

Global EcoPower

Cleantech

Achat	<i>Potentiel</i>	72%
Objectif de cours		2,70 €
Cours au 19/11/2019 (c)		1,57 €
Euronext Paris		
Reuters / Bloomberg	ALGEP.PA / ALGEP:FP	

Performances (%)	Ytd	1m	3m	12m
Perf. Absolue	10,4%	5,7%	5,0%	38,0%
Perf CAC Small	11,0%	5,9%	6,6%	1,6%

Informations boursières

Capitalisation (M€)		11,7
Nb de titres (en millions)		7,45
Volume moyen 12 mois (titres)		20 064
Extrêmes 12 mois	107 €	2,46 €

Actionnariat

Flottant	48,0%
Fondateurs & management	43,0%
Groupe M CA Finance	9,0%

Données financières (en M €)

au 31/12	2018e	2019e	2020e	2021e
CA	24,6	17,2	27,1	41,8
var %	12,8%	-30,1%	57,8%	54,3%
EBE	3,8	2,5	2,9	5,5
%CA	15,3%	14,3%	10,6%	13,2%
ROC	4,8	2,3	2,7	5,3
%CA	19,7%	13,3%	9,9%	12,7%
RN	2,7	1,3	1,8	3,4
%CA	10,9%	7,8%	6,5%	8,0%
Bnpa (€)	0,36	0,13	0,15	0,29
ROCE (%)	24%	12%	16%	32%
ROE (%)	24%	10%	12%	19%
Gearing (%)	14%	-8%	-26%	-42%
Dette nette	1,6	-1,1	-3,9	-7,6
Dividende n (€)	0,00	0,00	0,00	0,00
Yield (%)	0%	0%	0%	0%

Ratios

	2018e	2019e	2020e	2021e
VE/CA (x)	0,5	0,6	0,3	0,1
VE/EBE (x)	3,1	4,5	2,9	0,8
VE/ROC (x)	2,4	4,8	3,1	0,9
PE (x)	3,5	8,7	6,7	3,5

Analyste :

Louis-Marie de Sade
lmdesade@elcorp.com

L'Écologie à forte valeur ajoutée

- Global EcoPower, **acteur de référence dans les énergies renouvelables**, se positionne historiquement sur les marchés de l'éolien et du photovoltaïque, et depuis 2018, sur le segment à forte valeur ajoutée du « Green Energy Business ».
- Maîtrisant l'intégralité de la chaîne de valeur**, GEP est aujourd'hui un acteur incontournable dans la conception, le financement, la construction et l'exploitation de centrales autonomes de production d'électricité mettant en œuvre les ENR (multi-énergie).
- Le projet C.A.S.H. est le premier complexe combinant production d'électricité et de spiruline puis de revente de ces deux produits. Premier projet de ce genre au monde, il est actuellement en construction et devrait voir le jour mi-2020. Sa réalisation laisse entrevoir un **large potentiel de développement** en France et à l'étranger.
- Bénéficiant d'un **pipe très qualifié** et d'une feuille de route établie sur les prochaines années avec le développement de nouveaux projets, le Groupe s'attend à une croissance soutenue sur les prochains exercices permettant d'attendre un CA 2021 de 41,9 M€.
- Dimensionné pour faire face à sa croissance**, le modèle actuel de GEP lui permet de mener les différents projets envisagés sans avoir à augmenter ses coûts, lui assurant un maintien de ses marges positives et de viser une MOC de 12,7% à l'horizon 2021.
- Notre valorisation de Global EcoPower fait ressortir un objectif de cours à 2,70 €.** Compte tenu du potentiel de hausse (+72%), initiions la couverture avec une opinion à l'Achat.

Sommaire

ARGUMENTAIRE D'INVESTISSEMENT	4
SWOT	5
UN ACTEUR DE LA TRANSITION ÉNERGÉTIQUE	6
HISTORIQUE	7
UN SAVOIR-FAIRE AVÉRÉ	8
UN TRACK-RECORD SOLIDE	10
UNE EXPERTISE AU SERVICE DE L'INNOVATION	12
LES ENR, UNE INDUSTRIE EN MUTATION	17
DES ÉNERGIES RENOUVELABLES EN CROISSANCE	17
L'ÉOLIEN : LA FRANCE, L'UN DES MARCHÉS LES PLUS DYNAMIQUES EN EUROPE	18
LE PHOTOVOLTAÏQUE : UNE TRÈS FORTE CROISSANCE AU NIVEAU MONDIAL	19
LA SPIRULINE : UN MARCHÉ FLEURISSANT	20
PERSPECTIVES STRATÉGIQUES ET FINANCIÈRES	22
UNE FORTE VISIBILITÉ DE GÉNÉRATION DU CHIFFRE D'AFFAIRES	22
UNE SOCIÉTÉ DIMENSIONNÉE POUR FAIRE FACE À SA CROISSANCE	24
COMPTE DE RÉSULTAT PRÉVISIONNEL	25
CÔTÉ BILANCIEL	25
VALORISATION DE GLOBAL ECOPOWER	26
VALORISATION PAR LES DCF	26

Argumentaire d'investissement

Un expert des énergies renouvelables

Spécialiste des énergies renouvelables, Global EcoPower est un acteur de référence dans la conception, la fabrication et la construction de centrales autonomes de production d'électricité.

Un track-record solide

Global EcoPower a su se construire un track-record solide ces dernières années en matière de construction de centrales autonomes de production d'électricité mettant en œuvre les ENR (multi-énergie). Avec plus de 115 MW (et 20 MW en cours) de centrales développées en propre, construites et vendues, et plus de 200 MW de travaux réalisés pour le compte d'investisseurs ou de maîtres d'ouvrages et des projets d'envergure tels que la Cité de la musique à Paris ou la toiture du Ministère de La Défense (plus grande centrale photovoltaïque de Paris), GEP se positionne comme un véritable expert sur toute la chaîne de valeur.

Un positionnement novateur...

Capitalisant sur son expertise et son track-record, Global EcoPower se positionne depuis 2018 sur un marché en très forte croissance et en pleine mutation, celui du « Green Energy Business » permettant de capitaliser sur l'électricité produite pour des applications en propre (production de spiruline, safran, bois, ...). Le premier projet de ce genre au monde à voir le jour combinant production d'électricité et de spiruline puis revente de ces deux produits laisse entrevoir un large potentiel de développement en France et à l'étranger.

... Et une stratégie établie...

Capitalisant à la fois sur son expertise et sur une forte visibilité de son pipe commercial, Global EcoPower poursuit son développement 1/ en continuant le développement de projets de construction à partir des ENR et 2/ en développant d'autres complexes « Green Energy Business » en se diversifiant vers d'autres applications énergivores (safran, crevettes, bois, ...) pour les revendre ou les exploiter en partenariat.

... Au service de la croissance

L'ensemble des projets déjà sécurisés par Global EcoPower lui assure forte visibilité et croissance de son chiffre d'affaires, ainsi, sur la période 2019-21e, nous anticipons un TCAM du CA de +19,4%. De plus, le modèle actuel de GEP lui permet de mener les différents projets envisagés sans avoir à changer de taille, lui assurant un maintien de ses marges au dessus des 10%.

SWOT

Forces

- Une équipe expérimentée
- Une expertise sur toute la chaîne de valeur
- Sélection rigoureuse des zones à fort potentiel
- Une offre innovante de complexes à forte valeur ajoutée

Faiblesses

- Acteur de petite taille (limité par ses fonds propres)

Opportunités

- Des marchés en croissance continue grâce à des objectifs ambitieux de développement des énergies renouvelables dans le monde
- Un soutien des autorités sur le long terme
- Une montée en puissance de l'autoconsommation
- Des enjeux environnementaux toujours plus forts

Menaces

- Des réglementations toujours plus strictes et contraignantes
- Une acceptation locale compliquée

Focus sur l'autoconsommation

L'autoconsommation énergétique est le fait de consommer l'énergie produite par une entité pour elle-même. Cela permet notamment dans le cadre de complexe énergétique de pérenniser le prix de revient du produit sur le long terme (cf p.12). L'autoconsommation se trouve en plein essor avec des perspectives de croissance très importantes. D'après Xerfi, le parc français d'installations en autoconsommation a dépassé au T1 2019 les 46 000 unités, doublant en un an. Cette tendance de fond est le résultat de plusieurs évolutions. La baisse des coûts des installations, les hausses régulières du prix de l'électricité et le développement rapide de la conscience écologique en France. Ainsi, le Syndicat des énergies renouvelables table sur 300 000 installations en autoconsommation individuelle en France en 2023, un vivier sur lequel Global EcoPower devrait pouvoir s'appuyer dans les prochaines années.

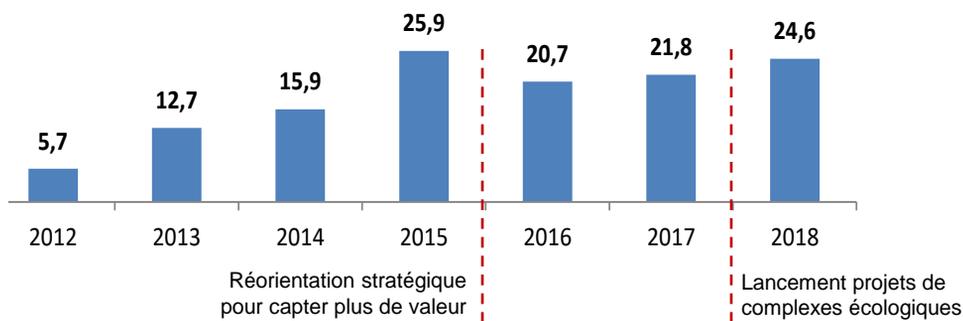
Un acteur de la transition énergétique

Fondée en 2009, la société Global EcoPower est spécialisée dans la conception, la construction de centrales autonomes de production d'électricité mettant en œuvre les énergies renouvelables (multi-énergie). Véritable experte sur toute la chaîne de valeur, la Société porte depuis 2015 des projets pour lesquels elle a obtenu légalement les permis de construire et toutes les autorisations d'exploitation, captant ainsi plus de valeur auprès de ses clients investisseurs.

Depuis 2018, GEP concentre ses efforts sur le développement de complexes écologiques à haute valeur ajoutée utilisant les énergies renouvelables. Son premier projet, un complexe algo-solaire à Payra-Sur-l'Hers (C.A.S.H.) a débuté au S2 2018 et devrait voir le jour au S2 2020. Celui-ci combine la production d'électricité photovoltaïque et la culture sous serre d'une algue : la spiruline. L'énergie sera en partie utilisée en autoconsommation par le complexe et en partie vendue à EDF (programme à énergie positive verte). La spiruline, quant à elle, sera utilisée pour divers usages et l'un de ses composants, la phycocyanine sera extraite pour une utilisation sous sa forme *premium*.

Cotée depuis 2013 sur Euronext Growth, Global EcoPower s'est aussi bien développée de manière organique que par croissance externe avec l'acquisition en 2015 de *Senergies* (spécialise des centrales solaires), générant ainsi de nombreuses synergies avec les expertises historiques de la société et lui permettant d'être plus compétitive sur les appels d'offres. Enregistrant un TCAM de son CA de + 27,7% sur la période 2012-18, GEP atteint 24,6 M€ de CA sur le dernier exercice.

Evolution du CA de Global EcoPower depuis 2012 (en M€)

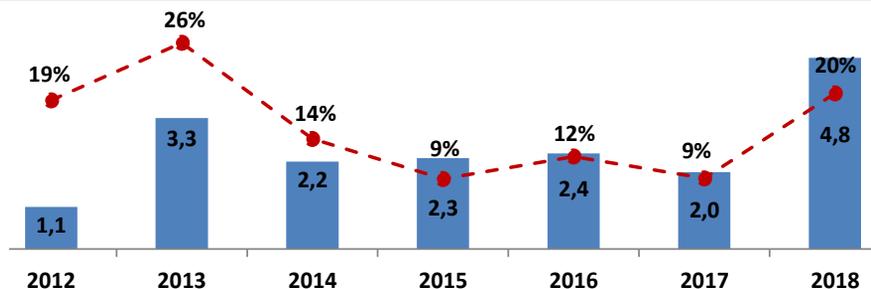


source : société, EuroLand Corporate

Solidement implantée en France et fort d'un effectif composé de 15 experts dans la holding dont 5 dédiés à la R&D, Global EcoPower a déjà réalisé de nombreux projets d'implantation que ce soit en éolien (La Guenelle, Marne – 22 MW, La Voie Romaine, Marne – 22 MW) ou en photovoltaïque (Voile Solaire – Cité Musicale, île Seguin, Toiture Solaire – Hexagone Balard).

L'activité profite aujourd'hui essentiellement de l'avancement du projet C.A.S.H. Ayant finalisé au mois d'août le financement de ce projet pour un montant de 26,0 M€, celui-ci devrait offrir une excellente visibilité pour la société dans les prochains mois. La visibilité à moyen terme sera quant à elle assurée par le développement d'autres complexes sur le modèle de C.A.S.H. ainsi que par la construction de centrales éoliennes ou photovoltaïques.

Evolution du ROC (M€) de Global EcoPower et de sa MOC (%) depuis 2012



source : société, EuroLand Corporate

Depuis 2012, la société affiche un ROC positif. Fin 2018, la MOC de Global EcoPower atteignait 20% pour un CA de 4,8 M€. d'investissement, faisant écho à une moindre comptabilisation sur les projets en cours (voir partie financière).

Historique

2009

Création de Global EcoPower et début de l'activité photovoltaïque.

2011

Mise en service de deux centrales PV : Les Marottières et celle de Veules-les-Roses.

2013

Transfert sur Euronext Growth et raccordement de la première centrale éolienne du Groupe (Centrale de la Guenelle – 22 MW). Raccordement au réseau public d'ERDF de la première centrale éolienne du Groupe (La Guenelle – 22 MW).

2014

Raccordement de la centrale éolienne de Montbray - Margueray (20 MW) et de la centrale La Voie Romaine (22 MW).

2015

Raccordement au réseau public d'ERDF de plusieurs centrales éoliennes (Centrale éolienne de Tramomarina – 10,3 MW et centrale éolienne de la Vallée du Don 10 MW).

2016

Raccordement au réseau public d'ERDF de la centrale éolienne Seuil Mont Laurent (10 MW) puis cession à LHI.

2017

Obtention de 5 permis de construire pour le projet CASH et raccordement au réseau public d'ERDF de la centrale éolienne de Perles (12,3 MW) cédé à LHI.

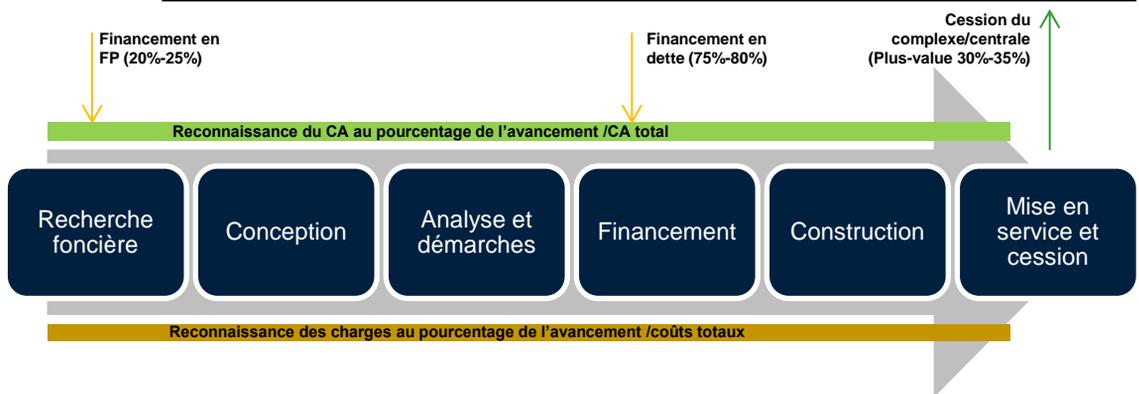
2018

Réorganisation du capital, renforcement du conseil d'administration désormais assisté d'un comité d'investissement et d'un comité stratégique. Nouvelle stratégie du Groupe dans la construction de complexes écologiques à forte valeurs ajoutée. Acquisition des sociétés Algae Natural Products et la Ferme aquacole du Ham.

Un savoir-faire avéré

Véritable spécialiste de la production d'énergies renouvelable, Global EcoPower a développé ces dernières années une véritable expertise dans la construction de centrales autonomes de production d'électricité aussi bien par le biais de l'énergie éolienne que photovoltaïque. Cette expertise se décline à travers la maîtrise de l'ensemble de la chaîne de valeur, de la prospection à la mise en service industrielle, en passant par l'analyse, la modélisation financière, le financement et la construction des complexes.

Chaîne de valeur Global Ecopower



NB : La lecture de la performance se fait au regard de celle du cash, en aval de la vente finale du complexe/centrale

source : Euroland Corporate

Cette maîtrise de l'intégralité de la chaîne de valeur et l'expertise détenue depuis de nombreuses années par les équipes de Global EcoPower en font aujourd'hui un acteur incontournable dans la conception, le financement, la construction et l'exploitation de complexes de production d'énergie renouvelable.

Pour rappel cette chaîne de valeur se décompose comme suit :

Recherche foncière



Tout projet commence dans un premier temps par la recherche de terrains exploitables et leur sécurisation. Les équipes de prospection identifient le site d'implantation du complexe, s'assure de sa disponibilité, cartographient les sources d'eau proches et le poste source EDF. L'expertise développée par GEP dans cette phase de recherche et d'identification de terrains potentiels, en fait un acteur incontournable du marché.

Conception



Une fois le terrain identifié et sécurisé, le Groupe commence alors une phase de conception du projet. Cette étape mobilise un certain nombre d'experts en interne afin de réaliser une étude du marché (en vue de la commercialisation du complexe), modélise les aspects techniques du projet (faisabilité, potentiel de production, raccordement au réseau, ...) ainsi que les aspects financiers dans leur globalité.

Analyse et démarches



Une phase d'analyse et de réalisation de l'ensemble des démarches administratives est ensuite réalisée, toujours par les équipes de GEP. L'ensemble des documents urbanistiques sont analysés, une étude sur l'impact écologique est menée et toutes les démarches sont effectuées en vue de l'obtention des autorisations d'exploitation et des permis de construire nécessaires à la réalisation du projet. L'essentiel de la valeur qui sera dégagée sur un projet ainsi que sa viabilité sont identifiés à la fin de cette phase.

Financement



Le Groupe met ensuite en place l'ensemble des financements nécessaires à la construction du projet. Chaque projet est porté au sein d'une structure dédiée (SPV), financée en partie via les fonds propres (20%-25%) de la Société et en partie via la signature d'une dette bancaire. Au-delà de l'expertise technique des équipes de Global EcoPower, une véritable maîtrise du financement de projet a été développée en interne puisque GEP a toujours su financer ses différents complexes sans faire appel au marché. C'est aussi au cours de cette phase qu'une recherche de potentiels clients / partenaires acquéreurs est entamée.

Construction



Les études techniques détaillées sont établies et une phase de pilotage de la construction est amorcée. La consultation des entreprises partenaires est réalisée, leur sélection et la coordination des équipes lors de toutes les étapes de construction du complexe est opérée par GEP. Cette phase comprend les travaux d'ingénierie, la maîtrise d'œuvre, le terrassement, l'installation des centrales. Les raccordements des centrales au réseau public sont finalement établis.

Mise en service et cession



Pour finir, le complexe est mis en service et la centrale peut être soit exploitée et maintenue par GEP soit cédée à un tiers investisseurs (comme cela a été le cas jusqu'à présent)

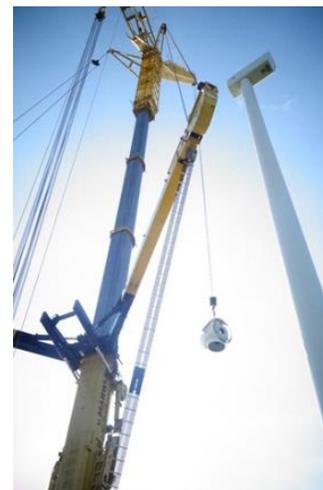
Un track-record solide

S'appuyant sur son expertise reconnue dans les énergies renouvelables, Global EcoPower a su se construire un track-record solide ces dernières années à la fois en matière de construction de centrales autonomes de production d'électricité d'origine éolienne mais aussi solaire.

Constructions réalisées – éolien – 106,5 MW

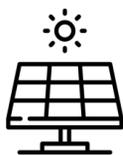


Projet	Puissance	Mise en service	Client
Le Guenelle (Marne) - 11 éoliennes	22 MW	fin 2013	Leonidas Associates
Montbray - Margueray (Manche) - 10 éoliennes	20 MW	avr-14	
La Voie Romaine (Marne) - 11 éoliennes	22 MW	juin-14	
Tramomarina (Marne) - 5 éoliennes	10,25 MW	avr-15	LHI
Vallée du Don (Loire Atlantique) - 5 éoliennes	10 MW	déc-15	
Seuil Mont Laurent - 5 éoliennes	10 MW	mai-16	
Perles - 6 éoliennes	12,3 MW	oct-17	



source : société

Constructions réalisées – solaire – 8,5 MWc



Projet	Puissance	Mise en service	Client
Les Marotières (Maine et Loire)	3,4 MWc	oct-11	Leonidas
Veules-Les-Roses (Seine Maritime)	5,1 MWc	oct-11	Associates

source : société

En parallèle de la construction de ces deux centrales photovoltaïques, Global EcoPower a posé les structures et les panneaux photovoltaïques de plusieurs centrales pour le compte de NEOEN et pour un total de 31 MWc.

Par ailleurs, sa filiale Senergies a réalisé en totalité ou partie plus de 120 MWc pour le compte de divers clients (centrales au sol, centrales en toiture, ombrières, centrales artistiques, ...).

Fin 2015, Global EcoPower a annoncé la reprise du constructeur marseillais de centrales solaires Senergies, alors en redressement judiciaire. Cette acquisition a permis au Groupe de changer de dimension, intégrant la phase de construction auparavant sous-traitée, générant de nombreuses synergies avec les expertises historiques de la société et lui permettant d'être plus compétitive sur les appels d'offres.

Si de nombreux projets d'envergure ont été réalisés (Cité de la musique à Paris, toiture du Ministère de La Défense – plus grande centrale photovoltaïque de Paris), Senergies représente toujours un foyer de pertes pour le Groupe et a été placée en redressement judiciaire le 19 septembre 2019.

Exemples de constructions réalisées



Voile Solaire – Cité Musicale – île Seguin



Toiture Solaire – Hexagone Balard

source : société

Dès 2015, Global EcoPower a mis en œuvre une nouvelle stratégie visant à mieux capter la valeur ajoutée de ses projets. Pour cela, le Groupe acquiert depuis ses propres permis de construire, met en place les financements, construit la centrale et la raccorde au réseau publique pour enfin la céder (contre une cession pré-construction historiquement). Cette réorientation stratégique a depuis portée ses fruits et permet à la société d'améliorer grandement son profil de rentabilité passant d'une MOC de 8,9% en 2015 à 19,7% en 2018.

Cette nouvelle stratégie implique également pour la société d'amorcer ses projets en utilisant ses fonds propres en amont de la recherche de financement et induit donc des variations de BFR importantes entre les différents exercices (suivant les stades de développement de ses projets).

Une expertise au service de l'innovation

Cette véritable expertise, la maîtrise de l'intégralité de la chaîne de valeur combinée à un track-record solide en matière de construction de centrales autonomes de production d'électricité basée sur les ENR ont permis au Groupe de s'engager en 2018 dans une nouvelle orientation stratégique permettant d'améliorer sa visibilité et la récurrence de ses revenus.

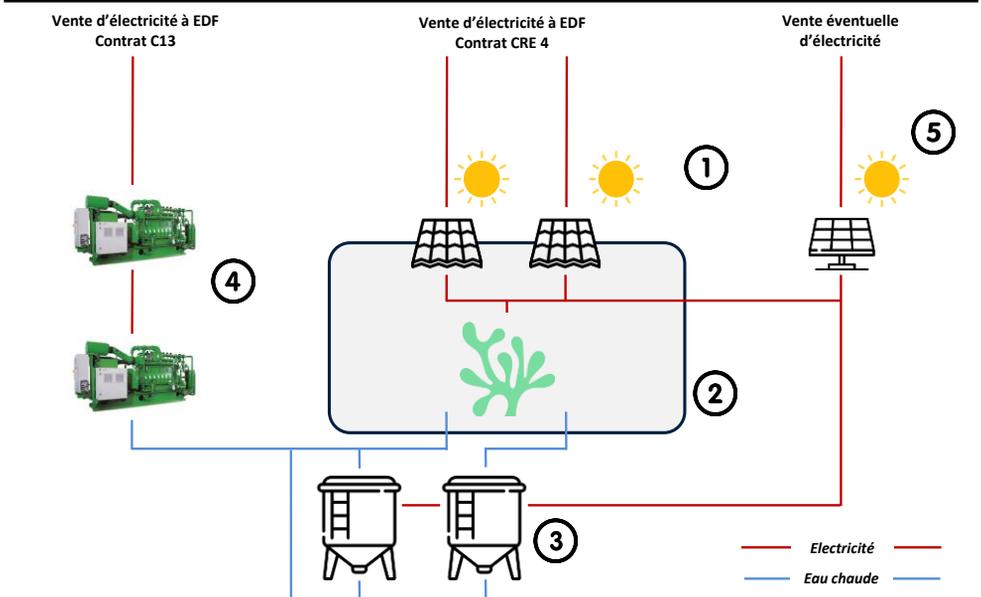
Global EcoPower met ainsi tout son savoir-faire dans le développement de projets écologiques innovants et à forte valeur ajoutée mettant en œuvre les énergies renouvelables, projets à énergie positive et en autoconsommation électrique. Premier projet de ce genre à voir le jour (appelé projet C.A.S.H), consiste à la construction d'un complexe énergétique à Payra-sur-l'Hers dans l'Aude permettant de produire de l'électricité (20 MW – 1^{er} tranche) sur le réseau ou en autoconsommation totale, tout en produisant de la spiruline (de laquelle GEP pourra extraire un second produit : la phycocyanine).

Historique du projet

Ce projet emblématique regroupe plusieurs méthodes de production d'électricité et a été entièrement réalisé par le bureau de recherche et développement du Groupe. Démarré en 2010 et fruit d'un long travail de recherche et de maîtrise du foncier (signature d'un bail emphytéotique avec un fermier local) et d'obtention des autorisations administratives et réglementaires, il a abouti à l'acquisition de cinq permis de construire (purgés de recours des tiers) fin 2017.

Divisé en deux tranches, la première tranche du projet vise une production via des panneaux solaires de 20 MW et la seconde, en cours de développement, une production sur le même site de 27 MW via une centrale éolienne de 9 turbines de 3 MW chacune.

Complexe écologique – 1^{ère} tranche



La 1^{ère} tranche du projet combine :

- L'installation d'une centrale photovoltaïque au sol (⑤) de 12 800 panneaux (4,9 MWc) dont l'électricité produite sera utilisée en autoconsommation pour couvrir les besoins en électricité de l'activité *alguicole* à l'intérieur des serres.
- L'installation de deux serres de panneaux photovoltaïques en toiture (①) (6,6 MWc) dont l'électricité sera revendue dans le cadre du gain de l'appel d'offres de la Commission de régulation de l'énergie (CRE) à un tarif de 8 cts€/Kwh pendant 20 ans.
- La production d'électricité et de chaleur par deux centrales de cogénération (④) (③) (8,8 MWe) et la vente de celle-ci au tarif C13 (obligation d'achat de la totalité de la production) pendant 12 ans.
- La culture en bassin au sein des serres (②) de microalgues (spiruline) via la chaleur issue des cogénérateurs et l'électricité issue de la centrale au sol durant les périodes hors génération. Cette chaleur permettra de maintenir les bassins à une température de 35 ° C favorisant ainsi la croissance des algues. L'intégralité des besoins en électricité seront couverts par la production de la centrale photovoltaïque au sol.

Au global, ce complexe écologique innovant permet de créer une énergie renouvelable vendue à EDF sur le réseau tout en produisant de manière autonome en électricité, un produit, la spiruline ici, transformable et commercialisable à un tiers.

Si la culture sous serre de la spiruline premium a été privilégiée pour le projet C.A.S.H, Global EcoPower envisage de décliner le principe de ce complexe écologique à de nombreuses cultures agricoles/alguicole potentielles (crevettes, safran, granulés, ...)

Spiruline et Phycocyanine premium, deux produits aux *super-propriétés*

Le Groupe ayant sélectionné la culture de la spiruline comme premier produit à développer sous serre, différents partenariats/acquisitions ont été réalisés afin de maîtriser les compétences adéquates.

Tout d'abord GEP a signé un contrat de partenariat de 5 ans avec la direction de la recherche technologique du CEA (CEA Tech) autour de la recherche et du développement de la culture des microalgues sous serres photovoltaïques ainsi que sur la gestion et l'autoconsommation de l'énergie solaire et les synergies potentielles entre ces deux domaines. Possédant une expertise unique dans le développement de procédés de production industrielle de microalgues de qualité pour des applications dans les secteurs de l'environnement, de la nutrition, de l'agroalimentaire ou encore de la cosmétique, Global EcoPower a aussi convenu avec le CEA Tech de mettre au point un procédé novateur permettant l'extraction et la stabilisation de la phycocyanine (définition dans la suite de l'étude) et ses applications dans les domaines médical, alimentaire, cosmétique, ...

Concernant l'exploitation des produits développés, Global EcoPower n'exploite pas en propre ses complexes énergétiques, des partenariats (spin off) sont signés avec des sociétés possédant une véritable expertise, dans l'exploitation de la spiruline par exemple, et garantissant des débouchés commerciaux.

Ces adjonctions de compétences complémentaires permettent de maîtriser l'ensemble de la chaîne de valeur dans le développement de ce premier complexe écologique.

Deux produits seront produits au sein de ce complexe unique au monde. La **Spiruline** tout d'abord, algue spiralée, faible en calorie, elle possède de nombreuses propriétés antioxydantes, antidiabétiques et immunostimulantes. Très en vogue en ce moment pour ses avantages, le marché associé aux produits issus de cette algue explose (+9% par an jusqu'en 2023). Second produit, la **Phycocyanine** est une protéine qui constitue l'un des principaux pigments de la spiruline. Bleue au repos, elle est pourvue d'une fluorescence rouge naturelle faisant ainsi un marqueur de choix dans les diagnostics biomédicaux. Antioxydant important, ses propriétés sont bénéfiques pour la santé humaine et animale aussi bien au niveau de l'optimisation du système immunitaire, de la protection hépatique que de la production de cellules souches. Pour finir, elle est aussi le seul colorant bleu naturel autorisé en Europe pour l'alimentation.

De la culture de la Spiruline à l'extraction de la Phycocyanine

Si une partie importante de l'énergie produite par le complexe écologique sera revendue à EDF (CRE4 pour les centrales en toiture et C13 pour les cogénérations), le reste (Vigne 3) permettra de couvrir les besoins en électricité et en chaleur nécessaires à l'activité *alguicole* sous serre, à chauffer les bassins et à sécher la spiruline à bonne température (sans altérer les principes actifs de celle-ci).

La culture de la Spiruline se décompose en plusieurs étapes. Après avoir cultivé dans des bassins à la température régulée cette algue, elle est filtrée, nettoyée et un processus de concentration est amorcé afin de retirer le maximum d'eau de la biomasse. Elle est ensuite broyée et déshydratée par séchage afin d'obtenir une poudre sèche utilisable dans la fabrication d'autres produits.

Exemples de constructions réalisées



source : société

Cette même Spiruline cultivée permet, à partir de son état frais (et non séché en poudre car destructeur du principe actif), d'extraire la Phycocyanine. Ici, la culture de l'algue reste identique et elle est ensuite concentrée grâce à une méthode spécifique permettant ensuite d'atteindre la concentration nécessaire à l'extraction de la Phycocyanine. Très concentrée et sous sa forme fluide, elle présente des avantages pour la santé nettement supérieurs par rapport à sa forme déshydratée.

Financement et avancement du projet

Ce premier projet de complexe écologique algo-solaire dans l'Aude représente un budget total d'investissement de l'ordre de 37 M€. D'abord amorcé sur fonds propres depuis 2018, Global EcoPower a annoncé en 2019 la signature d'un contrat de financement d'un montant de 26 M€ avec le fonds Rivage Investment sur une période de dix ans. Celui-ci vient compléter l'apport en fonds propres déjà réalisé par le Groupe pour un montant de près de 10 M€.

Concernant l'avancement de ce projet, la construction de celui-ci devrait se terminer courant 2020 pour une mise en service prévue fin 2020. La souche de spiruline qui sera utilisée par GEP a été élaborée par le CEA-Tech et est actuellement développée dans la «nursérie» de Spiruline de Normandie. L'objectif de production sera compris entre 70 et 100 tonnes par an faisant du complexe la plus grande unité de production de spiruline premium en France.

A la suite de la finalisation de ce complexe, un projet d'installation d'une centrale éolienne de 9 turbines de 3 MW chacune sur le même lieu pourrait voir le jour. Celui-ci est actuellement en cours de développement.

Ce complexe dans l'Aude, fruit d'un long travail de développement et de recherche débuté en 2010 permet à Global EcoPower de se positionner comme le premier acteur de la construction de complexes écologiques en autoconsommation totale et à énergie positive. Si les possibilités de cultures sous serre dans ces complexes sont très larges (crevettes, fruits, safran, ...), le Groupe a d'ores et déjà identifié des besoins en spiruline premium en France, en Allemagne, au Portugal, en Espagne, en Italie, en Suisse et aux USA faisant de ces complexes un axe stratégique pour GEP au travers de nombreux projets à développer dans cette filière.

Complexe de Payra-sur-l'Hers



source : société

Et ensuite ?

Le 7 novembre 2019, GEP a annoncé la signature d'un accord avec le développeur DEVCOM en vue de créer une société commune (75%-25% de détention respective) pour développer un second complexe écologique. Situé à Nogent-sur-Vernisson (45), Biomasse 45 disposera d'une puissance installée de 1,2 MW et produira à la fois de l'électricité et des **granulés de bois** en utilisant une technologie innovante de gazéification du bois. Cette unité comprendra :

- Une centrale de cogénération incluant un gazéifieur. Celui-ci produira du biogaz qui alimentera des unités pour fournir de l'électricité et de la chaleur
- Une usine de granulés de bois alimentée par l'énergie thermique produite par la cogénération
- Une zone de stockage du bois de 8000 m² équipée d'un toit photovoltaïque (800 kWc)

Le financement et la construction de ce nouveau complexe innovant sont planifiés sur l'exercice 2020 avec une mise en service prévue au T4 2020. L'ensemble fournit à terme 9 500 MWh d'électricité verte ainsi que plus de 20 000 tonnes de granulés par an.

En parallèle de ce nouveau projet, GEP poursuit sa stratégie de développement à la fois dans les centrales d'énergies photovoltaïques et dans les complexes écologiques avec actuellement 5 permis de construire acceptés et plusieurs autres projets à des stades de développement différents (discussion, sécurisation des terrains et permis de construire en cours d'obtention).

Etat du pipe à novembre 2019

Projets en développement

Maroc : construction d'un complexe associant safran et énergie photovoltaïque et d'une centrale PV au sol. Alimentation en électricité des différentes unités d'arrosage en autoconsommation.

Sénégal : Centrale photovoltaïque de 50 MWc + sous-station 110 000 volts

France : opération identique à Biomasse 45. Autorisations finales en cours.

France : huit opérations de gazéification du bois, de production d'électricité vendue à EDF sur 20 ans, autoconsommation du chauffage et fabrication de pellets.

France : opération identique à Payra-sur-l'Hers

Projets prêts à démarrer

France : 8 centrales de cogénération la construction et l'aménagement de 30 000 m² de bassins pour exploiter une spiruline premium et pour extraire la phycocyanine.

France : Opération biomasse 45. Construction d'un complexe de gazéification du bois, de production d'électricité pour le compte d'EDF sur 20 ans, d'autoconsommation du chauffage et de fabrication de pellets.

Projets en cours de réalisation

France : Opération de Payra-sur-l'Hers

- 2 centrales PV en toiture, 1 centrale PV au sol, 2 centrales de cogénération

- Construction de 30 000 m² de bassins pour exploiter une spiruline « premium »

source : société

Les ENR, une industrie en mutation

Le secteur de l'énergie s'inscrit dans une dynamique de profonde évolution. D'après Roland Berger, cinq tendances importantes sont à souligner : la transition énergétique en cours, la poursuite de l'intégration des marchés de l'énergie et de la mondialisation, l'utilisation plus efficace de nos ressources, le changement de réglementation conduisant à des systèmes de marché libre et à la libéralisation et le recours à de nouvelles technologies de pointe.

Dans ce contexte, une nouvelle transition énergétique de l'industrie s'amorce avec le remplacement progressif des combustibles fossiles par des énergies renouvelables. En effet, certaines industries très énergivores voient de nouveaux enjeux apparaître nécessitant une transition vers l'utilisation d'énergies renouvelables en autoconsommation pour alimenter leurs sites de production. L'éolien et le photovoltaïque sont actuellement bien placés pour assurer cette transition énergétique et gagnent des parts de marché.

C'est dans ce contexte de transition énergétique de l'industrie que Global EcoPower s'inscrit aujourd'hui. Capitalisant sur son expertise dans les énergies renouvelables, le Groupe a déjà amorcé le développement de projets innovants de complexes industriels permettant de produire, en autoconsommation, énergie électrique et spiruline (ou tout autre produit énergivore : safran, crevettes, bois, ...).

Des énergies renouvelables en croissance

Selon Bloomberg New Energy Finance, la demande mondiale de l'énergie augmentera de 58% à l'horizon 2040. Les investissements dans les capacités de production d'électricité sont ainsi estimés à 10 000 Md\$ dont 72% seront réalisés sous forme d'énergies renouvelables. Par ailleurs, dans une époque de forte sensibilisation pour la cause environnementale et d'un besoin d'indépendance énergétique, les prévisions estiment que l'éolien et le solaire tireront leur épingle du jeu et représenteront 48% et 34% de la capacité énergétique mondiale en 2040.

En termes de répartition géographique, l'Asie constitue le premier marché des énergies renouvelables avec 42% des capacités mondiales installées en 2017. L'Europe se place en 2ème position avec 23% et se fixe comme objectif une électricité à 87% d'origine renouvelable en 2050. L'Amérique du Nord quant à elle prend la 3ème place.

Au niveau national, la France se positionne parmi les dix pays les mieux équipés. L'électricité issue des ENR représente 22,7% de la consommation nationale en 2018, l'objectif étant que 32% de la production d'électricité en 2030 soit issue des énergies renouvelables. Depuis maintenant plusieurs années, l'Etat français a choisi une politique environnementale incitative en s'engageant notamment à simplifier les démarches administratives, sécuriser le tarif d'achat et amplifier le financement de la transition énergétique. En parallèle, les banques publiques de développement se sont engagées à financer les projets du secteur des énergies renouvelables.

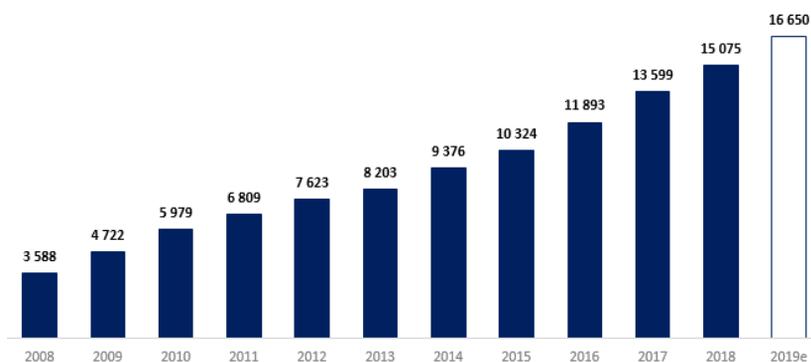
L'éolien : la France, l'un des marchés les plus dynamique en Europe

La production éolienne mondiale a été multipliée par 3,4 entre 2009 et 2017 (TCAM de 16,0%) pour atteindre 539,1 GW. Sur cette période, près de 48% des nouvelles capacités sont en Asie et l'Europe arrive en seconde position avec 27%. A fin 2021, la puissance installée mondiale pourrait atteindre 817 GW d'après les prévisions du GWEC, soit 51% de plus qu'à fin 2017, et 2110 GW en 2030. Elle représentera à elle seule 20% de la production d'électricité dans le monde.

Si le marché de l'éolien continu d'être poussé par l'Asie notamment la Chine avec près de 241 TWh produits en 2016 soit 4% de la production électrique totale, la France est aujourd'hui 4ème du classement européen en termes de capacité éolienne et à la 9ème place à l'échelle mondiale mais apparaît d'après Xerfi comme l'un des marchés les plus dynamiques d'Europe.

A fin 2018, la puissance installée cumulée du parc éolien en France était de 15 075 MW et au niveau mix-énergétique, l'éolien représente 5% en France d'après France Energie Eolienne (FFE). Composé d'environ 6000 turbines fin 2017, le parc français a connu une forte croissance de ses capacités en 15 ans avec un TCAM de 38,9%. Cette forte croissance du parc éolien combinée à des conditions de vent favorables ont permis à la production d'électricité éolienne française de progresser de 14%.

Puissance installée cumulée du parc éolien français (MW)



source : Xerfi, Observ'ER d'après SDES

Les acteurs de la filière profiteront également d'une demande bien orientée à l'international, où de plus en plus de développeurs et d'exploitants français sont présents. Le développement accéléré des énergies renouvelables s'accompagne d'une industrialisation du secteur, avec une augmentation rapide de la taille des acteurs, une présence croissante des grands énergéticiens et une montée en puissance des grands fonds d'infrastructures. Enfin, les efforts de simplification de la réglementation depuis 2013 et les conditions de financement attractives continuent de porter leurs fruits et devraient permettre l'accélération de chantiers d'ici 2025.

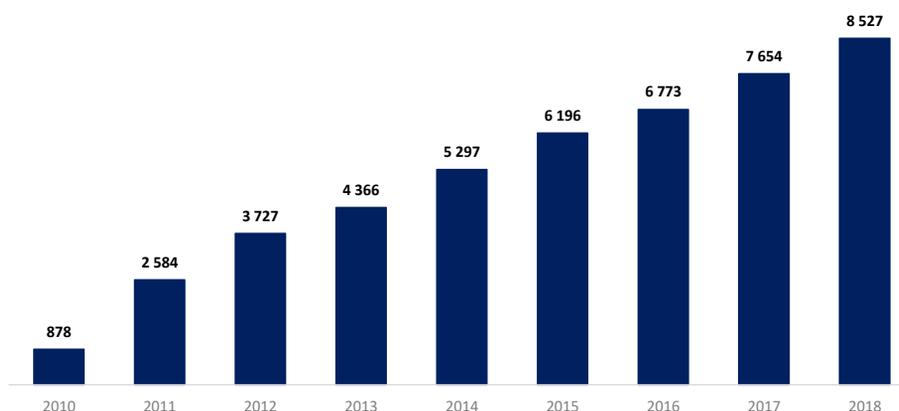
Pour finir, le nouveau projet de PPE dévoilé en janvier 2019 prévoit de porter la puissance du parc éolien terrestre français à 24,6 GW en 2023 et à, au minimum, 34,1 GW d'ici 2038. Pour ce faire, Xerfi anticipe une accélération significative du rythme des implantations à près de 2 GW installés chaque année contre 1,6 GW seulement sur la période 2015-2019. En outre, les mécanismes d'incitation des autorités ainsi que les taux d'intérêts bas faciliteront les développements de projets et offriront plus de sécurité aux investisseurs. Si les marchés anglais et allemand semblent atteindre un plafond, la France se positionne comme l'un des marchés les plus dynamiques d'Europe.

Le photovoltaïque : une très forte croissance au niveau mondial

Le photovoltaïque est la source d'énergie qui a connu la croissance la plus importante, sur la période 2007-2017, de sa capacité installée au niveau mondial avec un TCAM de 48%. En 2016, le solaire est devenu la première énergie en termes de nouvelles puissances installées dans le monde, devant le charbon. Et cette tendance va continuer de s'accroître, portée notamment par la baisse continue des prix des équipements. A l'image de l'éolien, la Chine est une nouvelle fois le 1er marché en détenant 32% de la puissance installée mondiale.

En France, l'énergie photovoltaïque est de plus en plus compétitive et la tendance devrait se poursuivre. En effet, les autorités ont réaffirmé leur engagement en faveur du photovoltaïque, d'une part via le plan Place au soleil en 2018 et d'autre part avec l'annonce d'un projet de PPE très favorable au développement du photovoltaïque. Ainsi, les volumes d'appels d'offres pour les centrales au sol et les toitures ont doublés atteignant un total de près de 15 GW d'ici 2023.

Puissance installée et cumulée du parc français de centrales PV (en MW)



source : Panorama de l'électricité renouvelable

A fin 2018, la puissance photovoltaïque totale cumulée en France était de 8 527 MW. Le parc solaire français profite ainsi d'une croissance soutenue avec une moyenne de 926 MW installée chaque année depuis 2010 soit un TCAM de 32% sur la même période.

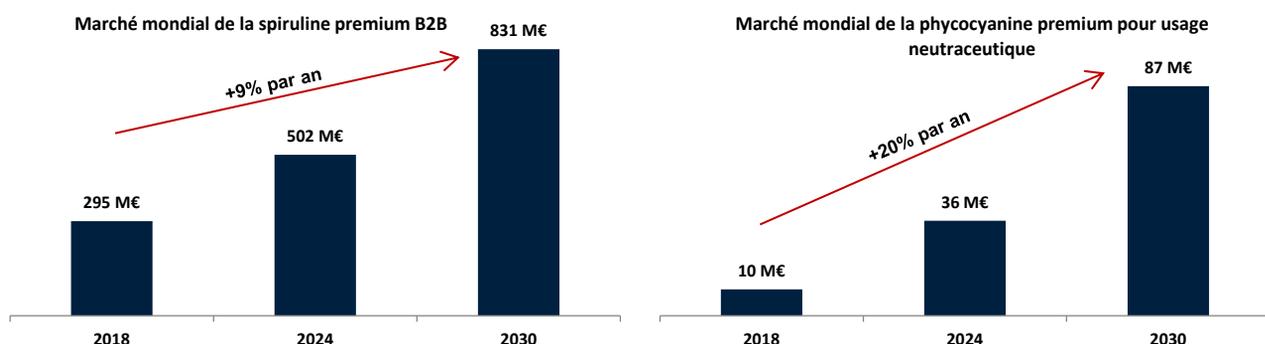
La politique énergétique de la France est clairement favorable au développement du photovoltaïque et se traduit notamment par le lancement depuis 2015 d'appels d'offres réguliers. Elle se fixe l'objectif de production d'électricité d'origine renouvelable à l'horizon 2030 à 32% d'après la loi de Transition Énergétique pour la Croissance Verte. La réglementation évolue au service de la volonté du développement du photovoltaïque dans le pays : crédits d'impôts, loi sur les toitures de nouveaux centres commerciaux, ... ont favorisé le développement de la filière en 2017. En France, la politique énergétique ambitieuse (objectif 20,6 GW photovoltaïque en 2023) devrait permettre l'ouverture de nombreux appels d'offre, ainsi que l'évolution du cadre réglementaire et de la compétitivité du photovoltaïque. Le marché devrait continuer de croître pour atteindre, d'après Xerfi, une puissance photovoltaïque installée de 19 GW en 2023 (contre 8,5 GW aujourd'hui).

La spiruline : un marché fleurissant

Le marché mondial de la spiruline brut est estimé à 15 000 tonnes pour 650,0 M€ en 2018 et devrait croître de 8 à 10% par an pour atteindre 1 Mds€ en 2023. Cette croissance s'explique par une demande des utilisateurs finaux (industrie alimentaire, cosmétique et pharmacie) en hausse et des capacités de production plus importantes. Par ailleurs, selon Roland Berger, la plupart des principaux producteurs de spiruline dans le monde sont spécialisés et adresse à la fois le segment B2B et B2C. Si la spiruline voit son prix au kg varier en fonction de la qualité de celle-ci entre 40 €/kg jusqu'à 150 €/kg pour un produit français de haute qualité, le prix de la phycocyanine lui varie de 285 €/kg jusqu'à plusieurs dizaines de milliers d'euros par kg, une véritable opportunité pour GEP.

Aujourd'hui l'Asie est le principal producteur de la spiruline brute (≈40%), suivi de l'Amérique puis de l'Europe (≈22,5%) en 2018. La France représente le 3ème marché d'Europe en 2017 des compléments alimentaires, portée par une image positive du « Made in France ». La croissance est portée par l'attention grandissante de la population aux problématiques de santé, privilégiant les produits naturels, les sources de protéines alternatives mais aussi les antioxydants et produits anti-stress.

Evolution des marchés adressables pour la spiruline et la phycocyanine



source : Roland Berger

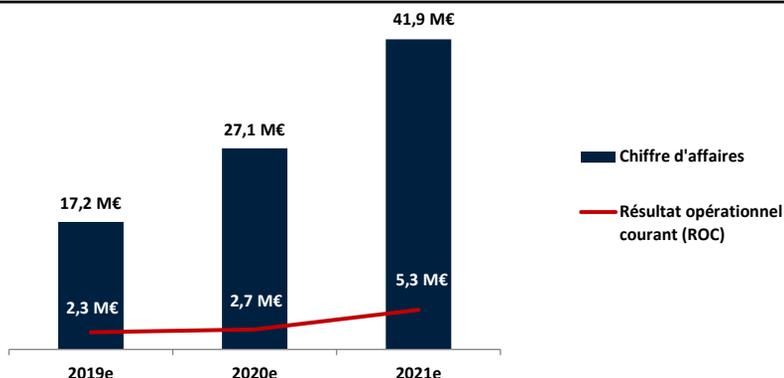
La spiruline considérée comme un antioxydant, riche en fer, en vitamine B2, en protéines, minéraux et oligo-éléments, devrait voir son marché croître de près de 9% par an pour totaliser un potentiel de marché en 2023 de plus de 800 M€. Dans le même temps, la phycocyanine, très en vue aujourd'hui car elle est le plus puissant antioxydant et anti-radicalaire que l'on puisse trouver, devrait croître de 20% par an pour totaliser un marché adressable de près de 100 M€ en 2030. Ses propriétés d'aide à la production de cellules souches, d'aide à la recherche pour le traitement du cancer ou encore de protection hépatique en font une molécule incontournable pour les travaux de demain sur la santé humaine et animale.

Le développement des complexes « Green Energy Business » de Global EcoPower autour de la culture de la spiruline premium et de l'extraction de la phycocyanine notamment, laissent entrevoir un très fort potentiel de développement dans les prochaines années, en France mais aussi à l'international.

Perspectives stratégiques et financières

Capitalisant à la fois sur son expertise et sur une forte visibilité de son pipe commercial, Global EcoPower souhaite poursuivre son développement en 1/ continuant le développement de projets de construction puis de vente de centrales photovoltaïques ou éoliennes en France, 2/ développant d'autres complexes « Green Energy Business » sur le modèle de C.A.S.H. en se diversifiant vers d'autres applications énergivores (safran, crevettes, bois, ...) et 3/ dupliquant le concept du complexe Biomasse 45 (bois) pour une exploitation en propre. Ainsi, sur la période 2019-21e, nous anticipons un TCAM du CA de +19,4%.

Prévisions de CA et de ROC pour la période 2019-21 (en M€)



source : Euroland Corporate

Une forte visibilité de génération du chiffre d'affaires

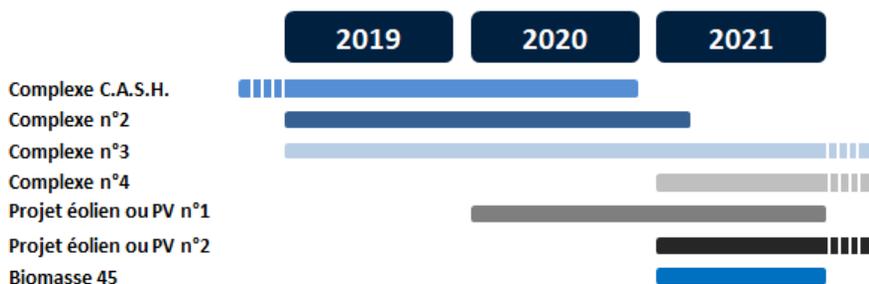
Le track record de GEP en matière de conduite de projets d'envergure dans les énergies renouvelables ont permis à la société de d'acquérir une véritable expertise dans le développement de centrales. De nombreux projets sont actuellement à des stades de maturité différents (permis de construire acceptés/dépôtés & terrains sécurisés) assurant au Groupe une forte visibilité pour les prochaines années.

Les contrats à long terme portant sur la construction de centrales sur plusieurs exercices, la reconnaissance du chiffre d'affaires est réalisée selon la méthode de l'avancement. Ce pourcentage d'avancement est défini comme étant le rapport entre les coûts des travaux et services exécutés à la date de clôture et le total prévisionnel des coûts d'exécution du contrat.

Cette croissance sera alimentée entre 2019 et 2021 par :

- La construction de **deux projets éoliens ou photovoltaïques** de respectivement 15 M€ et 25 M€,
- La **finalisation du projet C.A.S.H** en 2020 ainsi que la construction de **trois autres complexes** basés sur la spiruline et destinés à être vendus,
- L'entrée en phase de **production** du complexe **Biomasse 45** en 2021.

Calendrier d'avancement des différents projets de GEP



source : Euroland Corporate

L'ensemble de ces projets est déjà sécurisé par Global EcoPower, certains sont déjà en cours d'avancement en 2019 pour une livraison finale dans les deux ans à venir. Par exemple, le projet C.A.S.H. est actuellement en cours de construction dans l'Aude et devrait voir le jour courant 2020. De même, les complexes 2 et 3 ont déjà débuté (achats, permis de construire, sélection des fournisseurs et négociations, ...) et contribuent donc à la génération de chiffre d'affaires sur 2019.

Estimation du CA généré par les différents projets (M€)

En M€	2019	2020	2021
Complexe C.A.S.H.	9,0	5,0	
Complexe 2	4,0	9,4	1,5
Complexe 3	4,2	4,4	17,0
Complexe 4			5,0
Projet éolien ou PV n°1		8,3	6,0
Projet éolien ou PV n°2			12,4
Total	17,2	27,1	41,9

source : Euroland Corporate

Etant donné que le projet Biomasse 45 n'a pas encore débuté et que sa mise en service est conditionné à la réussite de plusieurs jalons, nous n'intégrons pour le moment pas celui-ci dans notre BP.

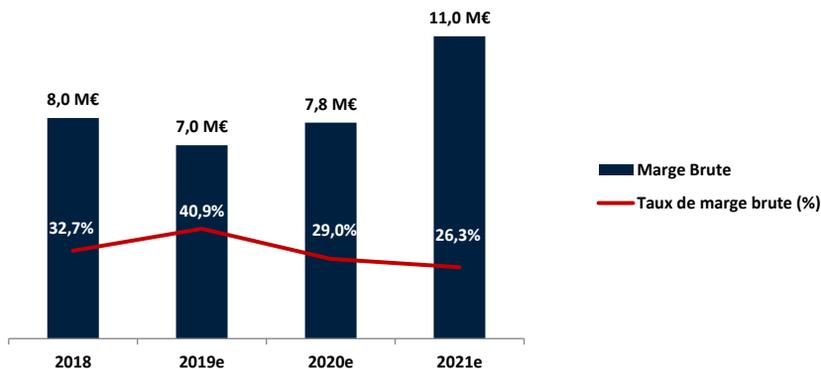
A noter cependant que le mode de comptabilisation à l'avancement des projets peut rendre difficilement lisible la génération du CA sur la durée du BP. En effet, des délais d'obtention des permis de construire, un ralentissement dans la construction des complexes ou encore des retards de livraison peuvent générer des phénomènes de *cut-off* comptables sur les exercices, décalant la reconnaissance du CA mais ne remettant pas en cause le chiffre d'affaires total généré par chaque projet.

Une société dimensionnée pour faire face à sa croissance

Le modèle actuel de Global EcoPower lui permet de mener les différents projets envisagés sans avoir à changer de taille. En effet, la construction des différents complexes et centrales étant sous-traitée, seuls le développement et la conduite du projet restent à la charge des équipes de GEP. Nous tablons ainsi sur une stabilité des charges de personnel du Groupe sur la durée du BP.

Chaque projet fait appel à des achats importants de marchandises : panneaux solaires, raccordements, matériaux divers, ... Les Achats consommés sont donc corrélés : 1/ au dimensionnement de chaque projet et 2/ à l'avancée de chaque projet. L'exercice 2019 voit son taux de marge brute augmenter significativement en lien avec la construction du complexe C.A.S.H. et à la plus forte rémunération de ce projet par rapport aux autres. La contribution progressive, dans les années suivantes, de projets de plus petite taille à marge brute normalisée permet au Groupe d'afficher à l'horizon 2021 un taux de MB normatif à 26%.

Evolution de la Marge Brute et du taux de MB 2018-2021 (M€)



source : Euroland Corporate

Compte de résultat prévisionnel

Compte de résultat (M€)	2018	2019e	2020e	2021e
Chiffre d'affaires	24,6	17,2	27,1	41,8
Excédent brut d'exploitation	3,8	2,5	2,9	5,5
Résultat opérationnel courant	4,8	2,3	2,7	5,3
Résultat opérationnel	4,4	2,1	2,7	5,3
Résultat financier	-0,1	-0,1	-0,1	-0,3
Impôts	-1,7	-0,7	-0,9	-1,7
Mise en équivalence	0,0	0,0	0,0	0,0
Part des minoritaires	0,0	0,0	0,0	0,0
Résultat net part du groupe	2,7	1,3	1,8	3,4

Côté bilanciel

Plusieurs éléments spécifiques à l'activité de Global EcoPower sont à noter dans la compréhension de son bilan.

Le modèle économique de GEP dépend de sa capacité à financer plusieurs projets en parallèle. En effet, les sociétés supports de projets sont généralement financées à partir des fonds propres de la société à hauteur d'environ 20%-25% et le reste par de la dette senior. Le Groupe a procédé dans le passé à plusieurs opérations visant à renforcer ses fonds propres afin d'être en capacité de mener plusieurs projets concomitamment. Au 31 décembre 2018 les capitaux propres s'élevaient à 11,3 M€.

L'endettement lié à chaque projet disparaît des comptes consolidés de GEP chaque fois qu'une centrale est vendue à un tiers investisseur.

La variation du BFR évolue de manière importante entre les exercices, en lien avec l'avancement de chaque projet (et les achats associés) dans lesquels Global EcoPower intervient.

Valorisation de Global EcoPower

Pour valoriser la société, nous avons retenu la méthode de l'actualisation des flux futurs de trésorerie (DCF).

Valorisation par les DCF

Les principales hypothèses de notre valorisation par les DCF sont les suivantes :

- **Croissance du chiffre d'affaires** : un TCAM de +19,4% sur la durée du BP prenant en compte la montée en puissance des différents projets actuels et futurs.
- **Rentabilité opérationnelle** : Nous prenons l'hypothèse d'une marge normative de 12,0%.
- **Investissements** : Nous faisons l'hypothèse d'un niveau d'investissement de renouvellement et de développement de l'ordre de 2,1% du chiffre d'affaires par an sur la durée du DCF
- **Horizon du DCF** : Etant donné la visibilité des projets sur le long terme, nous modélisons notre DCF sur un horizon temporel de 6 ans (2024).
- **Un taux d'actualisation (WACC) de 12,35% basé sur :**
 - un taux sans risque de 0,0 % ;
 - une dette financière nette estimée de -1,1 M€ au 31/12/2018
 - une prime de risque de 6,50%
 - un bêta de 1,90

Hypothèses retenues pour le calcul du WACC

Taux sans risque (OAT 10 ans)	0,00%
Prime de risque	6,50%
Bêta sans dette	1,90
Bêta endetté	1,90
Coût des capitaux propres	12,4%
Coût de la dette	4,00%
Coût de la dette après impôts	2,67%
Coût moyen pondéré du capital	12,35%
Taux de croissance à l'infini	1,00%

source : Euroland Corporate

Tableau des DCF

En K€	2019	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e
Chiffre d'affaires	17,2	27,1	41,8	43,9	45,2	46,6
<i>variation (%)</i>	-30,1%	57,8%	54,3%	5,0%	3,0%	3,0%
Résultat opérationnel courant	2,3	2,7	5,3	5,9	5,7	5,6
<i>Taux de marge opérationnelle courante</i>	13,3%	9,9%	12,7%	13,3%	12,7%	12,0%
- Impôts	-0,7	-0,9	-1,7	-2,0	-1,9	-1,9
+ DAP nettes	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Cash Flow opérationnel	1,8	2,0	3,9	4,1	4,0	4,0
- Variation du BFR	1,8	1,7	1,0	0,1	0,0	0,0
- Investissements opérationnels	-0,9	-0,9	-0,9	-0,9	-0,9	-0,9
Free Cash flow	2,7	2,9	4,0	3,3	3,2	3,1
Free Cash flow actualisé	2,7	2,5	3,1	2,3	2,0	1,7
Somme des FCF actualisés	14,2					
Valeur terminale actualisée	15,1					
Valeur d'entreprise	29,3					
Dette nette	-1,1					
Valeur des capitaux propres	30,8					
Valeur par action	2,7					

source : Euroland Corporate

Matrice de sensibilité

		Taux de croissance à l'infini				
		0,00%	0,50%	1,00%	1,50%	2,00%
C	11,35%	2,8	2,8	2,9	3,0	3,1
M	11,85%	2,7	2,7	2,8	2,9	3,0
P	12,35%	2,6	2,6	2,7	2,8	2,8
C	12,85%	2,5	2,5	2,6	2,7	2,7
	13,35%	2,4	2,5	2,5	2,6	2,6

source : Euroland Corporate

Notre valorisation de Global EcoPower par DCF ressort à 2,70 € par action avec un WACC de 12,35% et une croissance à l'infini de 1,0%.

Tableau Synthèse

Compte de résultat (M€)	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Chiffre d'affaires	20,7	21,8	24,6	17,2	27,1	41,8
Excédent brut d'exploitation	2,2	2,7	3,8	2,5	2,9	5,5
Résultat opérationnel courant	2,4	1,6	4,8	2,3	2,7	5,3
Résultat opérationnel	2,4	-0,9	4,4	2,1	2,7	5,3
Résultat financier	-0,5	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,3
Impôts	-0,1	-0,2	-1,7	-0,7	-0,9	-1,7
Mise en équivalence	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Part des minoritaires	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Résultat net part du groupe	1,6	-1,3	2,7	1,3	1,8	3,4
Bilan (M€)	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Actifs non courants	4,8	4,7	10,0	10,7	11,4	12,1
dont goodwill	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1
BFR	3,7	-1,5	3,5	1,7	0,0	-1,0
Disponibilités + VMP	1,3	8,2	0,8	6,6	8,9	12,2
Capitaux propres	8,3	8,6	11,3	12,9	14,7	18,1
Emprunts et dettes financières	1,1	2,5	2,4	5,5	5,1	4,6
Total Bilan	23,1	21,1	42,3	37,1	51,7	72,6
Tableau de flux (M€)	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Marge Brute d'autofinancement	2,1	-0,4	2,5	1,5	1,9	3,6
Variation de BFR	-13,2	-8,5	-4,7	1,8	1,7	1,0
Flux net de trésorerie généré par l'activité	-11,1	-9,0	-2,2	3,3	3,7	4,6
Investissements opérationnels nets	-0,3	-0,2	-5,2	-0,9	-0,9	-0,9
Investissements financiers nets	0,0	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,0
Flux nets de trésorerie liés aux investissements	-0,3	-0,4	-5,1	-0,9	-0,9	-0,9
Augmentation de capital	0,0	1,3	0,2	0,3	0,0	0,0
Variation emprunts	10,2	16,1	-0,2	3,1	-0,4	-0,4
Dividendes versés	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Autres	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Flux nets de trésorerie liés au financement	10,2	16,1	0,0	3,4	-0,4	-0,4
Variation de l'endettement financier net	-1,1	6,8	-7,4	5,8	2,4	3,3
Ratios (%)	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Variation chiffre d'affaires	-20,3%	5,5%	12,8%	-30,1%	57,8%	54,3%
Marge EBE	11%	12%	15%	14%	11%	13%
Marge opérationnelle courante	12%	7%	20%	13%	10%	13%
Marge opérationnelle	12%	-4%	18%	12%	10%	13%
Marge nette	8%	-6%	11%	8%	6%	8%
Investissements opérationnels nets/CA	2%	1%	21%	5%	3%	2%
BFR/CA	18%	-7%	14%	10%	0%	-3%
ROCE	19%	33%	24%	12%	16%	32%
ROCE hors GW	19%	33%	24%	12%	16%	32%
ROE	20%	-15%	24%	10%	12%	19%
Payout	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Dividend yield	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Ratios d'endettement	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Gearing (%)	-3%	-68%	14%	-8%	-26%	-42%
Dettes nettes/EBE	-0,1	-2,2	0,4	-0,4	-1,3	-1,4
EBE/charges financières	#DIV/0!	2,7	45,8	29,7	48,6	19,7
Valorisation	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Nombre d'actions (en millions)	7,5	7,5	7,5	7,5	7,5	7,5
Nombre d'actions moyen (en millions)	5,2	7,5	7,5	7,5	7,5	7,5
Cours (moyenne annuelle en euros)		1,6	1,6	1,6	1,6	1,6
(1) Capitalisation boursière moyenne	0,0	11,7	11,7	11,7	11,7	11,7
(2) Dette nette (+)/ trésorerie nette (-)	-0,2	-5,8	1,6	-1,1	-3,9	-7,6
(3) Valeur des minoritaires	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
(4) Valeur des actifs financiers	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Valeur d'entreprise = (1)+(2)+(3)-(4)	-0,2	5,9	13,3	10,6	7,8	4,1
PER	9,1	ns	3,5	8,7	6,7	3,5
VE / EBE	6,7	4,4	3,1	4,5	2,9	0,8
VE / ROC	6,2	7,6	2,4	4,8	3,1	0,9
VE / CA	0,7	0,5	0,5	0,6	0,3	0,1
P/B	1,8	2,0	0,8	0,9	0,8	0,6
Données par action (€)	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Bnpa	0,20	0,14	0,36	0,13	0,15	0,29
Book value/action	1,1	1,2	1,5	1,7	2,0	2,4
Dividende /action	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00

Système de recommandations :

Les recommandations d'EuroLand Corporate portent sur les douze prochains mois et sont définies comme suit :

Achat : Potentiel de hausse du titre supérieur à 15% en absolu par rapport au cours actuel, assorti d'une qualité des fondamentaux.

Accumuler : Potentiel de hausse du titre compris entre 5% et 15% en absolu par rapport au cours actuel.

Neutre : Potentiel du titre compris entre -5% et +5% en absolu par rapport au cours actuel.

Alléger : Potentiel de baisse du titre compris entre 5% et 15% en absolu par rapport au cours actuel.

Vente : Potentiel de baisse du titre supérieur à 15% en absolu par rapport au cours actuel, valorisation excessive.

Sous revue : La recommandation est sous revue en raison d'une opération capitalistique (OPA / OPE / Augmentation de capital...), d'un changement d'analyste ou d'une situation de conflit d'intérêt temporaire entre EuroLand Corporate et l'émetteur.

Historique des recommandations sur les 12 derniers mois :

Achat : Depuis le 19/11/2019

Accumuler : (-)

Neutre : (-)

Alléger : (-)

Vendre : (-)

Sous revue : (-)

Méthodes d'évaluation :

Ce document peut évoquer des méthodes d'évaluation dont les définitions résumées sont les suivantes :

1/ Méthode des comparaisons boursières : les multiples de valorisation de la société évaluée sont comparés à ceux d'un échantillon de sociétés du même secteur d'activité, ou d'un profil financier similaire. La moyenne de l'échantillon établit une référence de valorisation, à laquelle l'analyste ajoute le cas échéant des décotes ou des primes résultant de sa perception des caractéristiques spécifiques de la société évaluée (statut juridique, perspectives de croissance, niveau de rentabilité...).

2/ Méthode de l'ANR : l'Actif Net Réévalué est une évaluation de la valeur de marché des actifs au bilan d'une société par la méthode qui apparaît la plus pertinente à l'analyste.

3/ Méthode de la somme des parties : la somme des parties consiste à valoriser séparément les activités d'une société sur la base de méthodes appropriées à chacune de ces activités puis à les additionner.

4/ Méthode des DCF : la méthode des cash-flows actualisés consiste à déterminer la valeur actuelle des liquidités qu'une société dégagera dans le futur. Les projections de cash flows sont établies par l'analyste en fonction de ses hypothèses et de sa modélisation. Le taux d'actualisation utilisé est le coût moyen pondéré du capital, qui représente le coût de la dette de l'entreprise et le coût théorique des capitaux propres estimés par l'analyste, pondérés par le poids de chacune de ces deux composantes dans le financement de la société.

5/ Méthode des multiples de transactions : la méthode consiste à appliquer à la société évaluée les multiples observés dans des transactions déjà réalisées sur des sociétés comparables.

6/ Méthode de l'actualisation des dividendes : la méthode consiste à établir la valeur actualisée des dividendes qui seront perçus par l'actionnaire d'une société, à partir d'une projection des dividendes réalisée par l'analyste et d'un taux d'actualisation jugé pertinent (généralement le coût théorique des fonds propres).

7/ Méthode de l'EVA : la méthode "Economic Value Added" consiste à déterminer le surcroît annuel de rentabilité dégagé par une société sur ses actifs par rapport à son coût du capital (écart également appelé "création de valeur"). Ce surcroît de rentabilité est ensuite actualisé pour les années à venir avec un taux correspondant au coût moyen pondéré du capital, et le résultat obtenu est ajouté à l'actif net comptable.

Corporate Finance	Intérêt personnel de l'analyste	Détention d'actifs de l'émetteur	Communication préalable à l'émetteur	Contrat de liquidité	Contrat Eurovalue*
Non	Non	Non	Oui	Non	Oui

* Animation boursière comprenant un suivi régulier en terme d'analyse financière avec ou non liquidité

Disclaimer

La présente étude a été préparée par EuroLand Corporate et est diffusée à titre purement informatif.

Cette étude ne constitue ni ne fait partie d'aucune offre de cession ou de souscription de titres ni d'aucune invitation à une offre d'achat ou de souscription de titres. Ni la présente étude, ni une quelconque partie de cette étude, ne constitue le fondement d'un quelconque contrat ou engagement, et ne doit être utilisé à l'appui d'un tel contrat ou engagement ou constituer une incitation pour conclure un tel contrat ou engagement.

Toutes opinions, prévisions, projections et/ou estimations éventuellement formulées dans ce document sont entièrement celles d'EuroLand Corporate et sont données dans le cadre de ses activités usuelles de recherche et ne doivent pas être considérées comme ayant été autorisées ou approuvées par toute autre personne.

Toutes opinions, prévisions, projections et/ou estimations éventuellement contenues dans cette étude reflètent le jugement d'EuroLand Corporate à la date à laquelle elle est publiée, et il ne peut être garanti que les résultats ou événements futurs soient en ligne avec ces opinions, prévisions, projections et/ou estimations. Ces opinions, prévisions, projections et/ou estimations peuvent faire l'objet de modifications par la suite sans préavis ni notification, leur exactitude n'est pas garantie et elles peuvent être incomplètes ou synthétisées. Ce document peut donc ne pas contenir toutes les informations relatives à la Société.

EuroLand Corporate attire l'attention du lecteur sur le fait que dans le respect de la réglementation en vigueur, il peut arriver que ses dirigeants ou salariés possèdent à titre personnel des valeurs mobilières ou des instruments financiers susceptibles de donner accès aux valeurs mobilières émises par la Société, sans que ce fait soit de nature à remettre en cause l'indépendance d'EuroLand Corporate dans le cadre de l'établissement de cette étude.

Tout investisseur doit se faire son propre jugement quant à la pertinence d'un investissement dans une quelconque valeur mobilière émise par la Société, en tenant compte des mérites et des risques qui y sont associés, de sa propre stratégie d'investissement et de sa situation légale, fiscale et financière.

EuroLand Corporate n'a pas vérifié de manière indépendante les informations fournies dans cette étude. A ce titre, aucune déclaration ou garantie, implicite ou explicite, n'est donnée quant à la sincérité, l'exactitude, l'exhaustivité ou la véracité des informations, opinions, prévisions, projections et/ou estimations contenues dans la présente étude. EuroLand Corporate, ni aucun de ses membres, dirigeants, employés ou conseillers, ni toute autre personne n'accepte d'être tenu d'une quelconque responsabilité (en raison d'une négligence ou autrement) pour tout préjudice de quelque nature que ce soit qui résulterait de l'utilisation de la présente étude, de son contenu, de son exactitude, de toute omission dans la présente étude, ou encore lié d'une quelconque manière à la présente étude.

La présente étude ne peut être reproduite, communiquée ou diffusée, directement ou indirectement, dans son intégralité ou en partie, de quelque façon que ce soit sans l'accord d'EuroLand Corporate.

Ce document ne peut être diffusé auprès de personnes soumises à certaines restrictions. Ainsi, en particulier, au Royaume-Uni, ce document s'adresse uniquement aux personnes qui (i) sont des professionnels en matière d'investissements au sens de l'article 19(5) du Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotion) Order 2005 (tel qu'actuellement en vigueur, ci-après le « Financial Promotion Order »), (ii) sont visées à l'article 49(2) (a) à (d) (« high net worth companies, unincorporated associations etc. ») du Financial Promotion Order, (iii) sont en dehors du Royaume-Uni, ou (iv) sont des personnes à qui une invitation ou une incitation à s'engager dans des activités d'investissement (au sens de la section 21 du Financial Services and Markets Act 2000) dans le cadre de l'émission ou de la cession de toutes valeurs mobilières peut être légalement communiquée, directement ou indirectement (toutes ces personnes étant dénommées ensemble, les « Personnes Habilitées »). Ce document s'adresse uniquement aux Personnes Habilitées et ne peut être utilisé par aucune personne autre qu'une Personne Habilitée. Toute personne autre qu'une Personne Habilitée doit s'abstenir d'utiliser ou de se fonder sur le présent document et les informations qu'il contient.

Ni ce document ni aucune copie de celui-ci ne peut être transmis ou distribué aux Etats-Unis d'Amérique, ou être distribués, directement ou indirectement, aux Etats-Unis d'Amérique. Tout manquement à cette restriction peut constituer une violation de la réglementation boursière des Etats-Unis d'Amérique.

Ni le présent document ni aucune copie de celui-ci ne peut être transmis ou distribué au Canada, en Australie, ou au Japon. La distribution du présent document dans d'autres juridictions peut constituer une violation des dispositions légales et réglementaires en vigueur. Les personnes entrant en possession de ce document doivent s'informer et se conformer à ces lois et règlements. En acceptant de recevoir cette note de recherche, vous acceptez d'être lié par les restrictions visées ci-dessus.