



# Cas Voltalia

*Si vous souhaitez poser des questions à l'auteur de ce cas, vous pouvez le contacter via la boîte aux lettres du site [www.vernimmen.net](http://www.vernimmen.net).*

Pascal Quiry

Novembre 2019

---

Ce document ne peut être utilisé, reproduit ou cédé sans l'autorisation du Groupe HEC

## **Table des annexes**

Annexe 1 : États financiers de Voltalia

Annexe 2 : Éléments de valorisation de Voltalia

Annexe 3 : Actionnariat de Voltalia

Annexe 4 : Caractéristiques de l'augmentation de capital de Voltalia

## Annexe 1 : États financiers de Volitalia

### Compte de résultat

(Clôture des comptes le 31 décembre de chaque exercice- IFRS)

En millions d'euros	2015	2016	2017	2018
<b>Chiffre d'affaires</b>	<b>58,6</b>	<b>127,0</b>	<b>181,2</b>	<b>180,7</b>
<i>dont Amérique Latine</i>	43,3	89,7	125,4	133,5
<i>dont Europe</i>	14,6	31,6	53,5	42,7
<i>dont Asie et Afrique</i>	-	5,6	1,7	4,9
- Achats et sous-traitance	8,6	31,8	37,7	27,3
- Charges externes	11,0	23,1	40,2	44,1
<b>= Valeur ajoutée</b>	<b>39,0</b>	<b>72,0</b>	<b>103,3</b>	<b>109,3</b>
- Charges de personnel	4,9	12,0	21,4	20,4
- Impôts et taxes	3,0	6,9	9,1	10,8
+/- Autres produits/ charges	(0,9)	(5,7)	0,1	(1,8)
<b>= Excédent brut d'exploitation</b>	<b>30,1</b>	<b>47,4</b>	<b>72,9</b>	<b>76,3</b>
- Dotations aux amortissements	7,9	13,2	27,1	29,1
<b>= Résultat d'exploitation</b>	<b>22,2</b>	<b>34,2</b>	<b>45,7</b>	<b>47,2</b>
- Coût de la dette	17,7	32,1	34,4	32,0
+ Autres éléments financiers	2,9	3,0	(2,1)	2,1
+ Eléments non récurrents	0,1	-	-	-
<b>= Résultat avant impôt</b>	<b>7,5</b>	<b>5,1</b>	<b>9,3</b>	<b>17,3</b>
- Impôt sur les bénéfices	3,0	4,6	6,0	11,5
+ Résultats des sociétés mises en équivalence	0,1	0,0	0,2	0,2
<b>Résultat net de l'ensemble consolidé</b>	<b>4,6</b>	<b>0,6</b>	<b>3,5</b>	<b>6,0</b>
- Intérêts minoritaires	0,7	(1,1)	2,9	(2,6)
<b>= Résultat net part du groupe</b>	<b>3,9</b>	<b>1,6</b>	<b>0,6</b>	<b>8,5</b>

## Compte de résultat en %

(Clôture des comptes le 31 décembre de chaque exercice- IFRS)

En % de la production	2015	2016	2017	2018
Chiffre d'affaires	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
<i>dont Amérique Latine</i>	73,9%	70,7%	69,2%	73,9%
<i>dont Europe</i>	25,0%	24,9%	29,5%	23,6%
<i>dont Asie et Afrique</i>	0,0%	4,4%	0,9%	2,7%
- Achats et sous-traitance	14,6%	25,1%	20,8%	15,1%
- Charges externes	18,8%	18,2%	22,2%	24,4%
<b>= Valeur ajoutée</b>	<b>66,6%</b>	<b>56,7%</b>	<b>57,0%</b>	<b>60,5%</b>
- Charges de personnel	8,4%	9,5%	11,8%	11,3%
- Impôts et taxes	5,2%	5,4%	5,0%	6,0%
+/- Autres produits/ charges	-1,5%	-4,5%	0,1%	-1,0%
<b>= Excédent brut d'exploitation</b>	<b>51,5%</b>	<b>37,3%</b>	<b>40,2%</b>	<b>42,2%</b>
- Dotations aux amortissements	13,5%	10,4%	15,0%	16,1%
<b>= Résultat d'exploitation</b>	<b>37,9%</b>	<b>26,9%</b>	<b>25,2%</b>	<b>26,1%</b>
- Coût de la dette	30,3%	25,3%	19,0%	17,7%
+ Autres éléments financiers	4,9%	2,4%	-1,2%	1,1%
+ Eléments non récurrents	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>= Résultat avant impôt</b>	<b>12,7%</b>	<b>4,1%</b>	<b>5,1%</b>	<b>9,6%</b>
- Impôt sur les bénéfices	5,1%	3,6%	3,3%	6,4%
+ Résultats des sociétés mises en équivalence	0,2%	0,0%	0,1%	0,1%
<b>Résultat net de l'ensemble consolidé</b>	<b>7,8%</b>	<b>0,5%</b>	<b>1,9%</b>	<b>3,3%</b>
- Intérêts minoritaires	1,1%	-0,8%	1,6%	-1,4%
<b>= Résultat net part du groupe</b>	<b>6,6%</b>	<b>1,3%</b>	<b>0,3%</b>	<b>4,7%</b>

## Tableau des flux de trésorerie

En millions d'euros	2015	2016	2017	2018
Résultat net de l'ensemble consolidé	4,6	0,6	3,5	6,0
+ Dotation aux amortissements	7,9	13,2	27,1	29,1
+ Charges et produits sans incidence sur la trésorerie	2,0	(1,6)	16,6	8,4
<b>= Capacité d'autofinancement</b>	<b>14,5</b>	<b>12,2</b>	<b>47,2</b>	<b>43,4</b>
- Variation du besoin en fonds de roulement d'exploitation	(16,3)	(16,2)	28,5	0,7
<b>= Flux d'exploitation (1)</b>	<b>30,8</b>	<b>28,3</b>	<b>18,7</b>	<b>42,8</b>
- Investissements industriels nets	191,9	131,6	80,4	105,1
- Variation du besoin en fonds de roulement hors exploitation	-	-	6,8	(3,7)
- Investissements financiers nets	2,5	71,6	(0,4)	4,1
<b>= Flux d'investissement (2)</b>	<b>194,4</b>	<b>203,2</b>	<b>86,8</b>	<b>105,5</b>
<b>Flux de trésorerie disponible après charges financières (1)+(2)</b>	<b>(163,6)</b>	<b>(174,8)</b>	<b>(68,1)</b>	<b>(62,8)</b>
+ Augmentation (réduction) de capital	40,8	164,8	-	0,1
- Dividendes	0,1	0,3	3,0	-
<b>= Réduction (augmentation) de l'endettement net à taux de change constant</b>	<b>(122,9)</b>	<b>(10,3)</b>	<b>(71,1)</b>	<b>(62,7)</b>
Impact des variations de change sur l'endettement net au bilan	44,5	(68,5)	42,5	28,4
<b>= Réduction (augmentation) de l'endettement net après impact des variations de change</b>	<b>(78,4)</b>	<b>(78,8)</b>	<b>(28,6)</b>	<b>(34,3)</b>

L'essentiel de l'endettement bancaire et financier de Voltalia étant en monnaies locales, et non en euros, les variations de change induisent une variation du montant de la dette en devises une fois convertie en euro au bilan. Ainsi une réévaluation du réal brésilien contre l'euro, comme en 2016, fait varier la dette au bilan de Voltalia sans que celle-ci ait été nécessairement accrue par la contraction de nouveaux emprunts en monnaie locale. D'où l'avant dernière ligne du tableau des flux de trésorerie qui fait ainsi la liaison avec les variations de la dette au bilan.

**Bilan**

En millions d'euros	2015	2016	2017	2018
Immobilisations incorporelles	35,0	64,7	70,1	96,4
+ Goodwill	1,1	45,4	46,1	46,0
+ Immobilisations corporelles	445,6	662,4	618,6	608,2
+ Titres mis en équivalence	0,3	0,5	0,7	2,3
+ Immobilisations financières	5,4	23,7	18,0	22,0
+ Autres actifs non courants			0,9	0,2
+ Actifs destinés à être cédés	0,5	0,1	-	-
<b>= Actifs immobilisés (1)</b>	<b>487,9</b>	<b>796,8</b>	<b>754,4</b>	<b>775,2</b>
Stocks, encours et avances fournisseurs	0,6	2,5	14,2	30,9
+ Clients	16,4	59,8	45,0	41,4
+ Autres actifs d'exploitation	2,0	3,4	18,9	25,7
- Fournisseurs	28,6	70,3	45,6	48,7
- Autres dettes d'exploitation	0,7	22,0	30,5	46,7
<b>= Besoin en fonds de roulement (2)</b>	<b>(10,4)</b>	<b>(26,6)</b>	<b>2,0</b>	<b>2,7</b>
Actifs hors exploitation	-	-	6,8	3,1
- Passifs hors exploitation	-	-	-	-
<b>= BFR hors exploitation (3)</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>6,8</b>	<b>3,1</b>
<b>Actif économique = (1)+(2)+(3)</b>	<b>477,5</b>	<b>770,3</b>	<b>763,2</b>	<b>780,9</b>
Capitaux propres part du groupe	153,6	349,8	321,6	317,3
+ Intérêts minoritaires	57,8	74,9	67,2	54,7
- Impôts différés actifs	0,9	2,9	1,7	1,5
+ Impôts différés passifs	0,1	2,7	1,8	1,7
<b>= Capitaux propres (4)</b>	<b>210,5</b>	<b>424,5</b>	<b>388,9</b>	<b>372,2</b>
Dettes financières LT	266,2	337,1	367,4	446,6
+ Dettes financières CT	44,4	110,0	78,2	70,7
- Trésorerie et équivalents de trésorerie	43,6	101,4	71,2	108,6
<b>= Endettement bancaire et financier net (5)</b>	<b>267,0</b>	<b>345,7</b>	<b>374,4</b>	<b>408,6</b>
<b>Capitaux investis = (4)+(5)</b>	<b>477,5</b>	<b>770,3</b>	<b>763,2</b>	<b>780,9</b>

78 % des emprunts de Voltalia sont à taux variable et 22 % à taux fixe.

Rotation du BFR d'exploitation	2015	2016	2017	2018
BFR d'exploitation / Chiffre d'affaires, en jours de chiffre d'affaires	-54j	-64j	3j	4j
Délai clients en jours de CA	85j	143j	75j	70j
Stocks en jours de CA	4j	7j	29j	62j
Fournisseurs en jours d'achat et de services externes	445j	389j	178j	207j
Taux de TVA	20%	20%	20%	20%

Politique d'investissement	2015	2016	2017	2018
Immo corporelles nettes hors terrain/ immobilisations corporelles brutes	94%	91%	87%	85%
Investissements corporels / dotation aux amortissements	24,2	10,0	3,0	3,6

Structure d'endettement	2015	2016	2017	2018
Dettes bancaires et financières nettes/ EBE	8,9	7,3	5,1	5,4
Actifs circulants / passifs circulants	85%	83%	101%	126%

Rentabilités	2015	2016	2017	2018
Résultat d'exploitation après impôt sur les sociétés / Chiffre d'affaires	22,7%	3,0%	9,0%	8,8%
x				
Chiffre d'affaires / Actif économique hors filiales	0,1	0,2	0,2	0,2
<b>= Rentabilité économique après impôt</b>	<b>2,8%</b>	<b>0,5%</b>	<b>2,2%</b>	<b>2,1%</b>
Coût de la dette après impôt sur les sociétés	4,0%	1,0%	3,3%	2,6%
Levier financier (Endettement bancaire et financier net / Capitaux propres)	1,3	0,8	1,0	1,1
<b>Rentabilité des capitaux propres après impôt</b>	<b>2,1%</b>	<b>0,1%</b>	<b>0,9%</b>	<b>1,6%</b>
Part de la rentabilité des capitaux propres expliquée par l'effet de levier	-33%	-262%	-143%	-31%
Taux apparent d'impôt sur les sociétés	40,2%	89,0%	64,5%	66,4%

## Annexe 2 : Éléments de valorisation de Voltaia

Paramètres de valeur	2015	2016	2017	2018	2019
Cours le plus haut	9,00	8,50	11,40	10,30	11,00
Cours le plus bas	6,70	6,90	8,40	7,00	7,80
Dernier cours	6,80	8,10	10,00	7,80	11,20
Nombre d'actions en millions, net des actions auto-détenues	26,2	48,9	48,9	48,9	48,9
Bénéfice net courant (part du groupe) par action en EUR	0,15	0,03	0,01	0,17	
Taux de croissance du BPA	-41%	-77%	-66%	1406%	
PER	47	240	864	45	
Multiple d'excédent brut d'exploitation	14,8	15,7	11,8	10,4	
Multiple de résultat d'exploitation	20,0	21,7	18,9	16,7	
Dividende par action en EUR	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Rendement en %	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Taux de distribution en %	0%	0%	0%	0%	0%
Capitalisation boursière en millions d'EUR	178	396	489	381	548
Capitaux propres comptables part du groupe en millions d'EUR	154	350	322	317	
Capitalisation boursière /capitaux propres comptables part du groupe	1,2	1,1	1,5	1,2	

Le dernier cours pour 2019, correspond à celui de la veille de l'annonce de l'augmentation de capital, soit le 21 juin.

Cours de bourse en euros et volumes échangés depuis novembre 2014 (Source : Euronext)



### Annexe 3 : Actionnariat de Voltalia

Voltalia Investissement * <sup>1</sup>	35 570 497 actions, soit 72,6 % du capital
Proparco <sup>2</sup>	2 010 723 actions, soit 4,1% du capital
Actions auto-détenues	101 067 actions, soit 0,2 % du capital
Flottant	11 313 138 actions, soit 23,1 % du capital
Total	48 995 425 actions, soit 100 % du capital

\* Actionnaire siégeant au conseil d'administration

---

<sup>1</sup> Holding de la famille Mulliez (qui a fondé et contrôle Auchan, Leroy-Merlin, Décathlon, Boulanger, etc.)

<sup>2</sup> Filiale de l'Agence Française du Développement, dédiée au secteur privé, Proparco intervient depuis 40 ans pour promouvoir un développement durable en matière économique, sociale et environnementale.



## Annexe 4 : Caractéristiques de l'augmentation de capital de Voltalia

### *Objectif de l'augmentation de capital*

L'augmentation de capital d'environ 375 M€ est destinée à fournir à Voltalia des moyens supplémentaires pour financer son objectif d'une capacité consolidée d'au moins 2,6 GW en exploitation ou en construction à horizon 2023.

Dans cette perspective, Voltalia envisage d'allouer au moins 300 M€ des fonds levés à la construction de 1,6 GW de nouvelles capacités de production, au-delà d'1 GW installé en 2020 :

- construction des projets sécurisés déjà identifiés individuellement par la Société pour une capacité de 0,6 GW, ces projets représentant un investissement en capitaux propres d'au moins 130 M€ ; et
- construction d'autres projets encore en phase de développement, pour une capacité d'au moins 1 GW, ces projets représentant un investissement en capitaux propres d'au moins 170 M€.

Au sein de cette enveloppe d'au moins 300 M€, Voltalia prévoit d'investir en capitaux propres au moins 50 M€ dans des pays d'opération de la BERD<sup>3</sup> tels que le Maroc, la Tunisie, l'Égypte ou la Grèce.

Le solde des fonds levés pourrait être utilisé pour financer d'éventuelles acquisitions ciblées, notamment pour renforcer l'implantation de Voltalia dans ses nouvelles zones géographiques en Afrique, en Amérique Latine ou en Europe, ou encore pour développer l'activité de services de Voltalia.

### *Modalités*

Chacune des actions existantes recevra un droit préférentiel de souscription (DPS).

6 DPS donneront le droit de souscrire à 5 actions nouvelles au prix de 9,20 € entre le 27 juin et le 5 juillet 2019.

### *Engagements de souscription*

Voltalia dispose d'engagements de souscription d'un montant total de 283 M€, représentant environ 75,3 % de l'augmentation de capital dont :

1/ Voltalia Investissement s'est engagée de manière irrévocable :

- à céder à un prix unitaire égal à la valeur théorique des DPS, 2.961.804 DPS à la BERD afin que celle-ci puisse souscrire à un nombre maximum de 2.497.831 actions nouvelles ; et
- à placer un ordre de souscription par exercice de 32.608.692 DPS pour un montant de 250 M€ correspondant à la souscription de 27.173.910 actions nouvelles.

---

<sup>3</sup> La Banque Européenne de Reconstruction et de Développement

2/ Proparco s'est engagée de manière irrévocable à souscrire à hauteur de 10 M€.

3/ La BERD s'est engagée de manière irrévocable à souscrire à hauteur de 23 M€.

Par ailleurs :

Laurence Mulliez, président du Conseil d'administration, souscrira pour 80 000 €,

The Green Option, administrateur, pour un montant compris entre 60.000 et 90.000 €,

Evelyne Tall, administratrice, pour 20.000 €,

et Sébastien Clerc, directeur général, pour 80.000 €.

Enfin, les autres membres du comité exécutif de Voltalia ont déclaré leur intention de souscrire pour un montant total de 157.000 €.