

**Éléments de corrigé du cas Voltalia, sur 40 points  
Décembre 2019**

- 1. Quel est à votre avis l'impact du programme actuel et futur d'investissements de Voltalia (multiplication des capacités de production par 3,8 entre 2014 et 2018, multiplication par 2,9 entre 2018 et 2023) sur sa rentabilité compte tenu du métier qu'elle exerce ? Pourquoi ?**

*2 points*

En vue d'hélicoptère, et sans connaissance particulière du secteur de l'énergie, on doit pouvoir se dire que Voltalia devrait parvenir à augmenter ses marges lorsqu'elle aura achevé l'essentiel de son très ambitieux programme de construction et d'exploitation de centrales.

En effet, la société a pour le moment encore les attributs d'un « projet » ; et, dans un projet, il est raisonnable de penser que la pleine rentabilité n'est pas obtenue lorsqu'on est en période de très forts investissements, mais plutôt dans une phase ultérieure de plus grande maturité. Voltalia devrait, un jour ou l'autre, notamment pouvoir bénéficier d'un effet-ciseau positif lié à sa croissance dans une configuration où, dans ce métier, il y a beaucoup de coûts fixes, et aussi, peut-être bénéficier d'une production à pleine capacité de ses centrales qui fait encore peut-être défaut en période initiale ?

Ainsi, comme détaillée en Q3 sur l'analyse financière, la rentabilité économique actuelle, de l'ordre de 2% à 4%, est très faible et on a donc du mal à imaginer que les actionnaires s'en satisfassent pour l'éternité !

Cette vision optimiste des choses semble confortée, d'une part, par les prévisions de la société (qui évoque environ 170 m€ d'EBE dès 2020, soit plus de 2 fois le niveau de 2018 !) et par un marché boursier qui applaudit à tout rompre (avec un multiple du REX de 17 sans parler du PER qui est de 45 !...)

Ceci étant posé, il faut rester un peu prudent dans le jugement, en observant que cette amélioration des marges et de la rentabilité n'a pas du tout encore été observée ces dernières années au fur et à mesure que l'entreprise a grandi (cf analyse financière en Q3) et qu'on n'en sait pas suffisamment, dans l'énoncé du cas, sur les conditions d'exploitation actuelles et futures (par exemple politiques par pays en matière de prix et de régulation des tarifs; conditions d'exercice au Brésil où l'activité est actuellement dominante, etc.)

- 2. Dans la mesure où 77 % de la dette bancaire et financière de Voltalia correspond à des financements de projets, où la dette en monnaie locale finance une centrale donnée compte tenu de ses flux de trésorerie, et non le groupe dans sa totalité ; et dans la mesure où Voltalia a des revenus garantis par des contrats avec ses clients sur une durée moyenne de 17 ans, que pensez-vous du niveau d'endettement bancaire et financier net de Voltalia ? Pourquoi ?**

*2 points*

Comme détaillé dans l'analyse financière de Q3, la dette nette de Voltalia est très importante, à 409M€ fin 2018, ce qui représente 5,4 l'EBE de 2018.

Ce ratio peut en première approche sembler très élevé (même s'il a beaucoup baissé depuis 2 ans, comme expliqué en Q3), mais ce sentiment doit être très fortement atténué par les éléments suivants :

- D'abord, c'est un financement essentiellement (77%) dit de « projet » donc dans lequel le banquier prêteur partage le risque d'échec avec Voltalia : le financement sera remboursé uniquement si les cash-flows futurs générés par le seul projet le permettent. Il s'agit donc bien d'une dette « sans recours » sur le Groupe Voltalia dans son ensemble, ce qui relativise énormément le caractère représentatif du ratio global d'endettement de 5,4 fois l'EBE.
- Ensuite, Voltalia est dans un domaine où les cash-flows peuvent être considérés comme stables et peu volatiles, compte tenu de la longueur des contrats garantis sur 17 ans avec ses clients. Les banquiers prêtent donc plus volontiers à ce secteur-ci, de l'énergie, qu'à une entreprise dont les cash-flows seraient erratiques et imprévisibles. Simple question de capacité à rembourser ses dettes futures, donc de perception de risque pour le prêteur.
- Enfin, le risque de change est bien couvert, car l'endettement est essentiellement en monnaie locale ; il vient donc financer des actifs investis dans la même monnaie.

Ce levier semble donc acceptable, mais probablement dans la limite supérieure de ce qui est acceptable.

- 3. Procédez à une analyse financière de Voltalia. Pour information, en 2016 Voltalia a acquis Martifer Solar lui permettant de porter de 13 % à 50 % la part du solaire dans ses activités et d'augmenter sa capacité de production installée par 2,4. Martifer Solar ayant été acquis en aout 2016, cette nouvelle filiale n'a été consolidée dans les comptes 2016 que sur les 5 derniers mois de cette année.**

*5 points*

Voltalia est un acteur émergent producteur d'électricité à partir de sources d'énergie renouvelables (éolien, solaire, hydraulique, biomasse, etc). Il conçoit aussi des centrales exploitées par des tiers et en assure la maintenance. En forte croissance passée et prospective, sa capacité installée (centrales actives ou en construction) de 1 GW prévue en 2020 est majoritairement située au Brésil (environ 70 %) mais aussi en France et en Afrique. Cotée en bourse de Paris depuis fin 2014, Voltalia est contrôlée à 73 % par la Famille Mulliez.

La création de richesse traduit son caractère d'acteur émergent du secteur en forte croissance. Le chiffre d'affaires triple de 2015 à 2018 (181M€ cette année-là), essentiellement grâce au quasi-quadruplement de ses capacités de production (nouvelles centrales). Les marges demeurent en 2018 à des niveaux déjà très appréciables (42% de marge d'EBE et 26% de REX en 2018) pour une entreprise qui demeure encore pour partie un « projet ». On remarque que les marges ont baissé nettement en 2016, probablement à cause de l'acquisition de Martifer Solar qui a diversifié les sources d'énergie de Voltalia en les étendant au solaire, alors que le groupe était essentiellement dans l'éolien. On peut présumer que le solaire avait de moins bonnes marges que l'éolien. Toutefois

la remontée des marges depuis 2016 (de 37 à 42 % pour l'EBE entre 2016 et 2018, un peu plus pour la marge de résultat d'exploitation à cause du poids croissant des amortissements) laisse penser que cette acquisition a été bien intégrée.

Le quadruplement des capacités de productions (les centrales de production d'électricité) se traduit logiquement par une forte augmentation des immobilisations corporelles au bilan. Elles constituent l'essentiel de l'actif économique, le BFR, quant à lui, étant globalement voisin de zéro avec de faibles amplitudes d'une année à l'autre. Logiquement, on observe d'ailleurs que le ratio immos nettes/immos brutes est proche de 1, ce qui traduit la jeunesse des investissements, et aussi, dans le tableau de flux, que les dépenses annuelles d'investissements (essentiellement constituées d'investissements industriels) sont bien supérieures aux dotations aux amortissements, ce qui traduit bien dans les chiffres que la société est en pleine phase de construction de son parc de centrales.

Cette phase aigüe d'investissements, qui est le point saillant de la période 2015-2018 sous revue, est amenée à se poursuivre, avec un très ambitieux plan qui prévoit un quasi-triplement des capacités de production à l'horizon 2023 par rapport à celle prévue en 2020.

En dépit de flux d'exploitation positifs servis par les marges déjà significatives élevées et en raison des investissements industriels massifs, les flux de trésorerie disponibles (FTD) sont logiquement négatifs sur la période 2016-2018, pour un montant cumulé de - 306 M€ sur ces 3 années. Sur cette période, ce besoin est couvert pour moitié par une augmentation de capital en 2016 (de 165M€) et pour moitié par le recours à l'endettement (augmentation de la dette nette de 142 m€ entre fin 2015 et fin 2018, pour atteindre 409 M€). On observe toutefois, sur la période, une amélioration en relatif de ce niveau d'endettement avec un levier (ratio dette nette /EBE) qui passe du niveau considérable de 8,9 fois fin 2015 pour se stabiliser à un peu au-delà de 5 fois ces deux dernières années (5,4 fois fin 2018). Ce niveau de dette est analysé et apprécié en Q2 ci-dessus.

En phase d'investissement, avec des immobilisations récentes qui ne sont pas toutes entrées en exploitation, ou qui sont encore en phase de rodage, et qui pèsent à plein sur les comptes et, sans doute, une montée en régime seulement progressive de l'utilisation des capacités, la rentabilité économique est faible, dans la zone 2-4 % au cours de ces dernières années. L'évolution prévisible à long terme de cette rentabilité est discutée au Q1. Sans surprise, compte tenu d'un coût de la dette proche de ce niveau de rentabilité économique, l'effet de levier favorable de la dette sur la rentabilité des capitaux propres ne joue pas favorablement, et est même le plus souvent marginalement négatif. Ainsi, la rentabilité actuelle des capitaux propres pour les actionnaires est très faible, pour ne pas dire insignifiante.

Au total, un acteur émergent très ambitieux sur le marché des énergies renouvelables, qui, bien qu'ayant déjà atteint le seuil de rentabilité, conserve les attributs d'un « projet », compte tenu de l'ampleur de son programme d'investissement et de développement, passé comme futur. Conformément aux attentes du marché boursier et donc des actionnaires (cf Q4), Voltalia devra démontrer que ce programme pourra conduire, à maturité, à une exploitation suffisamment rentable et créatrice de valeur, puisqu'à l'évidence sa rentabilité économique actuelle de 2 à 4% environ est très inférieure à son coût du capital.

- 4. Procédez à une analyse boursière de l'action de Voltalia. Qu'est-ce qui explique à votre avis que l'action vaille plus (11,2 €) que les capitaux propres comptables par action (6,5 €), alors que la rentabilité de ses capitaux propres 2018 (2,1 %) est, de**

## **façon évidente, inférieure au taux de rentabilité exigé par les actionnaires ?**

*4 points*

À la mi-2019, le cours de bourse de Voltalia est au niveau de ses plus hauts historiques. Voltalia est situé sur un créneau qui a actuellement la faveur des investisseurs, dont bon nombre a compris que la lutte contre le réchauffement climatique donnait du sens à leurs investissements.

Malgré une rentabilité des capitaux propres 2018 (2,1%), largement inférieure à son coût des capitaux propres (qui n'est pas donné dans le cas mais de toute évidence est supérieur à sa très faible rentabilité actuelle de ses capitaux propres), la valeur de ses capitaux propres (548 M€) est largement supérieure au montant comptable de ceux-ci (381 M€). Les actionnaires de Voltalia sont donc probablement très confiants quant à la capacité de l'entreprise de créer de la valeur dans le futur et sont probablement conscients que le programme actuel d'investissements pèse sur la rentabilité actuelle, et pour quelques années encore.

Voltalia est valorisée comme une entreprise de croissance avec des multiples largement supérieurs à ceux de la moyenne du marché boursier : PER de 45 contre 16-17 pour le marché, Multiple du résultat d'exploitation de 15 contre 12-13 pour le marché. Il est vrai que sur les 3 dernières années, le résultat d'exploitation a plus que doublé, et que l'entreprise promet de continuer à l'avenir avec une quasi-multiplication par 4 de son EBE entre 2018 et 2023.

Voltalia a décidé de ne verser aucun dividende, ce qui apparaît à ce stade une décision sage puisque le réinvestissement de la totalité des bénéfices permet de financer une partie de l'important programme d'investissements en cours et à venir. A ce stade du développement de l'entreprise, qui ne génère pas de flux de trésorerie disponible positif, les dividendes sont contre-indiqués.

## **5. A votre avis, Voltalia ferait-elle une bonne cible pour une opération de LBO ? Pourquoi ?**

*1 point*

Probablement pas, car Voltalia ne génère pas encore de flux de trésorerie disponibles positifs, et compte tenu de son ambitieux programme d'investissements, il est peu probable que le moment où ces derniers deviendront positifs soit proche.

## **6. Du fait de ses activités, quels sont les principaux risques financiers auxquels Voltalia est exposé ? Pourquoi ?**

*3 points*

Le risque de change, car au moins les  $\frac{3}{4}$  du chiffre d'affaires sont effectués hors d'Europe. Même si une bonne partie de celui est naturellement couvert par un endettement en devise locale, le profit en devise est probablement plus difficile à couvrir sur la longue durée de vie des investissements. Le réal brésilien (Voltalia réalise plus de 70 % de son activité au Brésil) n'est pas connu comme étant une devise stable, ainsi que l'illustre les fluctuations erratiques reportées en avant dernière ligne du tableau de flux de trésorerie.

Le risque politique, car certains pays où Voltalia est présent, l'Égypte par exemple, ne sont pas des modèles de stabilité politique, avec des risques de révolutions, nationalisations sans indemnité compensatrice adéquate.

Le risque de taux d'intérêt, puisque 78 % des emprunts de Voltalia sont à taux variable, ce qui expose le groupe à un risque de renchérissement du coût de ses emprunts en cas de hausse des

taux d'intérêt.

**7. Pensez-vous que Voltalia utilise dans son processus de choix d'investissement, le même coût du capital pour la construction d'une centrale solaire en France et au Brésil ? Pourquoi ?**

*2 points*

Il ne vaudrait mieux pas ! En effet, si le risque de l'activité indépendamment du pays est le même, il n'y a pas de raison qu'il soit différent d'un pays à l'autre, le risque pays est bien différent d'un pays à l'autre et se matérialise par un coût de l'argent sans risque en France proche de 0 % alors qu'il est de 4 à 5 % au Brésil.

En 2018, Voltalia utilisait les coûts du capital suivants selon ses différents métiers (extrait du rapport annuel) :

- Vente d'énergie : entre 3,4 % et 16,0 %,
- Développement, Construction et Fourniture d'équipements : entre 8,6 % et 19,5 %,
- Exploitation-Maintenance : entre 8,6 % et 19,5 %.

Si la ventilation n'est pas donnée par pays, il est clair, vue l'ampleur des fourchettes, que Voltalia n'utilise pas, à juste titre, le même coût moyen pondéré du capital dans les différentes géographies où l'entreprise est active.

**8. Pensez-vous que Voltalia utilise dans son processus de choix d'investissement, le même coût du capital pour un projet de construction d'un barrage hydraulique et pour un projet d'acquisition d'un barrage hydraulique dans le même pays ? Pourquoi ?**

*2 points*

Probablement pas, et à juste titre, car il y a un risque différent entre d'un côté construire un barrage hydraulique et l'exploiter, et de l'autre côté acquérir un barrage déjà construit pour l'exploiter. En effet dans le second cas, le risque de la construction, qui peut être significatif pour des ouvrages complexes, n'est pas supporté par l'acquéreur.

A titre d'illustration, on estime le différentiel de taux de rentabilité à exiger dans le premier et le second cas à environ 2 %.

**9. Pourquoi à votre avis Voltalia a-t-elle décidé de procéder à une augmentation de capital alors qu'elle aurait pu s'endetter à des taux d'intérêt très bas ?**

*2 points*

Le choix d'une structure financière ne dépend pas du coût des sources de financement, sinon les entreprises se financeraient toujours par endettement, qui est toujours moins coûteux que les capitaux propres. Et elles iraient à la catastrophe dès lors que leurs flux de trésorerie disponibles ne permettraient plus de rembourser la dette et de payer les intérêts de celle-ci.

Si Voltalia a décidé de se financer par augmentation de capital, c'est probablement parce que l'entreprise pensait que son niveau actuel d'endettement ne lui laissait plus beaucoup de capacité supplémentaire d'endettement. Compte tenu de son programme très ambitieux d'investissements futurs, il était temps de remettre des capitaux propres dans sa structure financière, ce qui lui facilitera la levée future de dettes pour financer ses prochains investissements.

Ici les capitaux propres ont un peu le rôle d'une barre chocolatée bien connue dans le slogan publicitaire : « Mars, un coup de barre et ça repart. »

Par ailleurs, le timing d'une augmentation de capital semblait bien propice, voir la question suivante.

**10. Compte tenu de l'évolution de son cours de bourse, le choix du moment de l'augmentation de capital vous paraît-il vraiment judicieux ? Pourquoi ?**

*1 point*

Le cours de bourse de Voltalia s'est fortement apprécié depuis fin 2018 puisqu'il est passé de 7 € environ à plus de 11 €, soit une hausse de 60 %. Le dernier cours coté (11,20 €) constitue d'ailleurs un plus haut sur les 5 dernières années. Cette progression valorise probablement les fortes perspectives de croissance de la société et l'anticipation d'une amélioration de sa rentabilité (cf. question 4). Cela montre aussi l'intérêt croissant des investisseurs pour l'investissement dans les énergies renouvelables.

Ce cours élevé permet de réaliser l'augmentation de capital dans des conditions limitant la dilution des actionnaires actuels. Le choix du moment est donc particulièrement judicieux.

**11. Calculez la valeur théorique du droit préférentiel de souscription (DPS) sachant que le dernier cours connu est de 11,2 €.**

*1 point*

Le prix d'émission des nouvelles actions (9,20 €) étant significativement inférieur au dernier cours coté, le DPS attribué aux actionnaires actuels de Voltalia permet d'éviter qu'ils soient financièrement lésés.

La valeur théorique du DPS est égale à  $(V-E) \times [N'/(N+N')]$  où V est le cours de l'action Voltalia avant augmentation de capital, E est le prix d'émission, N' le nombre d'actions nouvelles créées et N le nombre d'actions existantes.

Comme le rapport d'émission est de 5 actions nouvelles pour 6 anciennes, on a  $N' = 5$  et  $N = 6$ . Ainsi la valeur du DPS est égale à  $(11,2 - 9,2) \times 5/(5+6) = 0,91$  €

**12. Calculez la valeur théorique de l'action Voltalia après le détachement du droit préférentiel de souscription.**

*0,5 point*

Après détachement du DPS la valeur de l'action Voltalia s'établira à  $11,2 - 0,91 = 10,29$  €

**13. De combien serait dilué au capital de Voltalia un actionnaire qui souscrirait à l'exacte hauteur de ses droits à l'augmentation de capital de Voltalia ?**

*0,5 point*

Un actionnaire souscrivant à l'exacte hauteur de ses droits utilisera l'intégralité de ses DPS pour souscrire à de nouvelles actions et ne sera donc pas dilué, car il souscrira le même pourcentage d'actions nouvelles que le pourcentage d'actions anciennes qu'il détient. Son pourcentage de détention du capital restera inchangé.

**14. De combien serait dilué au capital de Voltalia un actionnaire qui ne souscrirait pas du tout à l'augmentation de capital de Voltalia ?**

*1 point*

Un actionnaire qui ne souscrirait pas du tout à l'augmentation de capital conservera le même nombre d'actions et sera dilué à raison du nombre d'actions nouvelles créées, soit dans une proportion de  $N'/(N+N')$  avec  $N'$  est égal au nombre d'actions nouvelles créées et  $N$  au nombre d'actions existantes.

Comme le rapport d'émission est de 5 actions nouvelles pour 6 anciennes, on a  $N' = 5$  et  $N = 6$ .

La dilution de cet actionnaire sera donc de  $5/(5+6) = 45,45\%$

**15. Que devrait faire ce dernier de ses droits de souscription ? Pourquoi ?**

*0,5 point*

Comme cet actionnaire n'utilisera aucun de ses DPS pour souscrire à de nouvelles actions, en opportunité il devrait les vendre sur le marché puisque la valeur du DPS deviendra nulle à l'issue de la période de souscription à l'augmentation de capital

**16. Montrez qu'un actionnaire qui détiendrait 1.000.000 actions pourrait souscrire à 88 340 actions nouvelles dans le cadre de l'augmentation de capital de Voltalia sans avoir à prélever un euro sur sa trésorerie.**

*1,5 point*

Pour souscrire à 88 340 actions cet actions devra utiliser  $88\,340 \times 6/5$  DPS, soit 106 008 DPS, et verser un montant égal à  $88\,340 \times 9,2 = 812\,728\text{€}$ .

N'ayant besoin que de 106 008 DPS, il vendra ses  $1\,000\,000 - 106\,008 = 893\,992$  DPS restants. Le produit de cette cession sera de  $893\,992 \times 0,91 = 813\,532,72\text{€}$ , soit un montant très légèrement supérieur à la somme qu'il devra déboursier pour souscrire aux 88 340 actions nouvelles. Il n'aura donc déboursé aucun euro ; aux arrondis près il n'aura ni encaissé ni déboursé un seul euro à l'issue de cette opération.

On pouvait également considérer que cet actionnaire vende l'ensemble de ses DPS. Avec le produit de cette cession ( $1.000.000 \times 0,91\text{€}$ , soit 910.000 €, aux arrondis de calcul près), l'actionnaire dispose des moyens pour acheter 88.340 actions sur le marché, au prix unitaire de 10,29€ après détachement du DPS (soit un débours de fonds de  $88.340 \times 10,29\text{€} = 909.019\text{€}$ ).

**17. Quel serait son pourcentage de détention avant et après l'augmentation de capital de Voltalia ? A quoi correspond l'évolution de ce pourcentage ? Pourquoi ?**

*1,5 point*

Avant augmentation de capital (AKA), cet actionnaire détient  $1\,000\,000/48\,995\,425\%$  du capital, soit 2,04% du capital

Le nombre d'actions nouvelles émises est de  $48\,995\,425/6 \times 5 = 40\,829\,521$  actions.

Après augmentation de capital, il détient  $1\,000\,000 + 88\,340 = 1\,088\,340$  actions sur un total de 89 824 946 actions ( $48\,995\,425 + 40\,829\,521$  actions), soit 1,21% du capital.

Cette évolution correspond à la dilution réelle que subit l'actionnaire (qui par, définition de la dilution réelle, n'enregistre aucune entrée ou aucun débours de cash à l'occasion de l'augmentation de capital).

A noter que l'on pouvait également calculer directement comme  $\text{Produit de l'AKA} / (\text{Capitalisation boursière avant AKA} + \text{Produit de l'AKA})$ , soit une dilution de  $376 \text{ M€} / (548 + 376) \text{ M€} = 40,58 \%$  ; on vérifie ainsi que  $1,2 \text{ \%} = 2,04 \text{ \%} \times (1 - 40,58 \text{ \%})$

**18. La baisse du cours de l'action Voltalia après le détachement du droit de souscription traduit-elle un appauvrissement des actionnaires de Voltalia ? Pourquoi ?**

*0,5 point*

Non, car l'actionnaire possédera alors une action valant 10,29 € (Q12) et un DPS valant 0,91€ (Q11), soit 11,20 € au total, ce qui correspond exactement à la valeur d'une action avant détachement du DPS.

**19. Montrez que grâce à la technique du droit préférentiel de souscription, un investisseur souhaitant acquérir 5 actions les paiera exactement le même prix unitaire, tout compris, qu'un actionnaire qui utilise ses 6 droits préférentiels de souscription pour obtenir 5 actions nouvelles.**

*2 points*

L'achat de 5 actions sur le marché après détachement du DPS coûtera :  $5 \times 10,29 = 51,45 \text{ €}$  (hors participation à l'augmentation de capital).

Un actionnaire qui utilise ses 6 DPS pour obtenir 5 actions lors de l'augmentation de capital paiera :  $5 \times 9,20 = 46 \text{ €}$ . Par ailleurs, il enregistrera une perte de valeur de ses actions du fait du détachement du DPS qu'il ne pourra pas compenser en cédant ses DPS puisqu'il les utilisera pour souscrire à l'augmentation de capital, soit  $6 \times 0,91 = 5,46 \text{ €}$ . Le coût total pour cet actionnaire est donc  $46 + 5,46 = 51,46 \text{ €}$ , ce qui est équivalent au coût d'un rachat direct sur le marché (à l'arrondi près).

On peut également considérer de manière alternative le cas d'un investisseur souhaitant souscrire à 5 actions nouvelles. Il devrait lui aussi payer le prix de souscription de 9,20€ pour chaque nouvelle action souscrite, mais devrait pour cela acquérir auparavant 6 DPS à 0,91€ l'unité. Son investissement serait de  $5 \times 9,20 \text{ €} + 6 \times 0,91 \text{ €}$ , soit **51,46€**, et équivalent à celui de l'actionnaire utilisant 6 DPS pour souscrire à 5 actions nouvelles.

**20. Que pensez-vous des engagements de souscription à l'augmentation de capital pris, d'un côté par les principaux actionnaires de Voltalia, et de l'autre par ses dirigeants, mentionnés à l'annexe 4 ? Pourquoi ?**

*2 points*

Il s'agit de signaux positifs car les dirigeants et les actionnaires principaux ont une bonne connaissance des perspectives de la société et prennent un risque en décidant de souscrire à ces actions s'ils pensaient qu'elles sont survalorisées.

En particulier, la holding de contrôle de Voltalia, Voltalia Investissement, va souscrire à hauteur de  $250 \text{ M€} / 375 \text{ M€} = 66,67 \%$  de l'augmentation de capital, ce qui est certes inférieur à sa détention au capital actuelle (73 %) mais reste très significatif (et bien supérieur à la valeur de la portion de DPS cédés pour moins de 3M€) : cela permet par ailleurs de favoriser l'entrée d'un nouvel investisseur stratégique pour le futur de Voltalia (BERD) et d'élargir un peu le flottant.

L'investissement de Proparco ( $10/375 = 2,7\%$  contre  $4\%$  de détention actuelle) n'est pas très significatif, mais pourrait être lié à des contraintes internes à cet établissement financier (par exemple, un niveau d'investissement maximal requis par leur politique d'investissement). De surcroît, il ne s'agit que d'un investisseur financier qui n'a pas nécessairement plus d'informations que les autres actionnaires non représentés au conseil d'administration, puisqu'il ne participe pas au conseil d'administration.

En ce qui concerne les dirigeants, leur investissement montre leur confiance dans leur entreprise et leur montant doit être apprécié à la hauteur de leur moyens nécessairement plus limités que ceux des actionnaires.

**21. Quelle sera la conséquence de la réalisation du plan d'investissements décrit au début de l'annexe 4 sur le coût moyen pondéré du capital de Voltalia ? De le faire monter ? De le faire baisser ? De le laisser à peu près stable ? Pourquoi ?**

*1 point*

Dans la mesure où le plan d'investissements futurs est dans la continuité de ce Voltalia fait (même métier dans les mêmes géographies), il n'y a pas de raison que le coût moyen pondéré du capital soit affecté.

**22. Quelle est la conséquence de la réalisation de l'augmentation de capital sur le coût moyen pondéré du capital de Voltalia exprimé en % ? Pourquoi ?**

*1 point*

L'augmentation de capital n'a pas d'impact sur le coût moyen pondéré du capital, puisque ce dernier ne dépend pas de la structure financière, mais uniquement du risque de marché de l'actif économique.

**23. Quelle est la conséquence de la réalisation de l'augmentation de capital sur le coût des capitaux propres de Voltalia exprimé en % ? Pourquoi ?**

*1 point*

L'augmentation de capital va améliorer la structure financière (en diminuant la part de l'actif économique financée par endettement), et donc réduire le risque pesant sur les actionnaires. Le coût des capitaux propres va donc baisser.

**24. Quelle est la conséquence de la réalisation de l'augmentation de capital sur le coût de l'endettement bancaire et financier net de Voltalia exprimé en %. Pourquoi ?**

*1 point*

Idem, l'augmentation de capital va améliorer la structure financière et donc réduire le risque pesant sur les créanciers, donc le coût l'endettement bancaire va baisser.

**25. Auriez-vous souscrit à une augmentation de capital de Voltalia, si vous en aviez les moyens ? Pourquoi ?**

*1 point*

L'augmentation de capital de Voltalia est attractive à plusieurs titres :

- D'un point de vue financier,
  - les signaux envoyés par les actionnaires et les dirigeants sont globalement positifs sur les perspectives,
  - la société a un clair profil de « valeur de croissance », avec des perspectives ambitieuses de développement sur des marchés porteurs.
- Elle participe *a priori* à un investissement à impact positif pour le climat et l'environnement en général.

A contrario, il s'agit d'un investissement relativement risqué d'un point de vue financier, compte tenu (i) du risque de projets des investissements à financer sur lesquels nous n'avons pas beaucoup d'informations dans ce cas et de la concentration actuelle sur le Brésil ; (ii) de l'importance de la dilution envisagée qui illustre l'évolution assez forte que va connaître la société dans les prochaines années ; (iii) de la valorisation élevée qui est en faveur des actionnaires historiques. Il ne s'agit donc pas d'un investissement recommandable pour un investisseur particulièrement averse au risque.

Un étudiant répondant « oui » et un autre répondant « non » pourraient parfaitement avoir chacun le point attribué à cette question, pour autant que les explications données soient pertinentes et cohérentes, reflétant ainsi la situation d'un marché où certains sont, à un moment donné, acheteurs et d'autres vendeurs.