau de son activité de vente d'électricité pour compte propre 1/ en Italie, en raison d'un surcoût lié à une opération de raccordement et 2/ en Allemagne, le groupe ne pouvant finalement pas bénéficier d'une subvention initialement attendue, suite au repowering d'un parc ;
- 9,0 M€ des charges pour dépréciations de créances clients en Allemagne, au niveau de son activité d'exploitation pour compte de tiers : ces créances sont liées à des contrats d'exploitation pour compte de tiers dont le niveau de rentabilité n'était pas garanti mais pour lesquels le groupe a historiquement surestimé le montant des reversements aux propriétaires, en raison d'un mauvais reporting concernant la productivité effective de ces parcs. Theolia envisage toujours de recouvrer ces créances mais, compte tenu de leur ancienneté, le groupe a préféré les déprécier ;
- 4,7 M€ de provisions pour pertes à terminaison, au niveau de l'activité d'exploitation pour compte de tiers : ces provisions sont liées à des contrats d'exploitation dont le rendement est contractuellement garanti aux propriétaires. Compte tenu d'une productivité inférieure aux anticipations, concernant certains de ces parcs, Theolia devrait afficher des pertes au cours de prochains exercices afin de rémunérer les propriétaires au montant prévu. Cette provision sera reprise chaque année jusqu'à la fin des contrats concernés pour compenser leur marge d'EBITDA négative ;
- la vente d'un important parc éolien de 55 MW en Allemagne pour un montant inférieur à son prix d'acquisition en 2007, compte tenu des impératifs de cession du groupe. Cette cession a entraîné une dépréciation de -3,6 M€ du goodwill attaché à ce parc depuis son acquisition en 2007 ;
- une dépréciation de 11 M€ au niveau du goodwill de la société Theolia Naturenergien (ex. Natenco GmbH), compte tenu de la révision en baisse des perspectives de son activité de trading de parcs en Allemagne. En effet, cette activité semble être dans une impasse, car Theolia n'est pas en mesure d'allouer les fonds nécessaires à son développement, le groupe préférant utiliser ses ressources financières afin de mettre en service des projets pour compte propre. Pour rappel, l'activité de trading de Theolia Naturenergien est particulièrement consommatrice de trésorerie car elle consiste en l'acquisition de parcs en cours de développement en vue de leur revente à une échéance plus ou moins lointaine.

In fine, comme attendu, Theolia publie un résultat net positif, grâce à la comptabilisation d'un produit financier brut exceptionnel de 80,7 M€ lié à la restructuration de son OCEANE. Toutefois, ce résultat net positif de 5 M€ est sensiblement inférieur à nos attentes, compte tenu du poids plus important qu'anticipé de certains éléments exceptionnels, tels que la dépréciation de goodwill de Theolia Naturenergien et la provision pour pertes à terminaison.

Compte de résultat simplifié de Theolia en 2010

(M€)	2009	2010	Var.	
Chiffre d'affaires consolidé	294,4	154,5	-47,5 %	- 1,2 M€ de charges exceptionnelles au niveau de l'activité pour compte propre - 9 M€ de dépréciation de créances - vente à perte d'un parc éolien en Allemagne, entraînant une dépréciation de goodwill de -3,6 M€
EBITDA	45,5	3,4	-92,5 %	
% du chiffre d'affaires	15,5 %	2,2 %		
Résultat opérationnel courant	23,4	-19,7	N/A	4,7 M€ de pertes futures anticipées sur des contrats d'exploitation pour compte propre
% du chiffre d'affaires	7,9 %	-12,8 %		
Résultat opérationnel	26,0	-34,5	N/A	Perte de valeur de 11 M€ au niveau de la société Theolia Naturenergien
% du chiffre d'affaires	8,8 %	-22,3 %		
Résultat financier	-30,8	45,6	N/A	Produit financier brut exceptionnel de 80,7 M€ lié à la restructuration de l'OCEANE
Résultat net des activités poursuivies	-15,7	6,5	N/A	
Résultat net	-25,2	5,0	N/A	

Source : Theolia

Le management estime aujourd'hui avoir pris en main une grande partie des difficultés opérationnelles et financières liées aux errements passés du groupe. Toutefois, le désengagement des activités non éoliennes déficitaires n'étant pas achevé et l'activité de trading de parcs en Allemagne étant dans une impasse, de nouvelles charges exceptionnelles sont à prévoir.

...MAIS THEOLIA AFFICHE EGLEMENT DES PERFORMANCES OPERATIONNELLES « COURANTES » DECEVANTES

Hors impact de ces charges exceptionnelles et hors prise en compte de l'activité Développement Construction Vente, activité exceptionnelle par nature dans la nouvelle stratégie du groupe, l'EBITDA courant de Theolia ressortirait à 19,4 M€, représentant 44,2 % du chiffre d'affaires. Cette performance reflète principalement :

- **une marge d'EBITDA hors charges exceptionnelles de 69,1 % au niveau de l'activité d'exploitation pour compte propre :** cette performance, inférieure aux standards du secteur (rentabilité généralement comprise entre 75 et 80 % de marge d'EBITDA), est liée à la fois 1/ à un portefeuille d'actifs productifs en Allemagne dont le load factor moyen s'est sensiblement dégradé suite à la cession de certains des meilleurs parcs éoliens du groupe en 2009 et 2010, 2/ à la faible performance du parc éolien de 50 MW situé au Maroc, parc dont la marge d'EBITDA est de l'ordre de 50 % du chiffre d'affaires en raison d'installations vétustes et d'un tarif de rachat peu avantageux, mais également 3/ à des charges de structure trop élevées, les charges fixes de cette activité n'ayant pas été suffisamment ajustées suite aux cessions opérées en 2009 et 2010.
- **une marge d'EBITDA hors charges exceptionnelles de -78 % au niveau de l'activité d'exploitation pour compte de tiers :** sur ce segment, les pertes importantes affichées par Theolia en 2010, au regard du chiffre d'affaires retraité limité à 5 M€, sont liées 1/ à un système de mesure de la performance des parcs non optimisé, pouvant entraîner des reversements trop importants aux propriétaires, 2/ à un niveau de productivité moyen relativement faible, en raison de conditions climatiques défavorables, 3/ à un recours significatif à des prestataires extérieurs pour la maintenance des parcs, dans un contexte hivernal particulièrement difficile en 2010, mais surtout 4/ à l'exploitation à perte, par la société Theolia Naturenergien, de nombreux parcs développés pour le compte d'investisseurs particuliers en Allemagne et dont le rendement est contractuellement garanti.
- **des charges « Corporate » de 4,1 M€, comprenant 3,4 M€ de frais de structure non refacturés aux filiales :** suite à l'important travail de réduction des coûts opéré par le nouveau management de Theolia, ces charges semblent aujourd'hui adaptées au niveau d'activité du groupe.

Analyse de la marge d'EBITDA de Theolia en 2010, avant et après impact des charges non récurrentes

Exercice 2010 (M€)	Chiffre d'affaires	EBITDA Courant	% du CA	Charges non récurrentes	EBITDA	% du CA	Remarques
Vente d'électricité pour compte propre	37,5	25,9	69,1 %	-1,2	24,7	65,9 %	- Performance courante en bas de fourchette du secteur : load factor faible et charges de structure élevées
Développement Construction Vente	110,6	-5,8	-5,2 %	0,0	-5,8	-5,2 %	- Vente à perte d'un parc éolien en Allemagne - Décomptabilisation partielle du parc de Giunchetto
Exploitation de parcs pour compte de tiers	5,0	-3,9	-78,0 %	-9,0	-12,9	-258,0 %	- Dépréciations de créances clients en Allemagne : - 9,0 M€
Activité non éolienne	1,4	1,5	107,1 %	0,0	1,5	107,1 %	- Le parc solaire situé en Allemagne étant voué à être cédé, Theolia ne lui impact pas de charges opérationnelles
Charges Corporate	0,0	-4,1	N/A	0,0	-4,1	N/A	- Frais de structure non refacturés aux filiales : -3,4 M€
Total Consolidé	154,5	13,6	8,8 %	-10,2	3,4	2,2 %	- EBITDA courant hors activité DCV : 19,4 M€ soit 44,2 % du chiffre d'affaires

Sources : Theolia, estimations Genesta

Malgré la gestion proactive du nouveau management, ces éléments, induisant une performance opérationnelle « courante » de Theolia en 2010 sensiblement inférieure à celle des autres principaux acteurs du marché devraient continuer à peser sur la rentabilité du groupe au cours des prochains exercices. En effet :

- **En ce qui concerne l'exploitation de parcs pour compte propre**, bien que la qualité moyenne du portefeuille d'actifs du groupe soit vouée à s'améliorer, avec la mise en service attendue de nombreux parcs éoliens en Italie au cours des 3 prochains exercices, mais également grâce à des opérations progressives et ciblées de repowering sur des parcs sous-productifs, la base installée actuelle de parcs continuera à peser durablement sur la rentabilité de l'activité d'exploitation pour compte propre. Au vu de ces éléments, nous ne pensons pas que Theolia soit en mesure d'afficher une performance en ligne avec les standards du secteur à court ou moyen termes, sur ce segment.
- **En ce qui concerne l'exploitation de parcs pour compte de tiers**, les principaux leviers du groupe afin d'améliorer sa rentabilité sur ce segment concernent 1/ l'optimisation du monitoring de la performance des parcs, permettant d'ajuster tous les mois le niveau de reversements aux propriétaires, dans le cadre de contrats dont le rendement n'est pas garanti, et 2/ la contribution croissante des contrats d'exploitation à honoraires fixes, contrats offrant une bonne rentabilité à Theolia mais également davantage de visibilité. Toutefois, malgré ces leviers, nous n'attendons pas un retour à une marge d'EBITDA positive pour cette activité à court et moyen termes. En effet, la renégociation des contrats d'exploitation pour compte de tiers dont le rendement était garanti aux propriétaires devrait être progressive et ne devrait pas déboucher sur une revalorisation significative de la marge d'EBITDA dégagée par Theolia. Ces parcs devraient donc encore être exploités à pertes au cours des prochains exercices.

2.3 Reprise du développement de parcs pour compte propre, grâce à une situation financière assainie

Conformément à la stratégie annoncée suite à la restructuration de l'OCEANE, Theolia a repris le développement de parcs éoliens pour compte propre et a donc investi 40 M€ en 2010 afin de développer son pipeline de projet mais également afin de rénover certains parcs. Ainsi, en 2010, Theolia a mis en service un parc éolien 15 MW en Italie et a mis en construction 18 MW d'actifs productifs en France.

Au 31 décembre 2010, Theolia dispose d'une trésorerie brute disponible de 69,2 M€, trésorerie devant lui permettre de mettre en service près de 100 MW de parcs éoliens pour son compte propre sur la période 2011-2014. Toutefois, cette stratégie mobilisera une grande partie de la trésorerie disponible du groupe et pourrait reposer la question du remboursement de l'OCEANE au 1^{er} janvier 2015 si le cours de l'action Theolia n'a pas atteint le niveau de 1,77 € à cette date.

3 La volonté de développer la filière verte ne suffit pas, il faut également des moyens !

La remise en question de l'énergie nucléaire par certains gouvernements européens, suite à la catastrophe de Fukushima, apparaît clairement comme un élément favorisant le développement des énergies vertes. Toutefois, dans un contexte de crise des dettes souveraines européennes, au-delà des discours tenus, les principaux états ciblés par Theolia ne semblent pas réellement avoir les moyens de leurs ambitions en termes de politique énergétique verte. En effet, le déficit de ces pays limite leur capacité à subventionner le surcoût important lié au développement de la filière éolienne, et ce, d'autant plus que le coût de production de cette énergie tend à se stabiliser, après deux décennies de forte déflation.

3.1 Les états européens n'ont pas les moyens de leurs ambitions

LA REMISE EN CAUSE DE L'ENERGIE NUCLEAIRE INCITE CLAIREMENT A UN REPORT VERS LES ENERGIES VERTES...

L'accident survenu en mars dernier dans la centrale japonaise de Fukushima a clairement mis en lumière les risques inhérents à l'utilisation de l'énergie nucléaire dans le cadre de la production d'électricité, incitant certains pays à revoir leur politique énergétique. Ainsi, 1/ l'Allemagne, 1^{er} pays de Theolia en termes de parc installé, a annoncé sa volonté d'accélérer sa sortie de l'énergie nucléaire et 2/ l'Italie, pays phare de Theolia en termes de pipeline de parcs éoliens, a remis en cause son projet de construction de quatre centrales nucléaires.

La France, quant-à-elle, par l'intermédiaire de son gouvernement, maintient sa politique énergétique focalisée sur le nucléaire. Toutefois, une certaine inflexion pourrait être observée en cas de victoire du Parti Socialiste lors des prochaines élections présidentielles de 2012.

Sur un plan plus général, les autres pays européens ayant recours à l'énergie nucléaire (Belgique, Royaume-Uni, Espagne) ont eu des réactions plus nuancées. En effet, sans remettre en cause leur politique énergétique, ces pays envisagent tout de même de faire passer des « stress test » à leurs centrales nucléaires et de fermer celles qui échoueraient. Ces centrales seraient alors remplacées par d'autres sources d'énergie. Seule la Suisse, à l'image de l'Allemagne, envisagerait une sortie accélérée du nucléaire. Le Maroc, autre pays où Theolia est implanté, ne souhaite pas aujourd'hui modifier sa politique énergétique et a confirmé sa volonté d'adopter l'énergie nucléaire dans le futur.

Si les annonces faites par les gouvernements allemands et italiens, en réaction à la catastrophe de Fukushima, sont confirmées, ces deux pays devront recourir à d'autres sources d'énergie au cours des prochaines années, afin de compenser la production nucléaire abandonnée. Alors que les considérations environnementales prennent une part croissante dans le processus décisionnel des pays européens, les énergies vertes (éolien, solaire, hydraulique, biomasse, etc.) apparaissent comme des alternatives de choix au nucléaire.

Bilan des réactions gouvernementales suite à la catastrophe de Fukushima dans les principaux pays visés par Theolia ainsi que dans les autres pays européens exposés à l'énergie nucléaire

Pays	Exposition du portefeuille et du pipeline de Theolia	Part de l'énergie nucléaire au sein de la production d'électricité. Objectifs à moyen et long termes	Réaction politique suite à la catastrophe et mesures impactant la politique énergétique sur le long terme	Nouvelles mesures impactant le développement de la filière éolienne onshore
France	25,7 % / 73,1 %	77 % de l'électricité produite provient du nucléaire. Important programme de construction de centrales nucléaires de nouvelle génération permettant de remplacer les réacteurs en fin de vie.	Soutien de la filière nucléaire par le gouvernement en place, malgré la montée au créneau des partis écologistes. Aucune mesure prise aujourd'hui. Possible aménagement de la politique nucléaire française en cas de victoire du parti socialiste aux élections présidentielles de 2012.	Aucune.
Allemagne	51,4 % / 19,0 %	23 % de l'électricité produite provient du nucléaire. Sortie du nucléaire enclenchée depuis plusieurs années via la fermeture progressive des centrales en fin de vie. Toutefois, le gouvernement réfléchit à un allongement de la durée de vie de certaines centrales, permettant de temporiser cette sortie afin d'en réduire le coût.	Fermeture pour 3 mois des sept réacteurs les plus anciens et remise en cause du programme d'allongement de la durée de vie des centrales nucléaires en exploitation, afin d'accélérer la sortie du nucléaire. Le coût d'une sortie anticipée du nucléaire serait compris entre 1 et 2 Md€ par an.	Accroissement prévu des fonds alloués aux énergies renouvelables. Toutefois, l'éolien offshore devrait le plus profiter de ces fonds.
Italie	5,3 % / 43,3 %	Pas de capacité nucléaire actuellement installée. Construction initialement prévue de quatre centrales nucléaires à partir de 2014, pour atteindre 25 % d'électricité produite d'origine nucléaire d'ici 2030.	Le gouvernement italien a annoncé renoncer à son projet de construire les quatre centrales nucléaires à partir de 2014. Toutefois, cette volonté semble peu réaliste économiquement et le projet pourrait être rediscuté prochainement.	Aucune. Début 2011, l'Italie a amendé, un texte visant à réduire les mécanismes incitatifs au développement des énergies vertes
Maroc	17,6 % / 0,0 %	Pas de capacité nucléaire actuellement installée. Projet d'adoption de l'énergie nucléaire à horizon 2020.	Pas de modification de la politique énergétique : confirmation du projet d'adoption de l'énergie nucléaire.	Aucune.
Autres pays européens exposés au nucléaire : - Belgique, - Royaume-Uni, - Espagne, - Suisse	0,0 % / 0,0 %	Part de l'énergie nucléaire au sein de la production d'électricité : Belgique : 55 % Royaume-Uni : 20 % Espagne : env. 15 % Suisse : 41 %	Pas de modification de la politique énergétique, à ce stade dans ces pays, excepté en Suisse, pays qui envisage une sortie accélérée du nucléaire. Mise en œuvre de "stress test" sur les centrales en exploitation afin de juger leur fiabilité.	R-U : volonté de réduire les frais de raccordement pour les éoliennes situées dans des zones difficiles d'accès. Aucune dans les autres pays.

Source : Genesta

...MAIS LES ETATS EUROPEENS NE SEMBLENT PAS EN MESURE D'ACCROITRE SENSIBLEMENT LEURS OBJECTIFS DANS L'EOLIEN

Toutefois, à ce stade, ces prises de position ne se sont pas encore clairement matérialisées par une extension des politiques incitatives au développement des énergies vertes. Seuls deux pays ont d'ores et déjà annoncé des mesures concrètes allant dans le sens d'une accélération du développement de ces énergies : 1/ l'Allemagne, de par la hausse de ses objectifs en termes de capacités éoliennes installées et un accroissement des fonds alloués à la filière et 2/ le Royaume-Uni, en appliquant une réduction des frais de raccordement pour les éoliennes situées dans des zones difficiles d'accès (principalement les îles situées au large de l'Ecosse).

Au contraire, les différentes filières des énergies renouvelables pâtissent aujourd'hui des réductions de tarifs ou des quotas imposés au cours des derniers trimestres dans certains pays européens : France, Espagne, Allemagne pour le photovoltaïque et Italie pour l'ensemble de ses énergies vertes. En effet, ces états sont désireux 1/ d'alléger la facture d'électricité de leurs citoyens et entreprises, ou 2/ de réduire leur déficit, en supprimant certaines niches fiscales. Nous ne pensons pas que cette tendance soit vouée à s'inverser à court terme, malgré une certaine remise en cause de l'énergie nucléaire, au regard de la marge de manœuvre financière aujourd'hui limitée de nombreux pays européens, et ce, quel que soit le mode de financement retenu :

- **Financement par accroissement du déficit** : dans un contexte de pression concernant les dettes souveraines européennes, il semble difficilement imaginable pour un certain nombre de pays européens (Grèce, Portugal, Espagne en premier lieu mais également pour d'autres pays moins en difficultés tels que l'Italie ou la France) d'annoncer des mesures impliquant un accroissement de leur déficit.
- **Financement par une hausse des tarifs de l'électricité ou une hausse des impôts** : alors que l'inflation s'accélère, il semble difficilement concevable que les états européens puissent imposer à leurs citoyens une hausse sensible des impôts ou des tarifs de l'électricité, en dehors de la France où les tarifs restent modérés. De plus, alors que le taux de change Euro / Dollar est déjà très défavorable aux sociétés industrielles européennes, une hausse des tarifs de l'électricité viendrait accentuer encore davantage le déficit de compétitivité de ces sociétés à l'échelle mondiale.
- **Financement par la mise en place de malus pour les entreprises polluantes reversés aux producteurs d'électricité verte** : une nouvelle fois, au regard du manque de compétitivité de l'industrie européenne sur le plan international, ce modèle de financement apparaît très contraignant et risquerait de fragiliser encore davantage la reprise économique dans la région.

A titre d'exemple : 1/ la France a opéré en 2010 d'importantes modifications législatives afin de réduire certaines niches fiscales liées au développement des énergies vertes mais également afin de ralentir l'augmentation du poids des énergies renouvelables au sein des Charges du Service Public de l'Electricité (CSPE) ; 2/ l'Italie a amendé, début 2011, un texte visant à réduire les mécanismes incitatifs au développement des énergies vertes. Ce décret législatif implique notamment :

- la réduction du prix de rachat des certificats verts en excès par la GSE (Gestore dei Servizi Energetici) ;
- une modification du mode de calcul du prix des certificats verts pour la période 2013 à 2015 ;
- la substitution des certificats verts par un tarif fixe au-delà de cette période ;
- un système de tarif de rachat fixé par enchères pour les projets mis en service à compter de 2013.

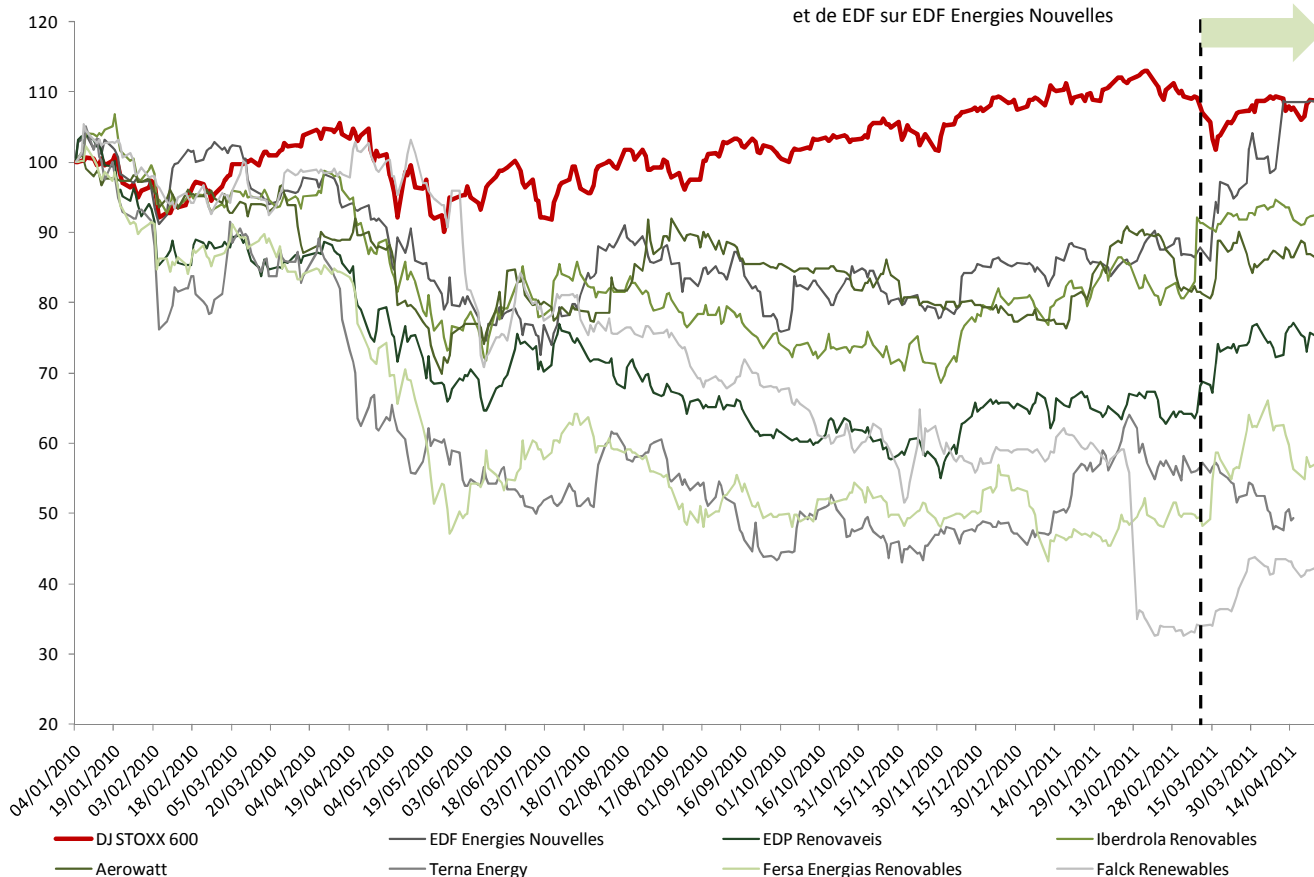
Les nouveaux tarifs applicables en Italie n'ont pas encore été déterminés et feront l'objet d'un second décret devant intervenir avant la fin du premier semestre 2011. A ce stade, nous anticipons une évolution du tarif moyen de rachat de l'électricité éolienne en Italie de 180 € / MWh à un niveau compris entre 160 et 130 € / MWh. Cette révision en baisse des tarifs de rachat de l'électricité éolienne en Italie est un élément très négatif pour la valorisation de Theolia, au regard de l'important pipeline de projets du groupe dans le pays. L'impact négatif de ce décret sur le groupe est accentué par l'attentisme des banques qui ne souhaitent pas s'engager dans des financements de projets avant la levée de ces incertitudes tarifaires.

Compte tenu de ces ajustements baissiers parfois soudains au niveau des dispositifs incitatifs au développement de la filière des énergies vertes en Europe et des incertitudes que cela entraîne, la performance boursière des opérateurs de centrales « vertes », et notamment de parcs éoliens, a été sensiblement inférieure à celle du marché depuis le 1^{er} janvier 2010.

Cette performance mitigée entre janvier 2010 et mars 2011 n'a été que partiellement compensée par le mouvement spéculatif suivant la catastrophe de Fukushima et les OPA successives de Iberdrola sur Iberdrola Renovables et de EDF sur EDF Energies Nouvelles. Ce récent mouvement haussier observé sur les exploitants de fermes éoliennes, mouvement dont Theolia a également profité, n'est pas voué à perdurer si les déclarations faites par les gouvernements européens ne sont pas accompagnées de mesures concrètes permettant une accélération du développement des énergies vertes.

Performance boursière des principaux acteurs européens, exploitants de parcs éoliens, depuis le 1^{er} janvier 2010

Mouvement spéculatif haussier concernant les valeurs « vertes » suite à la catastrophe de Fukushima ainsi qu'aux OPA / OPE successives de Iberdrola sur Iberdrola Renovables et de EDF sur EDF Energies Nouvelles



Source : *infinancials*

L'ÉOLIEN ONSHORE SEMBLE EN PERTE DE VITESSE EN EUROPE

Selon le rapport annuel 2010 de l'Association Européenne de l'Énergie Éolienne (EWEA) les nouvelles capacités éoliennes terrestres installées ont connu une baisse de -13,9 % pour s'établir à 8,4 GW, contre 9,7 GW en 2009. Cette baisse a été encore plus marquée dans des pays tels que l'Espagne, l'Allemagne et le Royaume-Uni, en raison 1/ de difficultés concernant l'accès au crédit pour les développeurs de parcs éoliens, 2/ des restrictions concernant les sites éligibles, afin de mieux prendre en compte la préservation du paysage et les nuisances sonores générées par ces parcs, mais également 3/ une certaine saturation des sites de bonne qualité, affichant une rentabilité acceptable compte tenu des tarifs de rachat aujourd'hui en vigueur.

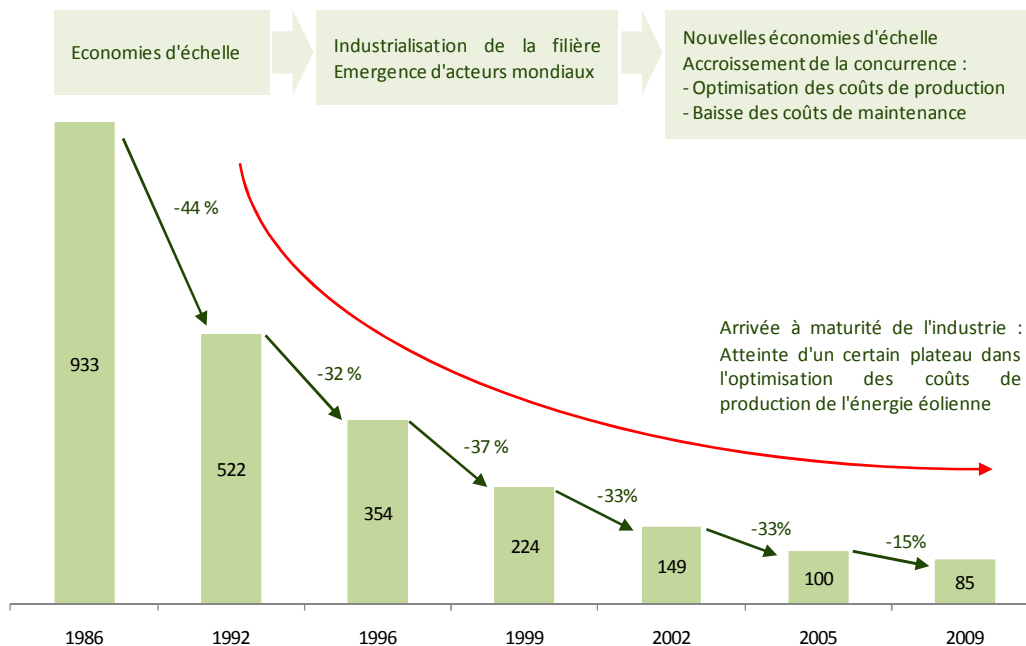
Ainsi, en mai 2010, la France a restreint le nombre d'implantations potentielles pour des parcs éoliens sur son territoire, en ajoutant 3 nouveaux critères restrictifs, critères dont l'application a également induit un allongement du processus de délivrance des permis de construire :

- Un projet de parc éolien doit désormais comporter un minimum de 5 turbines et présenter une capacité minimale de 15 MW pour être éligible à un permis de construire ;
- Les nouveaux projets devront recevoir la certification ICPE : Installation Classée pour la Protection de l'Environnement ;
- Enfin, tous les opérateurs devront désormais, à l'image de l'industrie nucléaire, enregistrer des provisions de démantèlement pour chaque nouvelle installation construite.

3.2 Le coût de production de l'électricité d'origine éolienne tend à se stabiliser

L'industrie éolienne apparaît comme l'une des industries les plus matures parmi les différentes filières des énergies renouvelables, après l'énergie hydroélectrique. Ainsi, en termes de coûts de développement, cette filière semble aujourd'hui avoir atteint un certain plateau, après deux décennies particulièrement déflationnistes. En effet, cette industrie a d'ores et déjà gagné en coûts de développement grâce 1/ aux économies liées à l'adoption à grande échelle de cette source d'énergie, 2/ à l'industrialisation de la filière, portée par l'émergence de certains géants mondiaux, puis 3/ à l'optimisation des coûts de production et de maintenance, afin de répondre à la concurrence croissante entre ces acteurs

Indice du coût de l'énergie éolienne – coût du KWh, en base 100 en 2005

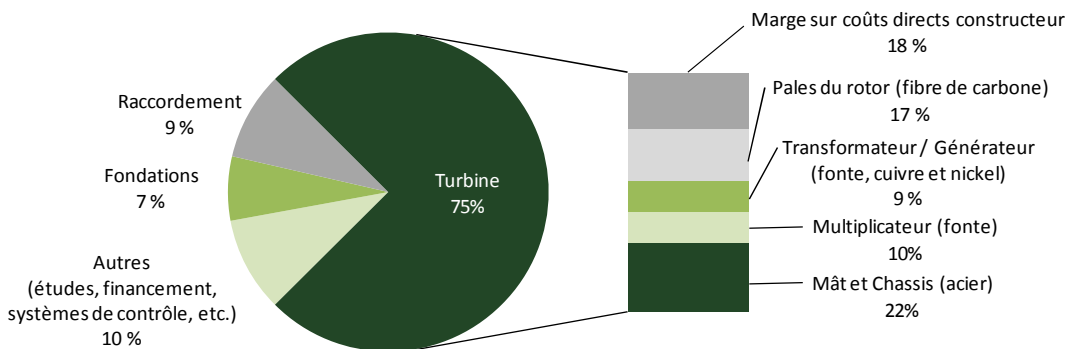


Sources: NREL et BTM

Aujourd'hui, les leviers d'optimisation du coût de production de l'énergie éolienne se réduisent et son évolution reste fortement dépendante des variations du prix des turbines, élément constituant plus de 75 % du coût développement d'une installation éolienne (cette part pouvant monter à plus de 80 % pour les parcs de grande taille) mais également une part importante du coût global de production de cette énergie. En effet, la ressource éolienne étant « gratuite d'accès », l'amortissement de l'investissement initial reste prépondérant dans le coût total de production de l'énergie éolienne, alors que l'approvisionnement en combustible occupe une place centrale dans le coût de production de l'électricité à partir des énergies traditionnelles.

Les cours des métaux, et en premier lieu l'acier qui représente près de 30 % de la structure d'une turbine, sont un élément déterminant dans l'évolution du coût de développement d'un parc éolien et donc du coût de production de l'énergie éolienne. Jusqu'alors, les fabricants de turbines disposaient de suffisamment de marge de manœuvre afin d'absorber une grande partie de la hausse du prix de l'acier, que cela soit en optimisant leurs processus de production ou en rognant sur leurs marges, mais ces derniers semblent aujourd'hui obligés de répercuter ces variations, au regard du manque de leviers dont ils semblent souffrir.

Structure type du coût de développement d'un parc éolien de 2 MW

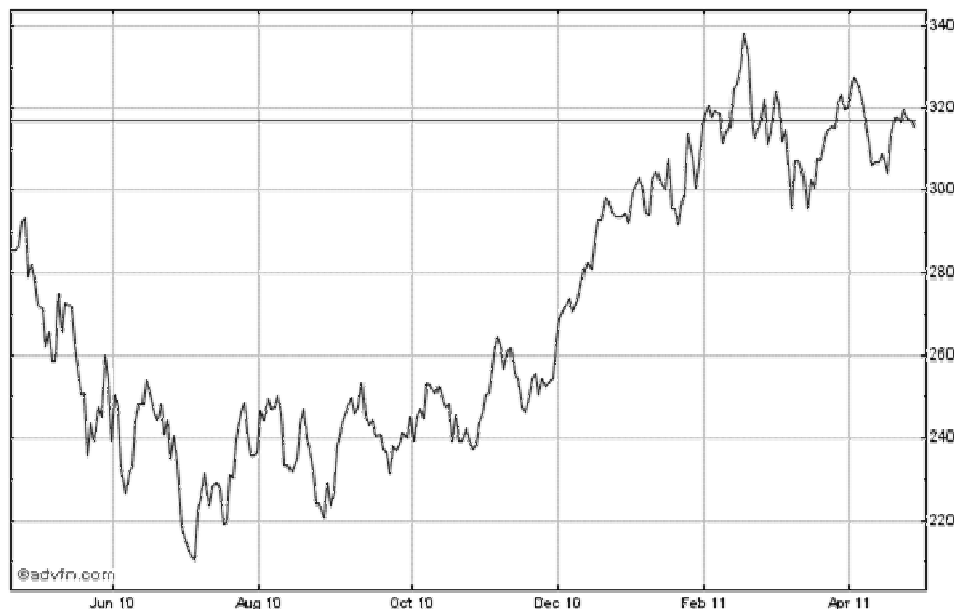


Sources : BTM, Renewable Energy Sources, Genesta

Au cours de l'exercice 2010, les développeurs de parcs éoliens ont pu bénéficier d'une baisse du prix moyen des turbines, en raison d'une inversion du rapport de force avec les fournisseurs. En effet, après une fin d'année 2008 marquée par une demande en turbines éoliennes supérieure aux capacités de production des principaux fournisseurs, entraînant ainsi une forte hausse des prix en 2009, la crise financière a rapidement fait chuter la demande, impliquant des capacités de production inutilisées chez les fournisseurs et inversant donc le rapport de force entre les acteurs de la filière. Ainsi, compte tenu de cet inversement dans le rapport de force clients / fournisseurs, le prix moyen des turbines éoliennes a chuté de près de -15 % entre 2009 et 2010.

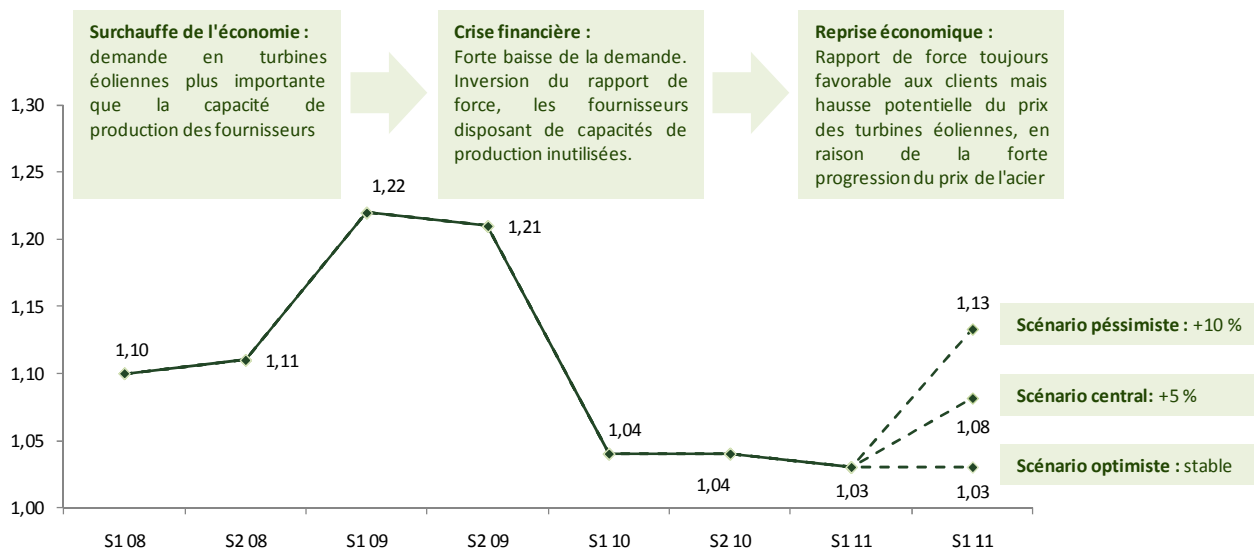
En raison de la forte hausse du cours de l'acier (l'indice Dow Jones U.S. Iron & Steel a progressé de +25 % depuis le début de l'année 2011) et de l'incapacité des fabricants à encaisser l'intégralité de cette variation, la tendance baissière au niveau du prix des turbines ne devrait pas se poursuivre dans les trimestres à venir, et ce, malgré la demande toujours faible affichée par les développeurs de parcs éoliens. Ainsi, selon les estimations les plus optimistes, le prix moyen des turbines éoliennes pourrait ressortir stable sur le reste de l'exercice mais une hausse comprise entre +5 et +10 % n'est pas à exclure en cas de poursuite de la hausse du cours de l'acier.

Evolution de l'indice Dow Jones U.S. Iron & Steel (DJUSST) sur 5 ans



Sources : Dow Jones, advfn.com

Evolution de l'indice de prix moyen des turbines éoliennes depuis le S1 2008



Sources : NEF, Gamesa, estimations Genesta

Dans ce contexte de stabilisation, voire de hausse du coût de production de l'énergie éolienne, une nouvelle baisse des subventions accordées par les états européens serait un véritable frein au développement de la filière. Le principal driver de la croissance du secteur proviendrait alors d'une hausse sensible du prix de marché de l'électricité, hausse permettant de réduire le surcoût lié au développement de la filière éolienne, voire de rendre l'énergie éolienne compétitive.

De nombreux éléments vont dans le sens d'une réduction du surcoût lié au développement de l'industrie éolienne, avec en particulier 1/ la hausse rapide du prix des énergies fossiles (charbon, pétrole et gaz naturel), 2/ l'augmentation du coût de production de l'électricité nucléaire, compte tenu des nouvelles mesures de sécurité à mettre en œuvre, et 3/ le coût écologique croissant appliqué à l'électricité produite à partir d'énergies fossiles. Toutefois, le caractère intermittent de l'énergie éolienne et l'inadéquation entre le gisement éolien et la demande en énergie devraient nuire durablement à la compétitivité de la filière.

4 Prévisions

4.1 Une visibilité retrouvée concernant l'évolution du chiffre d'affaires...

Grâce à la nouvelle stratégie de Theolia, stratégie privilégiant l'exploitation de parcs éoliens pour compte propre et limitant les cessions de parcs à l'activité de trading de Theolia Naturenergien en Allemagne, l'évolution du chiffre d'affaires du groupe au cours des prochains exercices apparaît plus visible, car principalement liée à l'échéancier de livraison de son pipeline de projets.

Ainsi, afin de déterminer le chiffre d'affaires de Theolia sur le période 2011-2015, nous prenons en compte la mise en service du pipeline des 250 MW de projets disposant de permis de construire libres de tout recours. Toutefois, compte tenu de sa capacité financière limitée, le groupe devrait avoir recours à des co-investisseurs afin de développer ces parcs. A ce stade, le modèle retenu se base sur la création d'un véhicule d'investissement spécifique portant certains projets du groupe et dans lequel Theolia investira à hauteur de sa quote-part de détention. Par ailleurs, Theolia devrait percevoir des honoraires pour le travail réalisé lors de la phase de développement ainsi pour l'exploitation de la part des parcs non détenue. A ce stade, le nom de l'éventuel co-investisseur, la part détenue par Theolia ainsi que la quantité de parcs alloués n'ont pas encore été définis par le groupe.

Toutefois, compte tenu des capacités financières actuelles de Theolia et de sa capacité d'autofinancement, nous attendons :

- la mise en service de 18 MW de parcs pour compte propre en 2011, puis 30 MW en 2012, 30 MW en 2013 et enfin 15 MW en 2014. Ces mises en service seront concentrées sur la France pour 27 MW et l'Italie pour 66 MW. Ces montants comprennent à la fois les parcs développés à 100 % par le groupe et la quote-part de Theolia dans le futur véhicule de co-investissement. Par la suite, nous ne prenons pas en compte la mise en service des parcs pour lesquels Theolia ne dispose pas de permis de construire et abaissons les Capex liés aux opérations de développement, dans ce sens ;
- la mise en service de 50 MW pour le compte de tiers, dans le cadre de la mise en place de ce véhicule de co-investissement. Ces mises en service viendront alimenter le chiffre d'affaires d'exploitation pour compte de tiers mais devraient également générer des honoraires liés au développement des parcs apportés par Theolia. A ce stade, nous incluons, au niveau de l'activité de vente de parcs à des tiers, des honoraires de 0,4 M€ par MW mis en service au profit des co-investisseurs, conformément aux montants investis par le groupe lors de la phase de développement de ces parcs ;
- La cession de 7 MW de parcs à des tiers en Allemagne en 2011, dans le cadre de l'activité de trading de la société Theolia Naturenergien. Nous ne comptabilisons pas de cessions de parcs au-delà de 2011, car Theolia 1/ ne dispose pas de permis de construire sans recours en Allemagne, au-delà de ces 7 MW, et 2/ ne devrait pas allouer de fonds substantiels à Theolia Naturenergien, fonds permettant à cette société d'acheter des parcs en cours de développement en vue de leur revente, le groupe privilégiant l'utilisation de ces ressources pour le développement de parcs pour compte propre.

Au global, compte tenu de cet échéancier de mises en service et des perspectives de cessions de parcs, nous anticipons un chiffre d'affaires de 56,1 M€ en 2011. Grâce à la mise en service de l'important pipeline de projets en Italie et aux honoraires perçus dans le cadre des opérations de co-investissement, nous anticipons une croissance soutenue du chiffre d'affaires pour les exercices 2012 et 2013.

Parcs éoliens livrés sur la période - en MW	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
Parcs exploités pour compte propre (incl. part des parcs de Theolia en co-investissement)	18	30	30	15	0
Part des parcs revenant aux co-investisseurs	0	20	20	10	0
Parcs vendus à des tiers (activité de trading de Theolia Naturenergien en Allemagne)	7	0	0	0	0
Total des projets de parcs éoliens livrés sur la période	25	50	50	25	0
Parcs éoliens exploités en fin de période - en MW	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
Parcs exploités pour compte propre	302	331	361	376	376
Parcs exploités pour compte de tiers	594	614	634	644	644
Chiffre d'affaires de Theolia par activité - en M€	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
Exploitation de parcs pour compte propre	40,5	46,1	53,0	59,1	60,3
Exploitation de parcs pour compte de tiers	5,1	5,3	5,6	5,8	5,9
Vente de parcs à des tiers et honoraires de développement	9,1	8,0	8,0	4,0	0,0
Activité non éolienne	1,4	1,5	1,5	1,5	1,5
Chiffre d'affaires total	56,1	60,8	68,0	70,3	67,7
Variation (%)	N/A	+8,5 %	+11,8 %	+3,5 %	-3,8 %

Source : estimations Genesta

4.2 Mais les problématiques opérationnelles du groupe pèseront durablement sur sa rentabilité

Malgré la gestion proactive du nouveau management de Theolia, les difficultés opérationnelles rencontrées par le groupe devraient continuer à peser sur sa rentabilité au cours de prochains exercices :

- La marge d'EBITDA de l'activité d'exploitation pour compte propre devrait rester inférieure aux standards du secteur, compte tenu du faible niveau de productivité du portefeuille d'actifs du groupe en Allemagne et au Maroc. Toutefois, nous anticipons une progression de la rentabilité de cette activité, grâce 1/ à la mise en service de parcs éoliens en Italie, 2/ à la bonne maîtrise des charges fixes et 3/ à la réalisation d'opérations de repowering sur certains parcs sous-productifs.
- L'activité d'exploitation pour compte de tiers devrait à nouveau afficher un EBITDA négatif au cours des prochains exercices, en raison des engagements de rendement donnés aux propriétaires d'un nombre important de parcs en Allemagne. Ces pertes viendront grever l'EBITDA de Theolia au cours des prochains exercices mais, ayant été provisionnées en 2010, elles seront neutralisées au niveau du résultat opérationnel par des reprises sur provisions. Nous anticipons une amélioration progressive de la marge d'EBITDA de cette activité, grâce à l'apport de nouveaux contrats d'exploitation profitables.
- La cession des 7 MW de parcs éoliens devrait être opérée dans de bonnes conditions de rentabilité, car ces parcs ont été développés en interne par Theolia. Par la suite, nous prenons en compte une marge d'EBITDA de 100 % pour les honoraires de développement, dans la mesure où l'ensemble des charges a déjà été consenti par le groupe.

EBITDA de Theolia par activité - en M€	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
Exploitation de parcs pour compte propre	28,5	32,5	38,1	42,6	43,4
% du Chiffre d'affaires	70,5 %	70,5 %	72,0 %	72,0 %	72,0 %
Exploitation de parcs pour compte de tiers	-1,5	-1,3	-1,1	-0,9	-0,6
% du Chiffre d'affaires	-30,0 %	-25,0 %	-20,0 %	-15,0 %	-10,0 %
Vente de parcs à des tiers et honoraires de développement	1,4	8,0	8,0	4,0	0,0
% du Chiffre d'affaires	15,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	N/A
Activité non éolienne	1,4	1,5	1,5	1,5	1,5
% du Chiffre d'affaires	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %
EBITDA Corporate	-4,0	-4,0	-4,0	-4,0	-4,0
EBITDA total	25,8	36,6	42,5	43,1	40,3
% du Chiffre d'affaires	46,0 %	60,2 %	62,5 %	61,3 %	59,5 %

Source : estimations Genesta

Au global, nous anticipons une progression assez sensible de la rentabilité de Theolia sur la période 2011-2015, avec une marge d'EBITDA passant de 46,0 % à 59,5 % du chiffre d'affaires, et un pic à 61,3 % du chiffre d'affaires en 2014, compte tenu de la contribution des honoraires de développement. Toutefois, ces performances resteront inférieures au niveau moyen affiché par d'autres exploitants de parcs éoliens.

Après prise en compte de charges d'amortissements et de provisions, hors dépréciations de goodwill et provisions exceptionnelles, comptant pour environ 31 % du chiffre d'affaires, soit -17,6 M€ en 2011 et -18,2 M€ en 2012, et d'un résultat financiers de l'ordre de -14 M€ en 2011 et 2012, nous anticipons un résultat net négatif des activités poursuivies de -7,5 M€ en 2011 mais un retour à l'équilibre en 2012, avec un résultat net des activités poursuivies de 4,8 M€.

4.3 La problématique du remboursement de l'OCEANE n'est pas totalement écartée

Compte tenu de la trésorerie brute disponible de 69,2 M€ affichée par le groupe au 31 décembre 2010 et de sa capacité d'autofinancement attendue en croissance au cours des prochains exercices, nous estimons que Theolia a les moyens de mettre en service une majeure partie de son pipeline de projets pour son compte propre : 93 MW de capacités nettes sur les 151 MW disposant de permis de construire, le solde correspondant à la quote-part des co-investisseurs dans la construction du pipeline.

La capacité du groupe à mettre en service une part plus importante de ce pipeline de projets pour son compte propre est limitée par :

- la nécessité de conserver un montant minimum de trésorerie disponible afin de rassurer les banques impliquées dans le financement des projets : en effet, ces banques étant exposées à un risque de défaut de la part de Theolia tant que les parcs ne sont pas construits, nous estimons que le groupe doit conserver environ 40 M€ de trésorerie disponible afin d'avoir leur confiance et ainsi accéder au crédit ;
- le coût élevé de construction des parcs éoliens en Italie : en effet, le coût de construction d'un parc éolien en Italie peut se révéler environ 30 % plus élevé qu'en France ou en Allemagne, compte tenu des coûts additionnels liés notamment au transport des turbines et aux frais de raccordement.

Par ailleurs, cette stratégie induit un risque concernant le remboursement des OCEANE au 1^{er} janvier 2015, dans la mesure où la trésorerie brute disponible du groupe serait alors limitée à 46 M€, contre un montant de remboursement pouvant atteindre 155 M€, si aucune autre OCEANE n'est convertie jusqu'à cette date et si l'ensemble des porteurs d'OCEANE demande le remboursement.

Trésorerie Brute disponible N-1	52,8				
En M€	Dec. 2010	Dec. 2011E	Dec. 2012E	Dec. 2013E	Dec. 2014E
+ CAF (après frais financiers)	27,1	12,1	29,5	39,3	30,9
- Capex	40,2	19,6	41,4	41,7	22,2
= Cash-Flow Op.	-13,1	-7,5	-11,9	-2,4	8,7
+ Contraction d'emprunt	45,5	12,6	27,7	27,7	13,9
- Remboursement d'emprunt	70,6	32,1	19,1	20,0	20,7
- Dividende	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
- Autre éléments (investissements financiers, rachat d'actions propres, etc.)	-54,7	0,0	0,0	0,0	0,0
= Trésorerie Brute disponible fin d'année	69,2	42,3	39,0	44,3	46,1
Ligne de crédit disponible	0,0				

Source : estimations Genesta

4.4 La visibilité retrouvée sur la qualité du périmètre du groupe met en lumière une valorisation élevée

La visibilité retrouvée concernant la stratégie de Theolia et concernant son profil d'activités, offre aujourd'hui une certaine comparabilité avec les autres groupes cotés exploitant principalement des parcs éoliens. Ainsi, il est désormais possible d'opérer une comparaison des multiples de valorisation de Theolia avec ceux d'un échantillon de sociétés cotées spécialisées dans l'exploitation de parcs éoliens pour compte propre :

- La première partie de l'échantillon est constituée de sociétés small & mid caps, avec en premier lieu Aerowatt, société très exposée au marché éolien français, et Alerion Clean Power, société très exposée au marché éolien en Italie.
- Nous avons également intégré des sociétés large caps, filiales de grandes utilities européennes. Au sein de cet échantillon, Iberdrola Renovables et EDF Energies Nouvelles ont récemment fait l'objet d'OPA, permettant d'intégrer l'aspect spéculatif actuellement observé sur le secteur.

	VE / CA 11	VE / CA 12	VE / EBE 11	VE / EBE 12	P / CF 11	P / CF 12		Cr. 11	Cr. 12	Marge EBE 11	Marge EBE 12
Aerowatt	6,35	4,93	9,97	7,51	N/A	N/A		+23,9 %	+28,6 %	63,7 %	65,7 %
Alerion Clean Power	7,62	5,83	11,19	7,83	5,41	5,07		+64,7 %	+30,6 %	68,1 %	74,5 %
Fersa Energias Renovables	8,77	6,23	12,47	8,65	10,44	6,44		+54,0 %	+40,9 %	70,4 %	71,9 %
Falck Renewables	5,06	4,30	9,63	7,25	6,57	4,96		+136,3 %	+17,6 %	52,5 %	59,3 %
Terna Energy	5,91	4,11	13,26	7,24	15,29	8,45		+29,6 %	+43,8 %	44,6 %	56,8 %
Arise Windpower	5,71	3,18	9,02	4,48	10,41	4,81		+312,6 %	+79,6 %	63,3 %	71,0 %
ERG Renew	5,01	3,77	7,96	5,63	3,82	2,49		+33,9 %	+33,0 %	63,0 %	66,9 %
Enel Green Power	5,01	3,77	7,96	5,63	3,82	2,49		+10,1 %	+10,1 %	59,0 %	61,0 %
EDF Energies Nouvelles	6,76	6,05	10,21	9,10	10,33	9,11		+0,9 %	+15,2 %	35,5 %	39,0 %
EDP Renovaveis	4,44	3,85	12,49	9,87	9,56	7,16		+7,9 %	+16,4 %	77,2 %	77,3 %
Iberdrola Renovables	5,77	5,24	9,77	8,58	9,41	8,25		+14,2 %	+11,8 %	66,2 %	66,4 %
Moyenne	6,22	4,87	10,47	7,64	8,87	6,35		+65,4 %	+29,5 %	60,0 %	64,3 %
Médiane	5,91	4,93	9,97	7,83	9,49	6,58		+26,7 %	+23,1 %	63,5 %	66,1 %
Theolia	7,08	6,53	15,41	10,85	13,50	7,27		-63,7 %	+8,5 %	46,0 %	60,2 %
Prime (décote)	+16,8 %	+33,2 %	+50,8 %	+40,2 %	+47,0 %	+12,5 %		-238,2 %	-67,8 %	-25,6 %	-7,7 %

Sources : estimations Genesta, Infinaf WVB et Factset au 03/05/11

Cette analyse met en lumière les multiples de valorisation particulièrement élevés de Theolia par rapport à cet échantillon de comparables, et ce, alors même que 1/ Theolia affiche des perspectives de croissance et de rentabilité inférieures à ces comparables, 2/ de nouvelles charges exceptionnelles ne sont pas à exclure au cours des prochains exercices, et 3/ le groupe reste exposé au risque de remboursement de son OCEANE au 1^{er} janvier 2015. Par ailleurs, le potentiel spéculatif de la valeur doit être nuancé car :

- Theolia n'apparaît pas comme la cible la plus attractive sur le secteur, compte tenu 1/ du manque de visibilité concernant le devenir de ses activités non éoliennes (activités non rentables comptant 77 employés) et 2/ des problématiques de rentabilité au niveau de son activité d'exploitation pour compte de tiers ;
- un changement de contrôle permettrait aux porteurs d'OCEANE d'exiger son remboursement anticipé.
- les multiples de valorisation de Theolia sont d'ores et déjà nettement supérieurs aux multiples de valorisation des sociétés actuellement sous le coup d'une OPA (EDF Energies Nouvelles, Iberdrola Renovables et ERG Renew).

5 Valorisation

5.1 Valorisation par la somme des parties

Pour notre valorisation de Theolia par la méthode de la somme des parties, nous valorisons de façon autonome :

- **L'activité d'exploitation de parcs éoliens pour compte propre**, comprenant 1/ les parcs actuellement en exploitation (283 MW) et 2/ le pipeline de projets, correspondant aux parcs en construction et en développement, dont les permis sont déjà obtenus et purgés de tout recours (251 MW). Afin de valoriser le portefeuille de parcs du groupe, nous avons calculé la valeur actuelle nette (VAN) d'une installation type de 1 MW de puissance installée dans les 4 pays où Theolia est présent, à savoir l'Allemagne, l'Italie, la France et le Maroc. Nous avons ensuite affiné cette valorisation en prenant en compte la productivité réelle et la date de mise en service des parcs actuellement en exploitation.

Il convient de noter que nous intégrons à la valorisation des parcs en développement, la dette à contracter pour le financement à hauteur de 75 % du montant de l'investissement total, et ce, dans la mesure où elle n'apparaît pas dans le bilan du groupe. Enfin, nous appliquons une décote proportionnelle à l'état d'avancement des projets, selon les probabilités de réalisation de ces derniers. Les probabilités présentées dans le tableau ci-dessous s'expliquent par 1/ la difficulté de mettre en place le financement de ces projets, dans le contexte actuel, 2/ le risque de non achèvement du projet lors de la phase de construction et 3/ le délai de mise en service de ces parcs. En outre, nous ne valorisons pas les parcs en prospection ou en études détaillées, du fait de la trop faible visibilité dont nous disposons sur leur potentiel de réalisation et sur l'horizon de mise en service.

Probabilité de réalisation selon avancement	
En construction	80 %
Permis obtenus	60 %

Les tableaux ci-dessous présentent la valorisation du portefeuille éolien de Theolia, par état d'avancement des projets :

Parcs en exploitation	VE 2010 (M€)	Valorisation brute / MW	MW
Total	244,836	0,9	283
France	65,952	0,9	73
Allemagne	120,532	0,8	145
Maroc	22,784	0,5	50
Italie	35,569	2,4	15

Portefeuille composé de nombreux parcs de petite taille, offrant des niveaux de rentabilité peu élevés. Date moyenne de mise en service 2005

Parcs en construction	VE 2010 (M€)	Valorisation nette / MW	MW
Total	6,822	0,3	25
France	3,772	0,2	18
Allemagne	3,050	0,4	7
Italie	0,000	1,1	0

Parc sous-productif dont la concession prend fin en 2019 et pour lequel l'ONE dispose d'une option de rupture unilatérale du contrat de rachat de l'électricité, contre une indemnité de 20 M\$ (13,8 M€)

Parc de 30 MW détenu à 50 % par Theolia, mis en service fin 2010 et bénéficiant d'un tarif de rachat élevé

Permis obtenus	VE 2010 (M€)	Valorisation nette / MW	MW
Total	73,673	0,6	126
France	4,151	0,2	27
Allemagne	0,000	0,3	0
Italie	69,522	0,7	99

Révision attendue en nette baisse des tarifs de rachat de l'électricité d'origine éolienne en Italie

Source : estimations Genesta

- **Les autres activités éoliennes et les charges de structure**, comprenant 1/ l'activité d'exploitation pour compte de tiers, 2/ l'activité de vente de parcs éoliens à des tiers, 3/ les honoraires de développement perçus lors des opérations de co-investissement et 4/ le poids des charges Corporate. Ces éléments ont été valorisés en sommant les Free Cash Flows opérationnels générés sur une période de 20 ans, selon le business plan évoqué précédemment, en utilisant le taux d'actualisation retenu dans le cadre de valorisation de Theolia par la méthode des DCF (cf. Paragraphe 5.2.) ;
- **Les activités non éoliennes**, comprenant principalement 1/ le parc solaire en Allemagne, valorisé 15 M€, et 2/ plusieurs participations vouées à être cédées, valorisées à leur valeur comptables.

La valeur des actifs éoliens de Theolia ressort à 325,331 M€, telle que présentée dans le tableau ci-dessous, valorisation à laquelle s'ajoutent la valorisation des activités d'exploitation pour compte de tiers (9,853 M€) et la valorisation des activités non éoliennes du groupe (15,000 M€ + 10,915 M€) :

Valorisation des parcs éoliens	325,331
+ Activités non-éoliennes (principalement un parc solaire en Allemagne)	15,000
+ Titres mis en équivalences (participations dans des activités non éoliennes)	10,915
+ Activités d'Exploitation pour compte de tiers, DCV et honoraires de développement	9,853
+ Titres financiers	2,909
- Charges "Corporate"	28,054
- Endettement net	233,395
- Intérêts minoritaires	0,000
- Provisions	18,913
+ Reports déficitaires actualisés	20,606
= Capitaux propres part du groupe	104,252
Nombre d'actions ¹	113,246
Valeur par action	0,92

Source : estimations Genesta

Ainsi, l'approche par la méthode de la somme des parties nous amène à un prix par action de 0,92 €, représentant un potentiel de baisse de -33,3 % par rapport au dernier cours connu de 1,38 € à la clôture du 4 mai 2011.

5.2 DCF

5.2.1 Détermination du taux d'actualisation

Le taux d'actualisation correspond au coût moyen entre le coût des fonds propres et le coût de la dette financière, et ce de manière pondérée en fonction de l'importance de ces deux ressources dans le financement global de la société. Le coût des fonds propres a été déterminé sur la base du modèle du CAPM auquel est intégrée une prime de risque Small Cap, selon la formule suivante :

$$\text{Coût des Fonds Propres} = R_f + \beta \cdot (R_m - R_f) + \text{Prime Small Caps}$$

avec R_f : taux sans risque
 $(R_m - R_f)$: prime de marché action

En effet, compte tenu de la taille de la société, nous affectons une prime de risque Small Caps au coût des fonds propres. La prime Small Caps est déterminée selon 6 critères, dont l'évaluation est factuelle et objective. L'échelle de notation pour chaque critère comporte 5 paliers allant de - - à ++. Chaque franchissement de palier ajoute 20 points de base au coût des fonds propres.

Les critères sont appréciés de la façon suivante :

Critère	Echelle de notation				
	++	+	=	-	--
Gouvernance d'entreprise²	4	3	2	1	0
Liquidité³	[66 % ; 100 %]	[33 % ; 66 %]	[15 % ; 33 %]	[5 % ; 15 %]	[0 % ; 5 %]
Taille de CA (M €)	[150 ; +∞[	[100 ; 150[	[50 ; 100[	[25 ; 50[	[0 ; 25[
Rentabilité opérationnelle	[25 % ; 100 %]	[15 % ; 25 %]	[8 % ; 15 %]	[3 % ; 8 %]	[0 % ; 3 %]
Gearing	] -∞ % ; -15 %]	] -15 % ; 15 %]	] 15 % ; 50 %]	] 50 % ; 80 %]	] 80 % ; +∞ %]
Risque Client⁴	[0 % ; 10 %]	] 10 % ; 20 %]	] 20 % ; 30 %]	] 30 % ; 40 %]	] 40 % ; 100 %]

¹ Le nombre d'actions prend en compte 579 407 actions gratuites à émettre à la clôture du 31 décembre 2010

² La qualité de la gouvernance d'entreprise est évaluée selon les quatre critères suivants : séparation des fonctions de Présidence et de Direction Générale ou fonctionnement sur la base d'un Conseil de Surveillance et d'un Directoire ; présence de membres indépendants au sein du Conseil d'Administration ou du Conseil de Surveillance ; présence de censeurs ou d'organes de contrôle ; existence de comités spécialisés.

³ Taux de rotation du capital au cours d'une année.

⁴ Part de la marge brute représentée par les 5 clients les plus importants.

Dans le cas de Theolia, nous obtenons la matrice suivante :

	++	+	=	-	--	Prime Small Caps
Gouvernance d'entreprise						0,20%
Liquidité						0,20%
Taille du CA						0,60%
Rentabilité opérationnelle						0,40%
Gearing						1,00%
Risque Client						0,20%
TOTAL						2,60%

Ainsi, la prime de risque Small Cap, ressort à 2,60 %. Le coût de la dette est issu de la moyenne entre le coût de la dette obligataire (2,7 %) et le coût de la dette liée au financement des projets (5,0 %) : il ressort à 4,2%. Par conséquent, sur la base d'un taux sans risque de 3,63 % (moyenne à 3 mois de l'OAT TEC 10 – source : Agence France Trésor), d'une prime de marché de 5,75 % (prime au 3 mars 2011 calculée par Natixis Securities), d'un beta de la société de 1,24, et de l'endettement net de la société au 31 décembre 2010, le taux d'actualisation s'élève à 6,80 %.

Taux sans risque	Prime de marché	Beta	Prime Small Caps	Coût du capital	Coût de la dette	Levier financier	Taux d'impôts	WACC
3,63%	5,75%	1,24	2,60%	13,36%	4,20%	164%	33,4%	6,80%

Source : AFT, Natixis Securities, Damodaran, estimations Genesta

5.2.2 Calcul de FCF opérationnels

Avec un taux d'actualisation de 6,80 %, nous obtenons le tableau de flux de trésorerie disponible sur 20 ans suivant (en M€) :

	2010	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E
Chiffre d'affaires	154,542	56,087	60,832	67,987	70,337	67,673	68,666	69,353	70,046	70,747	71,454
Excédent brut d'exploitation	13,922	25,782	36,613	42,484	43,144	40,285	41,228	41,729	42,237	42,751	43,271
Impôt ¹	4,490	0,000	1,597	3,052	3,035	4,134	5,121	5,296	5,548	5,820	6,111
Investissements	40,180	19,618	41,443	41,719	22,164	2,412	2,449	1,945	1,545	1,228	0,975
Variation de BFR	-101,063	-2,055	-8,094	-13,866	-4,887	-0,073	0,027	0,046	0,046	0,047	0,047
FCF opérationnels	70,315	8,219	1,666	11,579	22,831	33,812	33,631	34,442	35,098	35,656	36,137
FCF opérationnels actualisés		7,867	1,493	9,717	17,940	24,878	23,171	22,220	21,202	20,169	19,140

2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
72,169	72,890	73,619	74,356	75,099	75,850	76,609	77,375	78,148	78,930
43,797	44,330	44,869	45,415	45,967	46,526	47,092	47,665	48,245	48,832
6,420	6,744	7,083	7,434	7,797	8,170	8,552	8,941	9,336	9,736
0,775	0,615	0,489	0,388	0,309	0,245	0,195	0,155	0,123	0,098
0,048	0,048	0,049	0,049	0,050	0,050	0,051	0,051	0,052	0,052
36,555	36,922	37,249	37,543	37,812	38,061	38,295	38,518	38,734	38,946
18,130	17,147	16,198	15,287	14,417	13,588	12,802	12,057	11,353	10,689

Source : estimations Genesta

Nous ne valorisons pas de valeur terminale mais nous ajoutons la valeur de cession des actifs productifs du groupe en fin de période prévisionnelle. Pour cela, nous appliquons le multiple moyen de valorisation des parcs du groupe à leur valeur comptable résiduelle post amortissement en fin de 20^{ème} année.

	Valeur	%
Période 1-20 ans	309,467	87,1%
Valeur liquidative des actifs nets en année 20	45,959	12,9%
Total	355,426	100,0%

Source : estimations Genesta

Ainsi, la valorisation d'entreprise de Theolia ressort à 355,426 M€.

¹ Nous prenons en compte l'impôt théorique de Theolia dans le calcul des FCF opérationnels et nous valorisons les déficits reportables séparément

5.2.3 Calcul de la valeur par action

La valeur des fonds propres par action est obtenue comme suit :

FCF actualisés (2010-2029)	355,426
+ Titres financiers	2,909
+ Titres mis en équivalences	10,915
- Provisions	18,913
- Endettement financier net	233,395
- Minoritaires	0,000
+ Reports déficitaires actualisés	20,645
= Valeur des Capitaux Propres pg	137,588
Nombre d'actions	113,246
Valeur par action	1,21

In fine, la méthode d'actualisation des flux de trésorerie disponible (DCF) fait ressortir une valeur de 1,21 € par action, représentant un potentiel de baisse de -12,0 % par rapport au dernier cours connu de 1,38 € à la clôture du 4 mai 2011.

5.3 Comparables

5.3.1 Choix des comparables

Nous avons retenu un échantillon de 4 sociétés smallcaps européennes spécialisées dans le développement et l'exploitation de parcs éoliens pour compte propre. A l'image de Theolia, certains de ces acteurs réalisent une part non significative de leur chiffre d'affaires dans l'exploitation de parcs pour compte de tiers ou dans la vente de parcs à des tiers. Ces sociétés peuvent également exploiter d'autres types de centrales utilisant des énergies vertes (photovoltaïque et biomasse principalement) mais ces activités restent largement secondaires au sein de leur mix d'activités. De plus, ces acteurs affichent des niveaux d'endettement comparables à celui de Theolia et des niveaux de rentabilité également comparables, bien que légèrement supérieurs, compte tenu de la qualité de leurs portefeuilles d'actifs :

- **Aérowatt** : société française spécialisée dans le développement et l'exploitation de parcs éoliens sur le territoire français, en métropole et dans les DOM TOM. Au 31 décembre 2010, Aérowatt exploitait 80 MW de parcs éoliens pour compte propre et 9 MWC de centrales solaires pour compte propre.
- **Alerion CleanPower** : acteur exploitant principalement des parcs éoliens en Italie et détenant des permis de construire en Europe de l'Est. Au 31 décembre 2010, Alerion CleanPower exploitait, en Italie, des parcs éoliens pour une capacité nette de 197 MW, 22,8 MWC de centrales solaires (dont 18,8 MWC ont été cédés au T1 2011, conformément à la stratégie du groupe visant à se recentrer sur l'éolien) et 5,25 MWe de centrales à biomasse.
- **Fersa Energias Renovables** : société espagnole exploitant des parcs éoliens en Europe (Espagne, France et Pologne) mais également en Inde. Au 30 septembre 2010, Fersa exploitait 187 MW de parcs éoliens (représentant 98 % de ses actifs) et bénéficiait de plus de 1 GW de permis de construire en Europe et dans le reste du monde.
- **Falck Renewables** : groupe né de la fusion de Actelios, société du groupe italien Falck spécialisée dans l'exploitation de centrales à biomasse et photovoltaïques, et de Renewable Wind, société exploitant un important portefeuille de parcs éoliens. Au 31 décembre 2010, Falck Renewables exploitait 450 MW de parcs éoliens en Italie, en France, en Espagne et au Royaume-Uni, ainsi que 48 MW de centrales à biomasse et photovoltaïques.

Nous avons décidé d'écarter un certain nombre d'acteurs pourtant, a priori, comparables à Theolia :

- **Iberdrola Renovables, EDF Energies Nouvelles et ERG Renew**, ces trois sociétés ayant fait l'objet d'OPA de la part de leurs maisons mères respectives sont vouées à être délistées. De plus, Iberdrola Renovables et EDF Energies Nouvelles affichent des capitalisations boursières trop importantes comparativement à Theolia.
- **Enel Green Power et EDP Renovaveis**, compte tenu de leur capitalisation trop importante par rapport à Theolia.
- Les sociétés smallcaps **Terna Enegy et Arise WindPower**, en raison de leur trop faible niveau d'endettement comparativement à l'endettement de Theolia.

Le tableau ci-dessous récapitule les principaux agrégats, en M€, des sociétés retenues :

	CA 10	CA 11	CA 12	EBE 10	EBE 11	EBE 12	CFPA 10 ¹	CFPA 11	CFPA 12
Aerowatt	17,20	21,30	27,40	10,78	13,56	18,00	2,94	N/A	N/A
Alerion Clean Power	43,72	72,00	94,00	25,70	49,00	70,00	0,03	0,10	0,11
Fersa Energias Renovables	30,80	47,43	66,80	19,61	33,37	48,06	0,14	0,12	0,20
Falck Renewables	100,72	238,00	280,00	32,98	125,00	166,00	0,26	0,23	0,31

Source : Infinancials et Factset au 03/05/11

	Capitalisation Boursière	Dette nette et provisions	Minoritaires	Valeur d'Entreprise
Aerowatt	25,9	108,2	1,2	135,2
Alerion Clean Power	243,4	303,8	1,2	548,4
Fersa Energias Renovables	176,7	216,2	23,1	416,0
Falck Renewables	446,7	749,9	7,3	1 204,0

Sources : Infinancials et WVB au 03/05/11

5.3.2 Valorisation

Le tableau ci-dessous montre les valorisations induites pour Theolia en fonction des multiples appliqués sur la base des valorisations actuelles affichées par les sociétés de l'échantillon.

	VE / CA 11	VE / CA 12	VE / EBE 11	VE / EBE 12	P / CF 11	P / CF 12
Aerowatt	6,35	4,93	9,97	7,51	N/A	N/A
Alerion Clean Power	7,62	5,83	11,19	7,83	5,41	5,07
Fersa Energias Renovables	8,77	6,23	12,47	8,65	10,44	6,44
Falck Renewables	5,06	4,30	9,63	7,25	6,57	4,96
Moyenne	6,95	5,32	10,81	7,81	7,47	5,49
Médiane	6,98	5,38	10,58	7,67	6,57	5,07

	CA 11	CA 12	EBE 11	EBE 12	CF 11	CF 12
Theolia	56,087	60,832	25,782	36,613	11,543	21,438
Valorisation induite ²	168,95	103,10	58,07	65,31	106,90	138,36
Valorisation moyenne / action	1,21		0,52		1,04	

Compte tenu de la différence entre la capitalisation boursière moyenne des sociétés composant l'échantillon de comparables retenu et celle de Theolia, nous appliquons une décote de taille, sur la base d'une approche fondée sur le modèle de Eric-Eugène Grena, présenté dans la note méthodologique ci-après, afin d'obtenir une valorisation plus pertinente du titre.

Appliquée à Theolia, cette méthode nous amène à mettre en œuvre une décote de taille de -6,43 % aux résultats évoqués précédemment.

Capitalisation moyenne des comparables	244,2 M€
Capitalisation non corrigée de la société	104,7 M€
Rapport des capitalisations	42,87%
Prime / Décote à appliquer	-6,43%

Après application de la décote, nous obtenons les valorisations suivantes :

Valorisation moyenne / action	1,14	0,49	0,97
Moyenne	0,87		

L'approche par la méthode des multiples boursiers de sociétés comparables nous amène à une fourchette de valorisation comprise entre 1,14 € – 0,49 €, avec en moyenne un prix par action de 0,87 €, représentant un potentiel de baisse de -37,3 % par rapport au dernier cours connu de 1,38 € à la clôture du 4 mai 2011.

¹ CFPA : Cash Flow Par Action = (Résultat Net + Amortissements et Provisions) / Nombre d'actions

² Le calcul de la valorisation induite de Theolia intègre la valeur actualisée des déficits reportables, valeur affichée dans le cadre des autres méthodes de valorisation

5.3.3 Méthodologie de la décote/prime de taille

Compte tenu de la différence éventuelle entre la capitalisation boursière moyenne des sociétés composant l'échantillon de comparables retenus et celle de la société à évaluer, Genesta applique une décote ou une prime, inspirée du modèle de Eric-Eugène Grena, afin d'obtenir une valorisation plus pertinente de la société.

Les travaux menés par Eric-Eugène Grena – membre de la SFAF, ancien responsable du bureau d'analyse financière de BNP Paribas et directeur associé de Clinvest – ont montré le risque qu'il existe à appliquer la méthode d'évaluation par les comparables boursiers sans tenir compte de l'existence d'écarts parfois non négligeables entre la taille de la société évaluée et celle des sociétés retenues comme référentiel boursier.

Il semble donc important de procéder à une correction en calculant, le cas échéant une décote ou une prime à appliquer à la société évaluée. L'étude réalisée sur un échantillon probant a révélé une décroissance des P/E avec la taille des sociétés de l'échantillon et que la correction à pratiquer doit être du même ordre de grandeur.

La démarche que Genesta adopte consiste à :

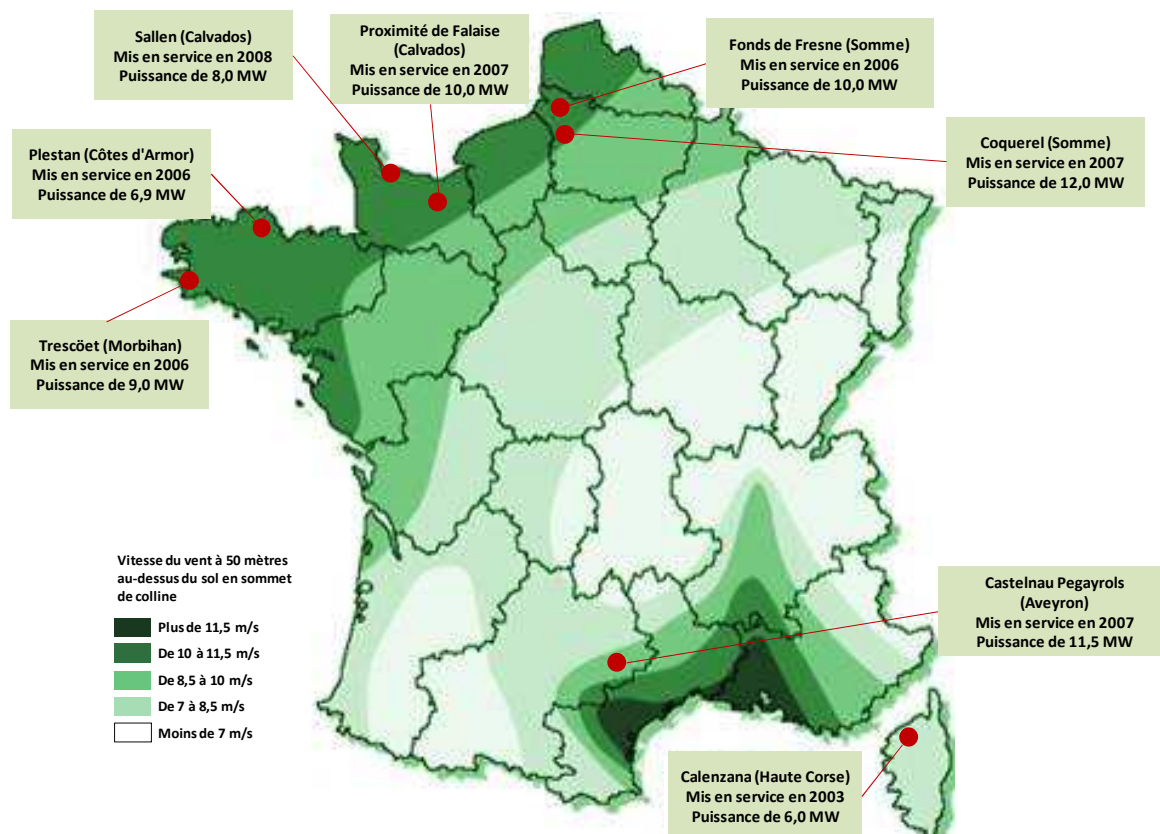
- 1) Calculer le rapport entre la capitalisation boursière de la société à évaluer et la capitalisation boursière moyenne du groupe de comparables ;
- 2) Appliquer, selon le ratio obtenu, la décote ou la prime selon l'abaque défini par les travaux d'Eric-Eugène Grena en prenant soin de pratiquer une extrapolation linéaire entre chaque palier ;
- 3) Impacter cette décote ou cette prime sur la valorisation de la société concernée et ainsi affiner la pertinence de la valorisation par les comparables.

Rapport des capitalisations	Ajustement à appliquer	
<2%	-40%	} Décote
2%	-34%	
5%	-26%	
10%	-20%	
20%	-14%	
30%	-10%	
40%	-7%	
50%	-5%	
60%	-4%	
80%	-2%	
100%	0%	} Prime
120%	2%	
140%	4%	
150%	5%	
160%	7%	
170%	10%	
180%	14%	
190%	20%	
195%	26%	
198%	34%	
>198%	40%	

6 Annexes

6.1 Portefeuille de parcs éoliens exploités pour compte propre par Theolia sur le territoire français

Localisation du portefeuille de parcs éoliens exploités pour compte propre par Theolia en France, au 31 décembre 2010



Sources : Thelia, Genesta

7 Synthèse des comptes

7.1 Compte de résultats simplifié

Au 31/12 (EUR m)	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
Chiffre d'affaires	306,48	69,96	294,38	154,54	56,09	60,83	67,99
% évolution	331,7%	-77,2%	320,8%	-47,5%	-63,7%	8,5%	11,8%
Excédent brut d'exploitation	15,13	-10,95	22,23	13,92	25,78	36,61	42,48
% du CA	4,9%	-15,7%	7,6%	9,0%	46,0%	60,2%	62,5%
Résultat Opérationnel Courant	-3,25	-67,30	23,37	-19,68	8,20	18,39	23,13
% évolution	-49,0%	-1970,7%	134,7%	-184,2%	141,7%	124,3%	25,8%
% du CA	-1,1%	-96,2%	7,9%	-12,7%	14,6%	30,2%	34,0%
Résultat d'Exploitation	-38,73	-196,46	26,02	-34,48	8,20	18,39	23,13
% du CA	-12,6%	-280,8%	8,8%	-22,3%	14,6%	30,2%	34,0%
Résultat financier	-7,94	-39,08	-30,81	45,63	-14,24	-13,59	-13,96
Résultat avant impôt	-46,67	-235,54	-4,79	11,14	-6,04	4,80	9,16
Impôts	2,73	-11,94	-2,52	4,49	0,00	0,00	0,00
% Taux d'impôt effectif	-5,8%	5,1%	52,6%	40,3%	0,0%	0,0%	0,0%
Résultat Net Part du Groupe	-48,26	-243,34	-24,84	5,86	-7,52	4,80	9,16
% évolution	-993,6%	-404,2%	89,8%	123,6%	-228,4%	163,8%	-91,0%
% du CA	-15,7%	-347,8%	-8,4%	3,8%	-13,4%	7,9%	13,5%

Chiffre d'affaires en repli en 2010 et 2011 du fait de la baisse des ventes de parcs. Croissance après 2011, grâce à la progression du CA issu de la vente d'électricité pour compte propre

Résultat d'exploitation lourdement impacté en 2010 par des charges exceptionnelles. Amélioration progressive de la marge d'EBITDA à partir de 2012, grâce à la hausse du chiffre d'affaires d'exploitation pour compte propre

Retour à un résultat net positif en 2012, conformément aux objectifs actuels du management

7.2 Bilan – principaux agrégats

Au 31/12 (EUR m)	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
Ecart d'acquisition	144,52	78,08	79,46	71,14	71,14	71,14	71,14
Immobilisations incorporelles	46,77	94,15	99,88	90,29	86,32	82,53	78,90
Immobilisations corporelles	345,14	341,68	311,86	278,79	284,33	310,87	336,39
Immobilisations financières	107,31	32,19	20,78	21,48	21,48	21,48	21,48
BFR	12,42	134,60	60,15	33,54	31,48	23,39	9,52
% du CA	4,1%	192,4%	20,4%	21,7%	56,1%	38,5%	14,0%
Dettes financières	549,40	589,25	490,48	348,11	328,66	337,27	345,03
Trésorerie et équivalents de trésorerie	326,20	90,82	94,19	110,43	83,48	81,77	90,19
Endettement net	223,20	498,42	396,29	237,68	245,17	255,50	254,83

Diminution importante des immobilisations corporelles entre 2008 et 2010, du fait de la vente de nombreux parcs. Retour à la hausse à partir de 2011 avec la reprise de la croissance du portefeuille de parcs éoliens détenus en propre

Forte baisse de l'endettement net, entre 2008 et 2010 suite à la vente de parcs et à la restructuration financière. Légère augmentation en 2011 du fait de la construction de nouveaux parcs et le faible niveau de cessions

7.3 Tableau des flux de trésorerie – principaux agrégats

Au 31/12 (EUR m)	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
CAF	15,37	-57,93	29,44	-4,97	10,06	23,02	28,52
Investissements	43,90	43,36	24,49	40,18	19,62	41,44	41,72
% du CA	14,3%	62,0%	8,3%	26,0%	35,0%	68,1%	61,4%
Variation du BFR	-1,80	129,19	-54,28	-33,88	-2,06	-8,09	-13,87
Flux de trésorerie d'exploitation net	-26,74	-230,48	59,23	-11,27	-7,50	-10,33	0,67

Reprise des investissements en 2011, 2012 et 2013, avec l'installation de 78 MW de parcs

Important destockage lié à la l'utilisation de turbines actuellement stockées en Italie suite à l'échec d'un projet

7.4 Ratios financiers

Au 31/12 (M€)	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
Bénéfice net par action	-1,41	-6,12	-0,62	0,08	-0,07	0,04	0,08
% évolution	-399,7%	-333,7%	89,8%	12,9%	-183,2%	163,8%	-91,0%
Capitalisation boursière	780,21	120,55	115,83	129,04	155,80	155,80	155,80
Valeur d'entreprise	1016,37	623,53	526,02	384,33	419,05	429,62	429,18
P/E	-16,17	-0,50	-4,66	22,03	-20,72	32,48	17,00
P/CF	0,45	-1,46	0,74	-0,07	0,09	0,20	0,25
Market to Book	1,94	0,70	0,77	0,58	0,73	0,71	0,68
VE / CA	3,32	8,91	1,79	2,49	7,47	7,06	6,31
VE / EBE	67,17	-56,94	23,66	27,61	16,25	11,73	10,10
VE / ROP	-26,25	-3,17	20,21	-11,15	51,11	23,36	18,56
EBE / CA	4,9%	-15,7%	7,6%	9,0%	46,0%	60,2%	62,5%
ROP / CA	-12,6%	-280,8%	8,8%	-22,3%	14,6%	30,2%	34,0%
Résultat net / CA	-15,7%	-347,8%	-8,4%	3,8%	-13,4%	7,9%	13,5%
Gearing	55,1%	290,9%	263,2%	106,9%	114,1%	116,3%	111,4%
Capitaux engagés	656,16	680,70	572,13	495,24	494,75	509,41	517,43
RCE	-6,3%	-27,1%	5,0%	-7,9%	1,7%	3,6%	4,5%
Rentabilité des Fonds Propres	-12,0%	-142,1%	-16,5%	2,6%	-3,5%	2,2%	4,0%

Multiples de valorisation nettement supérieurs à ceux des autres exploitants de parcs éoliens

8 Avertissements importants

8.1 Définition des opinions et objectifs de cours de Genesta Equity Research

Les opinions mentionnées par Genesta Equity Research traduisent la performance absolue attendue, à un horizon compris entre 6 et 12 mois, pour chaque valeur considérée, et ce, en monnaie locale.

1. Achat fort	Le titre devrait réaliser une performance absolue supérieure à +25 %
2. Achat	Le titre devrait réaliser une performance absolue comprise entre +10 % et +25 %
3. Neutre	Le titre devrait évoluer entre +10 % et -10 %
4. Vente	Le titre devrait réaliser une contre performance absolue comprise entre -10 % et -25 %
5. Vente fort	Le titre devrait réaliser une contre performance absolue supérieure à -25 %

8.2 Détection de conflits d'intérêts potentiels

Participation de l'analyste, de Genesta et/ou de ses salariés au capital de l'émetteur	Participation de l'émetteur au capital de Genesta	Autres intérêts financiers importants entre l'émetteur et Genesta	Existence d'un contrat de teneur de marché ou d'apporteur de liquidité entre l'émetteur et Genesta	Rémunération de Genesta par l'émetteur au titre de l'établissement de la présente analyse financière	Rémunération de Genesta par l'émetteur au titre d'autres prestations que l'établissement de la présente analyse financière	Communication de l'analyse financière à l'émetteur préalablement à sa diffusion
Non	Non	Non	Non	Non	Non	Oui*

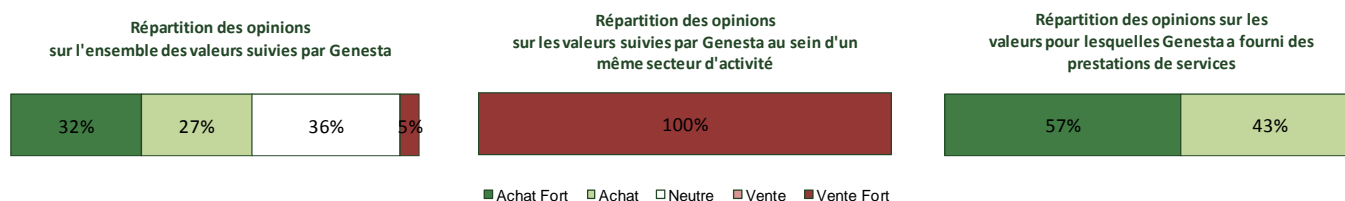
* : Aucun changement significatif n'a été réalisé suite à la communication de l'analyse financière à l'émetteur.

En qualité de Conseiller en Investissements Financiers, membre de l'AACIF, Association des Analystes Conseillers en Investissements Financiers, Genesta se réfère aux modalités administratives et organisationnelles définies par cette association pour son fonctionnement interne, en particulier dans le respect du Code de Bonne Conduite défini par l'AACIF et des Procédures prévues par l'AACIF en matière de gestion des conflits d'intérêts. Des procédures internes à Genesta définissent par ailleurs certains aspects complémentaires au fonctionnement des activités d'analyse financière. Des informations supplémentaires peuvent être obtenues sur simple demande écrite adressée à la société Genesta quant à ces règles de fonctionnement.

8.3 Historique des opinions et objectifs de cours relatifs à la valeur au cours des 12 derniers mois

Date de 1 ^{ère} diffusion	Opinion	Objectif de cours
4 mai 2011	Etude Annuelle Vente Fort	1,00 €
15 février 2011	Flash Valeur Neutre	1,25 €
17 novembre 2010	Flash Valeur Neutre	1,30 €
5 octobre 2010	Initiation de couverture Neutre	1,20 €

8.4 Répartition des opinions



8.5 Avertissement complémentaire

Les informations présentées dans les pages précédentes restent partielles. Elles ne peuvent être considérées comme ayant une valeur contractuelle.

Cette publication a été rédigée par Genesta et est délivrée à titre informatif. Elle ne constitue en aucun cas un ordre d'achat ou de vente de la (les) valeur(s) mobilière(s) qui y est (sont) mentionnée(s). Elle est destinée aux investisseurs professionnels et ne constitue en aucun cas une décision d'investissement. De ce fait, ni Genesta, ni ses dirigeants, ni ses employés ne peuvent être tenus responsables d'une quelconque décision d'investissement.

Les informations, estimations et commentaires exprimés dans cette étude proviennent de sources jugées dignes de foi. Toutefois, Genesta n'en garantit ni l'exactitude, ni l'exhaustivité, ni la fiabilité. Ainsi, sa responsabilité, ni celle de ses dirigeants, ni de ses employés, ne pourrait être engagée d'aucune manière à ce titre. Les opinions, appréciations, estimations et prévisions contenues dans cette publication reflètent le jugement de Genesta à la date mentionnée en première page du document, et peuvent ultérieurement faire l'objet de modifications ou d'abandons sans préavis, ni notification.

Cette publication ne peut être diffusée auprès de personnes soumises à certaines restrictions. Ainsi, en particulier, au Royaume-Uni, seules les personnes considérées comme 'personnes autorisées ou exemptées' selon le 'Financial Services Act 1986' du Royaume-Uni, ou tout règlement passé en vertu de celui-ci ou les personnes telles que décrites dans la section 11 (3) du 'Financial Services Act 1986 (Investment Advertisement) (Exemption) order 1997' peuvent avoir accès à la publication ci-présente. Celle-ci ne saurait être distribuée ou communiquée, directement ou indirectement, à tout autre type de personne. Toute personne qui viendrait à être en possession de cette publication doit s'informer et respecter de telles restrictions. De même, cette publication ne peut être diffusée aux Etats-Unis ni à ses ressortissants. La (les) valeur(s) mobilière(s) faisant l'objet de cette publication n'a (n'ont) pas été enregistrée(s) auprès de la Securities and Exchange Commission et envoyer cette étude à un résident des États-Unis est interdit.

Il est possible que Genesta ait conclu avec l'émetteur sur lequel porte l'analyse financière un contrat en vue de rédiger et diffuser une (ou plusieurs) publication(s), laquelle (lesquelles) a (ont) été relue(s) par celui-ci. Toutefois, le cas échéant, cette publication pourra être réalisée par Genesta de façon indépendante, conformément à la déontologie et aux règles de la profession.

Cette publication reste la propriété de Genesta et ne peut être reproduite ou diffusée sans autorisation préalable de Genesta.