

Equity Research

Electricité

POWEO

Pour une poignée de projets

Achat (12m)

Cours 02/05/07 51.8 € Obj. cours 12m 62.0 €

Secteur

Pondération

Sous-pondérer

Valeur préférée

EDF

Valeur la moins attractive

British Energy

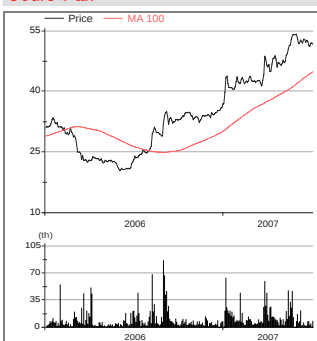
Type d'investissement

Sous-valorisé ✓

Growth ✓

Action corporate ✓

Cours 1 an



Source : SG Equity Research

Risque

Valeur/secteur

Secteur/marché

■ **Argumentaire d'investissement** « 31 janvier 2012, Poweo vous annonce avoir conquis 1.2 million de clients, mis en route sa 5^e centrale au gaz et déchargé sa 150^e cargaison de GNL ». Tels sont les objectifs du groupe Poweo qui est le seul opérateur à ambitionner de s'intégrer verticalement sur le marché électrique français. Disposant d'appuis et de partenaires solides (industriels et financiers), d'aides intéressées (EDF) et d'une notoriété importante, Poweo est en phase de croissance. L'exercice en cours constitue un « sacrifice », avec une perte opérationnelle anticipée, mais jette les bases d'un solide développement commercial. Nous conseillons le titre à l'Achat avec un objectif de 62 €.

■ **Catalyseurs du cours** L'ouverture du marché et les premiers gains commerciaux « résidentiels » seront une source « marketing » pour le management de Poweo. Les différentes annonces de lancement des chantiers (GNL, CCGT, éoliennes) seront autant d'opportunités de faire comprendre et toucher du doigt à la communauté financière ce qui est en jeu : la construction d'un opérateur intégré (événement rare). Les mouvements au sein du secteur (fusion, absorption...).

■ **Objectif de cours 12m et méthodologie** Objectif de cours : 62 €. Notre DCF normalisé SG ressort à 63 €. Nous avons retenu un WACC de 5.98% tenant compte d'un bêta corrigé de 1.25 (bêta bloomberg de 0.86). L'application stricte du bêta fait ressortir un potentiel d'appréciation proche de 100% (par rapport aux niveaux de cours actuels). Notre valorisation par somme des parties ressort à 62 € en évaluant le portefeuille commercial sur la base d'un multiple de VE/EBITDA de 3.5x, multiple présentant une décote de l'ordre de 60% par rapport au multiple sectoriel actuel (9x 2008e).

■ **Risques & scénarios alternatifs** Les risques sont divers et tournent principalement autour de l'exécution des projets (retard, remise en cause, non certification, accidents...). Nous n'avons pas tenu compte non plus d'une augmentation de capital, qui nous semble pourtant nécessaire pour permettre au groupe de financer un positionnement ambitieux (investissements totaux du groupe de l'ordre de 1.6 Md€). Nous ne nous sommes pas non plus penchés sur une intégration totale du groupe au sein du leader autrichien Verbund, qui détient déjà 25% du capital (actions et ORA) alors que cette entreprise dispose d'un volant de cash lui permettant d'absorber Poweo en totalité et d'en financer le développement.

Poweo

on www.sgresearch.socgen.com

Données boursières

RIC	ALPWO.PA, Bloom	ALPWO FP
Extrêmes 12m	54.2-20.5	
VE 07 (M€)	563	
Capi. bours. (M€)	294	
Flottant (%)	58.0	
Performance (%)	1m	3m
Actions ord.	0.4	21.3
Rel. Eurofirst 300	-3.2	18.3
	12m	47.3

Données financières

	12/06	12/07e	12/08e	12/09e
Chiffre d'affaires (M€)	244	356	679	917
Marge d'EBIT (%)	0.8	-4.5	1.5	4.7
Rés. net publié (M€)	7	-14	-3	-2
BNPA retraité (€)	-0.08	-2.62	-0.46	-0.34
Dividende/action (€)	0.00	0.00	0.00	0.00
Payout (%)	0.0	ns	ns	ns
Interest cover (x)	nd	nd	0.5	0.9
Dette nette/FP (%)	ns	298.3	ns	ns

Ratios

	12/06	12/07e	12/08e	12/09e
PER (x)	ns	ns	ns	ns
Rend. du FCF (/EV) (%)	-14.8	-52.7	-35.4	-42.7
Rendement (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
Cours/actif net (x)	3.0	3.5	3.6	3.9
VE/CA (x)	1.06	1.58	1.32	1.83
VE/EBIT (x)	136.6	ns	91.1	38.9
VE/IC (x)	5.2	1.8	1.4	1.2
ROIC/WACC (x)	0.4	-1.2	0.4	0.8

Tendance 06-09e : -65.3%



John Honore
(33) 1 42 13 51 55
john.honore@sgcib.com



Adam Dickens
(33) 1 42 13 51 23
adam.dickens@sgcib.com

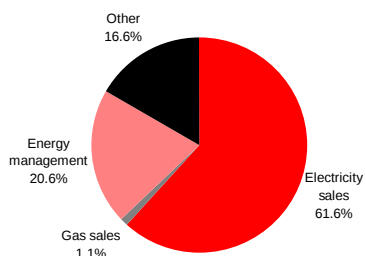
SG est banque conseil de Poweo pour l'acquisition d'Espace Eolien Développement (EED)

IMPORTANT : VOIR AVERTISSEMENTS PAGE 27

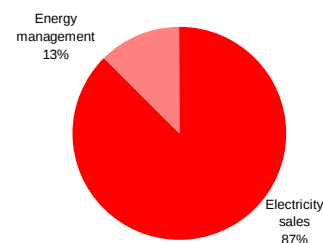


Présentation du groupe

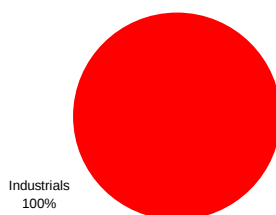
CA/division 2006



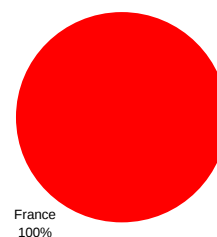
EBIT/division 2006



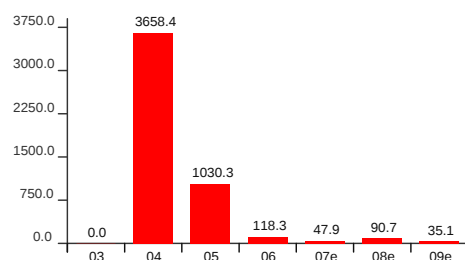
Exposition au marché final 2006



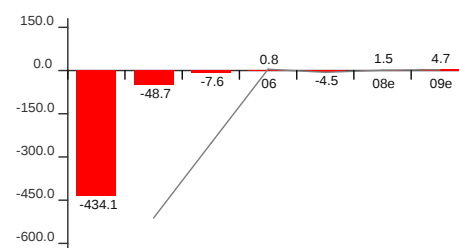
CA/zone géo. 2006



Croissance organique du chiffre d'affaires (%)



Marge d'EBIT (rouge) et ROIC (gris) (%)



Environnement concurrentiel

Division	Part de marché	Croiss. des ventes (5 ans)	Marge d'EBIT (société)	Marge d'EBIT (secteur)	Principaux acteurs
Electricité	<1%	14%	Négative en 2006	20%	EDF, Gaz de France
gaz	<1%	20%	Négative en 2006	3%	Gaz de France, EDF

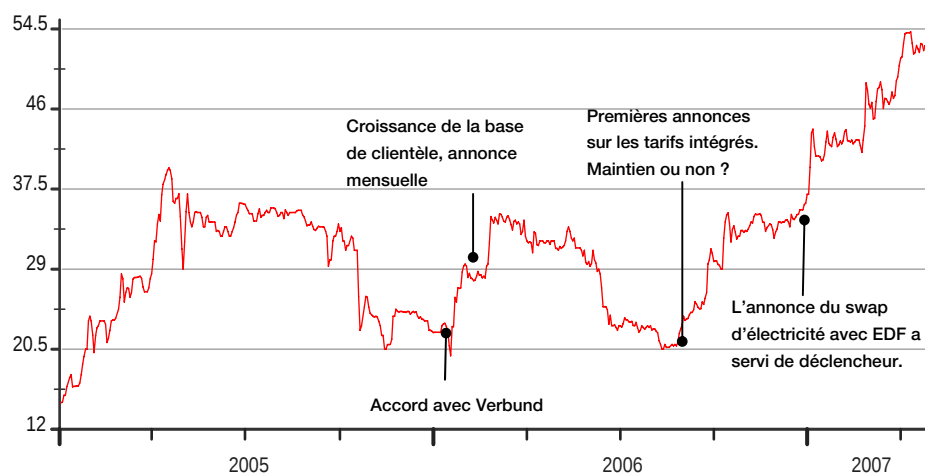
Source : SG Equity Research

Performance et valorisation du groupe

Poweo. Historique de cours

Depuis la mi-2006, le titre du groupe Poweo a largement profité des spéculations touchant le maintien ou non des tarifs intégrés et d'une annonce de swap avec EDF.

Nous ne disposons pas de VE/EBITDA historique car le groupe n'était pas coté (avant 2003) ou l'EBITDA est négatif (2003-2005). Nous anticipons également une perte au titre de 2007.



Sources : SG Equity Research, Datastream

Changement de BNPA SG vs IBES

	Mon.	07e	08e	09e
BNPA SG retraité	€ -2.62	-0.46	-0.34	
BNPA IBES	€ -2.81	-1.72	1.78	
SG vs IBES (%)		7	67	ns
Dernier chgt de BNPA		-	-	-
Var. BNPA SG au 20/04/07 (%)		-	-	-
Dernière var. BNPA IBES (%)		-	-	-

Sources : SG Equity Research, Datastream

Sommaire

5	Argumentaire d'investissement
5	Achat – Objectif de cours : 62 €
7	Autres thèmes d'investissement
8	Le marché français de l'électricité
8	De la production électrique....
8	... à la clientèle française
9	Les acteurs
9	La France : un marché concurrentiel ?
10	Qu'est-ce que Poweo ?
10	Présentation de Poweo
12	Le positionnement
15	Poweo et les énergies renouvelables
15	Poweo et l'éolien
15	Les autres énergies renouvelables
16	Les projets réalisés à mi-2007
16	Génération réalisée
16	Verticalité gazière
17	Un souffle de vent
18	Les objectifs financiers
18	Un sacrifice de court terme....
19	... pour un quasi-équilibre en 2008...
20	... afin de satisfaire des objectifs de moyen terme
21	Un nécessaire besoin de financement à moyen terme
22	Valorisation
22	Calcul de l'objectif de cours et valorisation fondamentale
22	DCF
23	Autres méthodes de valorisation
25	Un potentiel de valorisation à moyen terme inéluctable
26	Annexes
26	Compte de résultat
26	Bilan
26	Autres

Argumentaire d'investissement

Achat – Objectif de cours : 62 €

Opinion SG Equity Research

Poweo bénéficie d'un cycle positif en termes de :

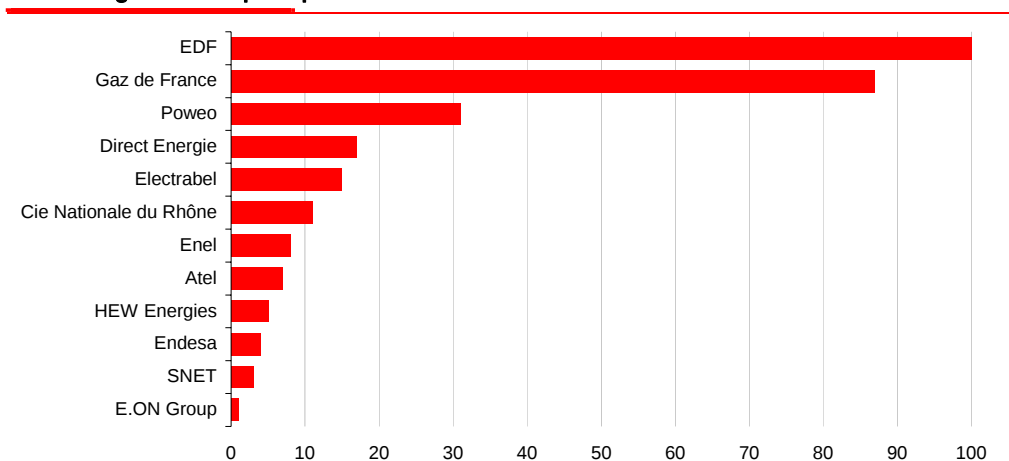
- Marché, qui reste très porteur dans la mesure où l'acteur dominant souhaite, soutient et a besoin de compétiteurs sérieux.
- Cycle d'investissements, avec une intégration verticale rapide dans l'approvisionnement gazier et la génération électrique.
- Présence grâce à des investissements (actuels) mais aussi et surtout grâce à une notoriété et une visibilité acquises au cours des trois dernières années.

La prise en compte de ces facteurs devrait entraîner une poursuite de la revalorisation boursière du titre Poweo.

Le marché électrique français est en phase d'ouverture à la concurrence. EDF reste l'acteur dominant, mais le marché semble mûr pour qu'une partie (même restreinte) des clients change de fournisseur.

Si le marché semble compétitif au regard du nombre d'acteurs, seule une poignée peut prétendre conquérir des parts de marché et, parmi ceux-ci, nous trouvons, extrêmement bien placé, Poweo. En fait, l'entreprise est, en termes de notoriété, n°3 du secteur derrière EDF et Gaz de France, et devant les groupes comme Suez/Electrabel, Direct Energie...

Notoriété globale des principaux fournisseurs d'électricité



Source : BVA/Commission de régulation de l'électricité

Opérateur indépendant, Poweo a su s'entourer de « partenaires » avec : 1) Verbund, leader autrichien de la génération, qui est actionnaire, partenaire minoritaire et « banquier » du groupe français (Verbund finance une partie des développements) ; 2) EDF, qui soutient le développement du groupe tout en y trouvant son intérêt ; 3) des tiers, qui lui permettent de continuer à se développer (une commune qui autorise la construction d'une CCGT ou celle d'un terminal GNL...). L'entregent du groupe est à mettre à son crédit.

D'opérateur virtuel, Poweo s'est transformé en acteur incontournable offrant une intégration verticale en cours : de la gazéification du gaz liquide (terminal du Havre) à un portefeuille de clients (80 000 à fin 2006), en passant par la génération gazière et éolienne. Le portefeuille de projets, bien fourni, est en voie de réalisation. Ce qu'a réalisé le management en l'espace de trois ans est, encore une fois, à mettre à son crédit.

Les objectifs commerciaux du groupe sont à la hauteur du défi et des réalisations : 1 million de clients résidentiels en 2010. Cet objectif fait ressortir une part de marché de l'ordre de 4%, ce qui n'est pas déraisonnable au regard du pourcentage de clients industriels qui ont fait le choix de fournisseurs alternatifs (près de 6% du marché). Outre le positionnement amont, la notoriété devrait permettre au groupe de s'imposer comme le fournisseur n°2 (n°3 au maximum) sur le marché derrière EDF (voire Gaz de France).

Évolution anticipée de la base de clientèle

	2005	2006	2007e	2010e	TMVA 06/10
Industriels électriques	64 800	75 300	102 500	185 000	25.2%
Industriels gaz	200	5 000	7 500	15 000	31.6%
Total PME/PMI	65 000	80 300	110 000	200 000	25.6%
Résidentiels	0	0	100 000	1 000 000	-

Source : SG Equity Research

En termes financiers, nous estimons que le groupe devrait atteindre ses objectifs.

Les objectifs du groupe Poweo

	2007	2010
Chiffre d'affaires	350 M€	> 1Md€
EBIT	« Exercice de transition »	4 à 5%

Source : SG Equity Research

Si l'exercice 2007 est « sacrifié » avec une perte opérationnelle, ce n'est que pour mieux préparer l'avenir commercial (investissements publicitaires). L'ensemble structuré en composition permettra de réaliser le haut de fourchette en termes de marge opérationnelle.

Prévisions SG Equity Research par rapport au consensus

Nous anticipons un résultat opérationnel positif en 2008 contre une perte pour le consensus. Cela provient selon nous : 1) de la prise en compte des derniers développements dans l'éolien ; 2) du fait que le contrat swap d'électricité est certainement plus rentable que ce que peuvent penser certains (coût de revient de la génération nucléaire) ; 3) d'un développement commercial plus agressif (dans nos anticipations).

Prévisions 2007 et 2008 – SG Equity Research vs consensus

(M€)	SG Equity Research		Consensus	
	2007e	2008e	2007e	2008e
Chiffre d'affaires	356	679	318	510
EBITDA	-11	23	-21	7
Marge	-3.1%	3.4%	-6.4%	1.4%
EBIT	-16	10	-28	-9
Marge	-4.5%	1.5%	-8.6%	-1.8%
RN pdg	-14	-4	-28	-8

Source : SG Equity Research

Nous estimons que le consensus devrait s'ajuster dans les semaines et mois à venir alors que le marché se libéralise le 1^{er} juillet. Le chiffre d'affaires du T3 et une communication ciblée sur le gain de clients seront des éléments moteurs.

Autres thèmes d'investissement

Autres scénarios et risques

Notre scénario actuel ne tient pas compte d'une augmentation de capital qui pourrait représenter un montant potentiel maximum de l'ordre de 200 M€ eu égard aux besoins de financement de l'entreprise, et qui lèverait ainsi l'hypothèque pesant sur les projets (le financement de l'ensemble du développement de Poweo va nécessiter 1.6 Md€). Même si le groupe dispose de partenaires solides, il ne fait aucun doute que le développement industriel de Poweo, entreprise intégrée verticalement sur le marché de l'énergie (seul opérateur français capable de concurrencer EDF), nécessite d'importants moyens.

Une intégration totale au sein de Verbund, société autrichienne, ne peut être exclue. Nous n'avons cependant pas retenu ce scénario. Verbund a déjà acquis 25% de l'entreprise (actions et ORA) et pourrait, à terme (2008 ?), acquérir le solde. Verbund dispose d'un cash flow solide et pourrait aisément financer le développement de l'entreprise.

Une telle hypothèse entraînerait le lancement d'une offre publique d'achat (et non pas d'échange), car Verbund ne peut pas diluer son actionnaire majoritaire, l'État autrichien (constitutionnellement, l'État autrichien doit détenir 50.01% de Verbund et la participation actuelle est de 51%).

Les risques sont multiples et tournent principalement autour de l'exécution des projets (retard, remise en cause, non-certification, accidents...). Poweo pourrait également ne pas atteindre ses objectifs commerciaux, mais cela ne constitue pas un risque majeur. Les financements (de projets) pourraient ne pas être mis en place et entraîner des pénalités ou une annulation des projets (au profit d'autres sociétés ?).

Événements à venir

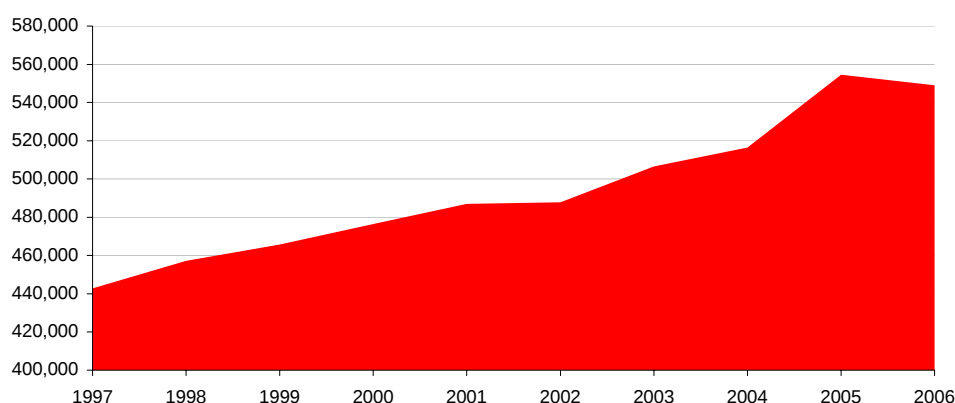
Le groupe a convoqué son assemblée générale pour le 15 mai 2007. L'avis publié au *Bulletin des annonces légales obligatoires* fait apparaître un nombre de droits de vote existants de 5 657 744.

Le marché français de l'électricité

De la production électrique....

Il est à noter que la production électrique a enregistré un recul en termes de volume en 2006, de l'ordre de 1% à 549 TWh.

Évolution de la production électrique française (TWh)



Source : RTE

Ce recul est avant tout dû à la fermeture d'un site industriel (de traitement des combustibles nucléaires du groupe Areva). Une analyse plus fine conduit à une poursuite de la progression de la consommation électrique. Cela n'est pas surprenant, du fait de l'explosion des appareils multimédias et des téléviseurs à écran plat (fortement consommateurs d'électricité — un écran plasma consomme 30 fois plus qu'un écran à tube cathodique).

... à la clientèle française

Le marché électrique français n'est pas totalement libéralisé puisque, depuis le 1^{er} juillet, seules les PME/PMI et sociétés industrielles peuvent choisir leur fournisseur. 4.7 millions de sites sont donc éligibles, soit 310 TWh de consommation annuelle.

Seule 5.9% de la clientèle éligible a fait le choix d'un fournisseur alternatif.

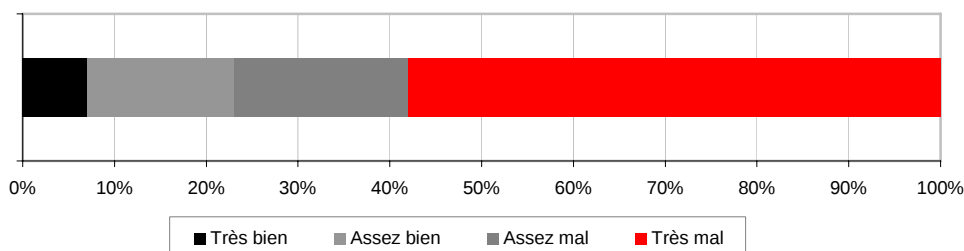
Synthèse du trimestre écoulé

Situation	au 01/01/2007	au 01/10/06
Sites éligibles	4 700 000	4 700 000
Sites titulaires d'un contrat aux prix de marché	740 600	676 900
Sites alimentés par un fournisseur alternatif	276 500	249 200
Parts de marché des alternatifs	5.9%	5.3%

Sources : SG Equity Research, Commission de régulation de l'énergie

Les clients industriels ne sont que 23% à assurer connaître suffisamment le marché pour changer de fournisseur selon une enquête BVA de décembre 2006 (source : site Internet de la CRE). A contrario, ils sont 66% à considérer que l'ouverture du marché est une bonne chose.

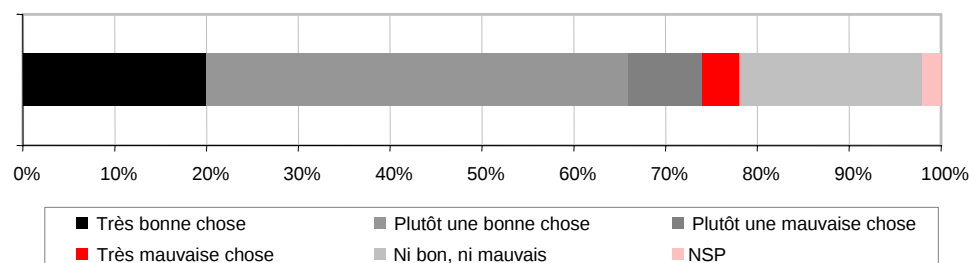
Si vous deviez changer de fournisseur électrique, connaissez-vous la marche à suivre ?



Source : BVA/Commission de Régulation de l'Energie

Les acteurs

Opinion spontanée à l'égard de l'ouverture du marché de l'électricité et du gaz



Source : BVA/Commission de Régulation de l'Energie

Le marché résidentiel français ne s'ouvrira à la concurrence que le 1^{er} juillet 2007.

La France : un marché concurrentiel ?

Le marché français, qui n'est pas considéré comme concurrentiel (en raison de la position d'EDF ?), est en fait relativement fourni en termes d'intervenants. Le tableau ci-après détaille les différents acteurs.

Les différents intervenants sur le marché français

Offre spécialisée dans le gaz	Offre spécialisée dans l'électricité	Offre mixte
Altergaz	Alterna	EDF Pro / EDF Entreprises
Distrigaz	Atel Énergie	Electrabel (Groupe Suez)
ENI Gas & Power	Avenis Trading	E.ON Group
Gas Natural	Compagnie nationale du Rhône (Suez)	Gaz de France
Gaz de Paris (Delostal et Thibault SA)	Direct Énergie	Iberdrola
Hydro Energy	EGL	Poweo
Total Énergie Gaz (TEGAZ)	Enel Trade	
Wingas	Enercoop	
	GEG Source d'énergies	
	HEW Énergies	
	KalibraXE	
	La Snet (Endesa France)	
	Sorégies	
	Soteg	
	Sigexy	
	UEM	

Sources : SG Equity Research, Commission de régulation de l'énergie

Qu'est-ce que Poweo ?

Présentation de Poweo

« Premier opérateur indépendant d'énergie » en France...

Poweo est présent sur le marché français depuis le 1^{er} janvier 2003 et dispose d'un réseau commercial en régions lui permettant de distribuer son offre. De plus, Poweo a obtenu une accréditation du ministère de l'Économie, des finances et de l'industrie et est enregistré auprès de la Commission de régulation de l'énergie. L'offre de Poweo s'adresse actuellement aux grands comptes et aux collectivités locales.

Poweo n'est pas le premier générateur indépendant français, ni même le premier opérateur indépendant, mais il est certes le plus connu (cf. graphique sur la notoriété globale des opérateurs). En fait, le groupe est « surtout indépendant ».

Dans la génération d'électricité, le groupe EDF est le leader français avec 92% de part de marché (hors quelques petits acteurs ou les groupes industriels qui disposent de leur propre génération électrique). Le second intervenant est le groupe Suez/Electrabel (actifs CNR/Shem/droits de tirage) avec 4.5% de part de marché.

Les intervenants français en génération électrique en 2006

	MW	%
EDF	98 810	92.2%
Groupe Suez/Electrabel	4 873	4.5%
Groupe Snet (Endesa)	2 500	2.3%
Gaz de France	1 025	1.0%
Poweo	0	0.0%
	107 208	100.0%

Source : SG Equity Research

L'objectif de Poweo peut sembler ambitieux car le management a indiqué vouloir disposer de 2 800 MW à cycle combiné au gaz à l'horizon 2012.

La marge théorique du marché électrique (par rapport à la demande de pointe) en France est assez faible (inférieure à 5%, selon notre partenaire Cap Gemini – document publié en octobre 2006, « Observatoire européen des marchés de l'énergie »), et à l'image de pays tels que la Hongrie, l'Angleterre, la Belgique, la Grèce. La marge de réserve constatée dans les pays de l'UCTE est de 4.8% en moyenne sur la période 2005/06 et en constante diminution. A partir de ce constat, il nous semble important de souligner les besoins de génération en France, surtout en pointe (pic de demande). Le type d'unité qui doit être construite pour répondre à ce besoin spécifique doit être flexible principalement. Le gaz répond à cette exigence absolue.

Il manquerait en France environ 5 000 à 10 000 MW de capacités flexibles (du gaz donc). Les prétentions de Poweo (2800 MW) sont donc à ce stade réalistes.

1) Il s'agit du calcul de puissance théorique maximal en France par rapport à la puissance appelée lors des points de consommation

Poweo disposerait d'une part de marché en génération de l'ordre de 2.5%, ce qui en ferait le troisième ou quatrième acteur en France. Cela n'est pas un objectif en soi mais permet d'ancrer le groupe dans le paysage énergétique français.

... associé à Verbund...

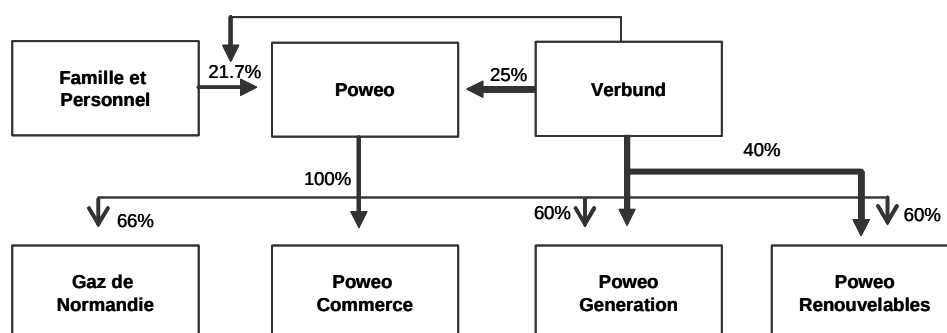
Le groupe Poweo s'est associé en 2006 avec le groupe Verbund en janvier 2006. Cette opération est considérée comme positive pour les deux sociétés. Pourquoi ?

Pour l'acheteur, Verbund Ce dernier souhaite ardemment se développer en Europe, mais n'a pas les moyens financiers d'effectuer d'importantes opérations de croissance externe. Verbund est détenu par l'État autrichien à 51% et ne peut diluer celui-ci car la Constitution autrichienne l'interdit (elle impose comme critère une détention minimum de 50.01% par l'État ou une entité parapublique, ville, province... de toute société de services publics collectifs, électricité notamment). Verbund doit donc prendre des tickets au sein d'opérateurs locaux pour étoffer son maillage territorial et investir le cash généré par son activité de production hydro-électrique.

Pour le vendeur, Poweo Il s'agit avant tout d'adosser l'entreprise à une société ayant une connaissance des marchés (trading, génération...) et susceptible de payer un prix juste pour prendre pied sur le marché français. Cela est d'autant plus important que l'acheteur doit se porter garant de Poweo (ce qu'a fait Verbund, non seulement en acquérant une participation dans les sociétés de génération) mais également en prêtant un concours de financement (avec un taux d'intérêt de marché).

Verbund dispose également à notre connaissance d'un droit de préemption sur les actions actuellement détenues par la famille Beigbeder (12.6%) et le personnel (9.1%). Au total, le groupe Verbund a déjà acquis 20% du capital, dispose d'obligations remboursables en actions (ORA) pour 5% supplémentaires du capital et détient des options pour 21.7%, ce qui lui confère in fine environ 47% du capital du groupe. Verbund détient également, depuis fin 2006, 40% des filiales de génération (gaz et énergies renouvelables).

Schéma des liens Poweo/Verbund



Source : SG Equity Research

... et soutenu par EDF

Le 3 janvier 2007, Poweo annonçait un échange de capacité avec le groupe EDF. Cet échange porte sur une durée de 15 ans et sur 160 MW de capacités nucléaires pour EDF et gazières pour Poweo. Quelles sont les raisons de ce swap ?

EDF dispose d'un parc de génération parmi les plus importants au monde (premier électricien nucléaire mondial, l'un des tout premiers électriciens hydroélectriques), mais son parc est à destination principale de l'électricité de base. EDF souffre d'un déficit de capacité de pointe (la consommation de pointe représente l'électricité utilisée par les consommateurs lors de fortes périodes d'appel, soit entre 7 heures et 9 heures, les heures du déjeuner et le soir à partir de 19 heures jusqu'à 22-23 heures).

En échangeant de l'électricité de pointe (160 MW dont disposera Poweo en 2008) contre de l'électricité nucléaire (160 MW dont EDF dispose déjà), le groupe leader français économise des coûts de développement et favorise, par la même occasion, le développement de la concurrence (souci premier de la Commission européenne).

Puissance développée comparée

	Nucléaire	CCGT
Puissance installée (MW)	160	160
Nombre d'heures annuelles	8760	8760
Taux d'utilisation	84%	50%
Puissance générée (GWh)	1 177	701

Source : SG Equity Research

L'électricité générée au profit de Poweo permet de fournir environ 120 000 sites professionnels ou 250 000 clients résidentiels. Rappelons que le groupe ne dispose à fin 2006 que de 75 300 sites professionnels clients et peut donc subvenir à ses besoins en génération jusqu'en 2008, selon nous.

De surcroît, l'électricité générée ne dispose pas d'un prix de revient similaire. Le prix de revient d'un MWh nucléaire serait inférieur de près de 50% à celui d'un MWh généré au gaz (58 € sur la base d'un prix du pétrole de l'ordre de 63 \$/b).

Le positionnement

Un développement accéléré des positions en France dans l'amont...

Le pipeline de projet du groupe Poweo est fourni :

- 2 800 MW de puissance installée avec des centrales au gaz à cycle combiné à horizon 2012.
- Un terminal GNL d'une capacité annuelle de 9 milliards de mètres cubes à l'horizon 2011.
- 400 MW de puissance éolienne à l'horizon 2012.
- 200 MW de puissance installée de type solaire à l'horizon 2012.

L'ensemble de ces investissements nécessite un effort financier conséquent que nous estimons à près de 2.6 Md€ (à 100% sans recours bancaire).

Les investissements financiers à l'horizon 2012 (à 100%)

(M€)	Valeur totale
Financement des centrales au gaz	1 550
Financement du terminal GNL	475
Financement de l'éolien	360
Financement du solaire	200
Montant total	2 585

Source : SG Equity Research

Poweo ne pourra financer seul l'ensemble de ces développements, même si le groupe a recours à des partenaires et des financements sans recours.

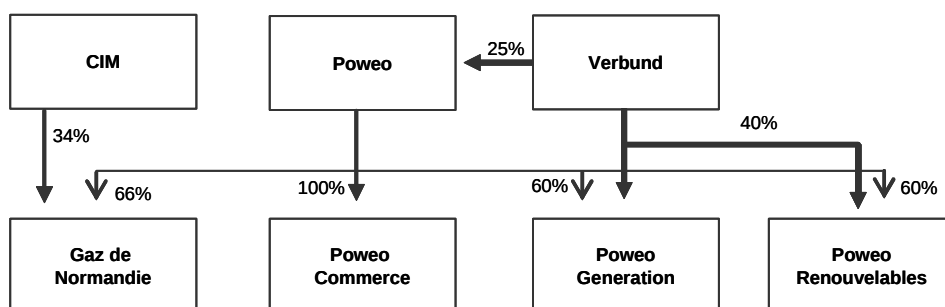
Nous estimons les besoins de financements du groupe à 465 M€ après prise en compte de la quote-part de Poweo au sein de chacun des projets et des financements sans recours qui seront mis en place.

Les investissements nets du groupe (quote-part après financements)

	Quote-part Poweo	Partenaire	% de financement sans recours	à financer par le groupe (M€)
Financement des centrales au gaz	60%	Verbund	30%	279
Financement du terminal GNL	66%	CIM	33%	103
Financement de l'éolien	60%	Verbund	30%	65
Financement du solaire	60%	Verbund	15%	18

Source : SG Equity Research

Présentation schématique de l'organisation du groupe



Année	2011	2010	2012	2012
Objectif	Terminal LNG	1.2m de clients	2800 MW	600 MW

Source : SG Equity Research

L'ensemble de ces investissements est destiné à assurer et à ancrer Poweo au sein du paysage électrique français.

... pour alimenter l'aval afin de satisfaire à des objectifs réalistes...

Les objectifs commerciaux du groupe sont clairs :

- 1 million de clients résidentiels d'ici à 2010 ;
- 200 000 clients industriels d'ici à 2010.

Cela correspond à une part de marché de 4% dans trois ans. Nous pensons que cet objectif est réaliste, la grande problématique étant l'investissement commercial de court terme (qui pèsera sur les comptes 2007) afin de conquérir cette base de clientèle.

Évolution anticipée de la base de clientèle

	2005	2006	2007e	2010e	TMVA 2006/10
Industriels électriques	64 800	75 300	102 500	185 000	25.2%
Industriels gaz	200	5 000	7 500	15 000	31.6%
Total PME/PMI	65 000	80 300	110 000	200 000	25.6%
Résidentiels	0	0	100 000	1 000 000	-

Source : SG Equity Research

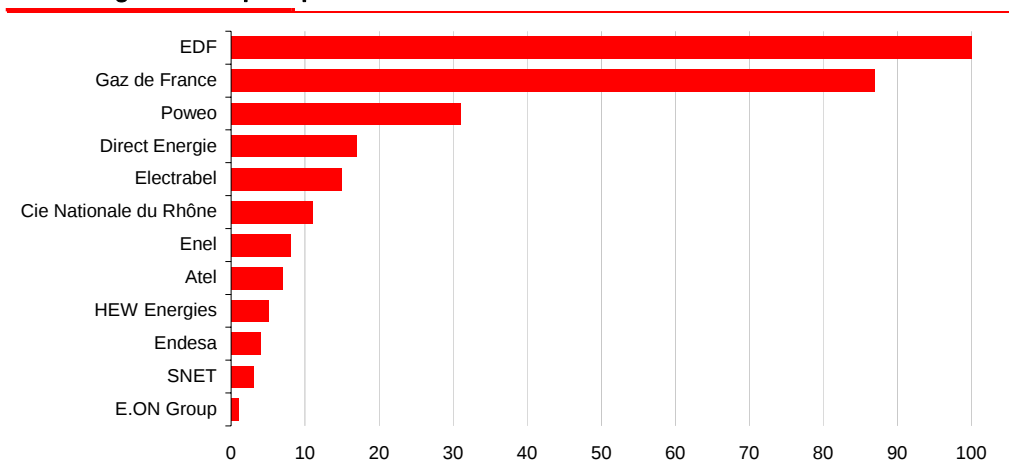
Notons que l'effort commercial du groupe (principalement des spots télévisés) a été réorienté récemment alors que le marché de l'électricité s'ouvre le 1^{er} juillet 2007. En effet, Poweo, qui jusqu'ici payait des pages de publicité sur des chaînes du « câble » (sponsoring des pages météo d'i-télé), se montre dorénavant via des spots publicitaires sur des chaînes « premium » (TF1 notamment). Le public touché s'avère plus large.

... car Poweo bénéficie d'une forte notoriété au sein du paysage concurrentiel

Un sondage du groupe BVA de janvier 2007 fait apparaître une notoriété forte de Poweo en France. Le groupe serait la troisième « marque française de l'énergie ».

Poweo met en avant une notoriété assistée de 13% auprès des CSP+ et de 31% auprès des entreprises (cf. graphique ci-après). Dans le gaz, Poweo est en troisième position, avec 34% de notoriété (derrière Gaz de France à 100% et EDF à 88%). Ces scores nous semblent fort satisfaisants pour une société qui reste encore une PME à l'échelle du marché électrique français.

Notoriété globale des principaux fournisseurs d'électricité



Source : BVA/Commission de régulation de l'électricité

Poweo et les énergies renouvelables

Dans son programme de développement de production d'électricité, Poweo intègre les différentes sources d'énergies renouvelables. Les premières initiatives concernent le développement dans l'éolien, avec l'acquisition d'Espace Eolien Développement (EED), mais le groupe anticipe également de poursuivre son développement dans le solaire, la petite hydraulique ainsi que la biomasse. Au total, comme nous l'avons déjà souligné, le groupe ambitionne une capacité installée de 600 MW en 2012.

Poweo et l'éolien

En mars 2007, Poweo a annoncé l'acquisition de EED pour 12 M€, dont 7 M€ à la finalisation de l'opération et 5 M€ sur 2 ans. EED est un développeur éolien reconnu, qui dispose de 254 MW en développement pour compte propre et de 450 MW pour compte de tiers. A noter que sur les 48 MW de permis obtenus, 36 MW sont en cours d'optimisation avec un changement de turbines programmé. En outre, parmi les 450 MW en développement pour compte de tiers, une partie pourrait être reprise en propre pour renforcer la capacité installée de Poweo.

Projets de développement éolien de EED en propre

(MW)	Permis obtenus	Permis déposés	En développement	Total
France	48	56	150	254

Source : EED

Au total, l'objectif de Poweo est de 400 MW éoliens installés, dont les premiers MW à l'horizon 2010. **La construction d'une CCGT avec l'appui de Verbund et des accords de construction avec GE et Siemens ont favorisé les accords d'accès aux turbines éoliennes pour la construction des MW à venir.**

Les autres énergies renouvelables

Au-delà de l'éolien, Poweo a des plans de développement dans :

- **L'hydroélectricité** Sur les 400 concessions de barrage de petite hydraulique, environ une dizaine par an doivent être renouvelées à partir de 2008. Le groupe Poweo investira pour obtenir des concessions sur 30 à 60 MW et se concentrera sur une région pour limiter les coûts de fonctionnement. Rappelons que Verbund est l'un des principaux opérateurs d'hydroélectricité en Europe.
- **La biomasse** Le groupe a dévoilé peu de choses concernant ses perspectives dans la biomasse, cependant il semble qu'il a des ambitions fortes dans ce secteur. Poweo a répondu à plusieurs appels d'offres dans le domaine. L'intérêt de la biomasse réside pour le groupe dans la cogénération et l'attente de nouveaux tarifs incitatifs.
- **Le solaire** Les développements démarrent. Les premières initiatives devraient être annoncées au S2 2007, dans le domaine des offres aux particuliers et des fermes solaires.

Les projets réalisés à mi-2007

Génération réalisée

Le groupe a lancé la construction d'une centrale CCGT (centrale au gaz à cycle combinée – « combined cycle gas turbine) d'une puissance de 412 MW à Pont-sur-Sambre.

Le besoin de financement est de 233 M€. Le groupe Verbund a apporté 207 M€ (taux moyen de 5.2%) sur la période 2007/2024, dont 183 M€ pour couvrir les dépenses d'investissements.

Le chiffre d'affaires de cette unité, qui sera connectée au réseau électrique en 2008, sera de l'ordre de 145/148 M€ par an avec un EBIT de 13 à 18 M€ par an.

Chiffres clés de la CCGT de 412 MW de Pont-sur-Sambre

(M€)	Min.	Max.
Chiffre d'affaires	145	155
EBIT	13	18
EBIT margin	9%	12%

Source : SG Equity Research

Verticalité gazière

Afin d'assurer son ancrage dans le paysage énergétique français, Verbund s'est développé dans le gaz naturel liquéfié en étant retenu pour la construction du terminal du port du Havre (nord-ouest français).

Le marché du GNL (source : Gaz de France)

- En 2005, les transactions mondiales de GNL ont porté sur près de 200 Mdm³ de gaz naturel, soit environ 21 % du commerce mondial de gaz naturel.
- Le marché concerne 28 pays, dont 15 exportateurs.
- Le marché spot de GNL se développe également : 23 milliards de m³ environ en 2005, soit 12% du commerce international de GNL.
- Perspective 2010 : le marché du GNL pourrait atteindre 225 milliards de m³.
- Gaz de France est présent sur la plupart des routes commerciales du GNL : particulièrement depuis l'Afrique et le Moyen-Orient vers l'Europe, l'Asie et l'Amérique du Nord.

Pourquoi construire un terminal gazier ? Principalement pour s'assurer un approvisionnement de gaz naturel, qui sera le principal (et seul d'ailleurs) combustible des centrales que développe le groupe.

En second lieu, pour capter une part de la croissance de ce marché et intégrer la marge amont.

Poweo avait soumissionné seul contre un autre projet pour ce terminal. Le port autonome du Havre a demandé aux deux protagonistes de se réunir au sein d'une société commune. Cela a donné naissance à Gaz de Normandie, société détenue à 66% par Poweo et 34% par la CIM.

La capacité de gazéification sera de 9 Mdm³ avec deux à trois réservoirs de stockage de 200 000 m³, ce qui permettra de recevoir environ 100 navires par an.

L'investissement total est de 450 à 500 M€.

Ce terminal devrait représenter 20% des capacités de gazéification à l'horizon 2014 en France.

Les terminaux LNG en France

Gm ³	Capacité actuelle	Capacité additionnelle	Capacité totale	Horizon
Gaz de France				
Montoir la Bretagne	10.0	6.5	16.5	2014
Fos Tonkin	7.0	-	7.0	
Fos Cavaou	-	8.3	8.3	2007
Poweo				
Le Havre	-	9.0	9.0	2011
4Gas				
Bordeaux	-	-	6.0	2012

Source : SG Equity Research

Un souffle de vent

L'entreprise a fait ses « deux premières acquisitions » dans l'éolien le 7 novembre 2006 avec les Moulins-de-Boulay et la Rose-des-vents lorrains. Ces développements correspondent à 22.5 MW (à 100%).

La dernière acquisition est plus « spectaculaire » et devrait rapidement porter ses fruits avec EED (Espace Éolien Développement), le 26 mars 2007. Nous avons déjà décrit au chapitre précédent cette acquisition.

Au total, le groupe qui souhaite détenir 400 MW d'éolien dans les prochaines années a déjà réalisé les deux tiers du chemin.

Le portefeuille acquis

	MW	Mise en service	% de détention	GWh	CA en M€ (est)
« Les Moulins-de-Boulay »	10.0	2008	100%	23.0	1.9
« La Rose-des-vents lorrains »	12.5	2007	24.5%	26.5	2.2
EED	254	nd	100%	445	36.5

Source : SG Equity Research

Les objectifs financiers

Les objectifs du groupe Poweo

	2007	2010
Chiffre d'affaires	350 M€	> 1 Md€
EBIT	« Exercice de transition »	4 à 5%

Source : SG Equity Research

Un sacrifice de court terme....

Le groupe anticipe un chiffre d'affaires de 350 M€ en 2007, avec une perte opérationnelle.

La perte opérationnelle est le fruit d'investissements massifs en publicité (un montant de plusieurs dizaines de millions d'euros) sur les chaînes « premium » françaises. Poweo a lancé une campagne publicitaire sur TF1 (première audience de France) dès avril/mai 2007 dans un souci de présence à l'aube de l'ouverture des marchés de l'électricité.

Cependant le groupe Poweo s'est engagé auprès du RTE à être responsable d'équilibre.

Les responsables d'équilibre (Source : RTE)

Dans les échanges entre acteurs du marché, les écarts entre prévisions et réalisations sont inévitables. Ces variations à la hausse et à la baisse se compensent largement, et il serait vain d'intervenir pour corriger chacun de ces écarts. L'important est de corriger l'écart global d'un périmètre d'échanges et de pouvoir en attribuer le coût.

Dans cet esprit, RTE a créé, dès octobre 2000, des contrats de responsables d'équilibre. Les responsables d'équilibre (souvent de grands producteurs) s'engagent auprès de RTE sur les écarts consolidés de leur « périmètre d'équilibre ». Les responsables d'équilibre peuvent également échanger, entre eux, des « blocs d'énergie », qu'ils notifient à RTE qui assure les ajustements nécessaires. S'il faut plus de courant que prévu, RTE le leur fournit, moyennant une compensation financière. S'il en faut moins, c'est RTE qui paie pour l'économie de fourniture réalisée.

Ce mécanisme permet aux acteurs d'un même périmètre d'équilibre de mutualiser leurs écarts.

Ce système est monté rapidement en puissance. RTE comptait 79 responsables d'équilibre en 2004, au lieu de 12 au départ. Les « échanges de blocs d'énergie » notifiés à RTE par ces grands acteurs sont passés de quelques dizaines à plusieurs centaines par jour, et ce sont 180 milliards de kWh qui ont ainsi été échangés en 2004 : un tiers du volume d'électricité consommé en France. Ils ont ainsi été les prémices d'un marché de gros de l'électricité dans notre pays. RTE a renforcé ses services aux responsables d'équilibre. Les notifications d'échange de bloc s'opéraient du jour pour le lendemain jusqu'en 2001. Elles sont passées à un rythme de six fois par jour à partir de 2002. Pour les sécuriser et les traiter en temps réel, RTE a mis au point une gestion automatisée.

Cette activité devrait permettre au groupe de limiter la perte d'exploitation de l'exercice en cours à environ 15 M€ après avoir dégagé un EBIT positif en 2006 (1.9 M€ retraités des éléments exceptionnels).

Nous estimons que le groupe, sans cet apport ponctuel, aurait dégagé une perte de l'ordre de 40 M€. Cela résulte du décalage existant entre l'investissement pour conquérir un client et les premières facturations envoyées à ces mêmes clients.

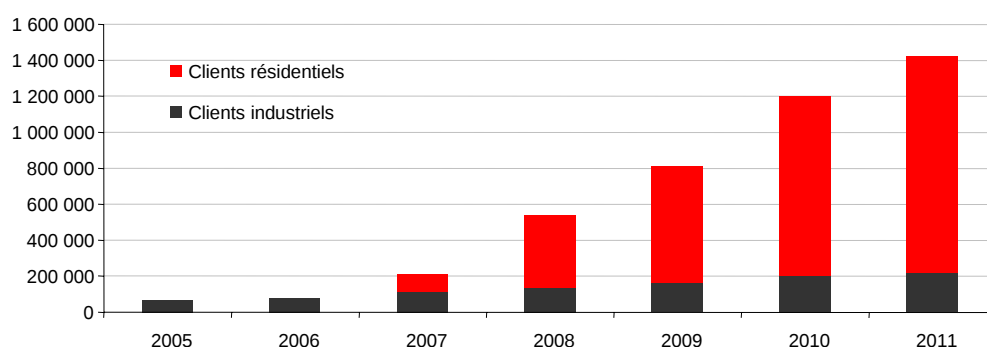
L'ouverture des marchés n'aura lieu qu'à partir du 1^{er} juillet. Même si nous estimons que le groupe sera capable de conquérir 100 000 clients dès l'exercice en cours, la pleine facturation de ceux-ci ne débutera qu'à partir de 2008. Au mieux, Poweo ne pourra facturer qu'une fraction de ceux-ci sur environ un trimestre.

Cette activité d'équilibre de réseau est possible grâce au swap d'énergie (disponible depuis le mois de janvier 2007) réalisé avec EDF.

... pour un quasi-équilibre en 2008...

Cette activité d'équilibre de réseau devrait se poursuivre en 2008 et être abandonnée en 2009, du fait d'un portefeuille de clients suffisant. En effet, à cet horizon, nous estimons que le groupe aura fort à faire avec la consommation électrique de sa base de clientèle et ne pourra plus utiliser l'énergie disponible pour quoi que ce soit d'autre.

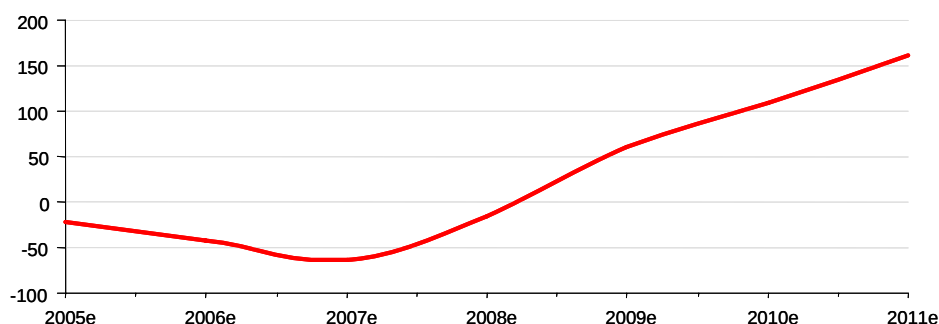
Évolution anticipée du portefeuille de clients



Source : SG Equity Research

Nous estimons donc que le portefeuille devrait permettre au groupe de dégager une marge positive sur l'activité de ventes d'énergies, à l'équilibre en 2008.

Évolution de la contribution en M€ de l'activité vente d'énergies



Source : SG Equity Research

... afin de satisfaire des objectifs de moyen terme

Dès 2010, l'activité commerciale devrait être appuyée par un outil de génération solide (CCGT, sourcing EDF...). Cela permettra au groupe, selon nous, de dégager une marge positive dans le haut de la fourchette de l'estimation du groupe (5%).

Rappelons que le swap EDF permet à Poweo de fournir 120 000 sites professionnels ou 250 000 sites résidentiels (le quart de l'objectif 2010).

Cette masse de clientèle devrait être donc extrêmement « rentable », car l'électricité acquise est « bon marché » avec un prix de revient estimé aux alentours des 30 €/MWh. Chaque client résidentiel (pour une consommation moyenne de 5 MWh) devrait donc laisser une marge substantielle que nous estimons à 40% (écart entre prix de vente hors transports et coûts d'approvisionnements), même si Poweo capte le client au prix du tarif intégré (pourtant l'un des moins chers d'Europe — cf. graphique des prix européens en annexe).

Poweo pourra se fournir sur la Bourse électrique française « Pownext » afin de pouvoir satisfaire à ses besoins en volume. Le groupe n'exclut pas, cependant, de conclure de nouveaux accords de type de celui conclut avec EDF.

Pownext : la Bourse de l'électricité en France (source : Pownext)

La transposition de la directive européenne de 1996 en France par la loi du 10 février 2000 a créé l'opportunité pour un groupe de partenaires comprenant BNP Paribas, ELIA (gestionnaire du réseau de transport électrique belge), EDF, Electrabel, RTE (gestionnaire du réseau de transport électrique français), Société Générale et TotalFinaElf, et à l'initiative d'Euronext, d'étudier la faisabilité d'un marché organisé de l'électricité en France. Après plus d'un an d'étude, les conclusions ont conduit à créer le 30/07/01 la société Pownext SA.

La société Pownext SA est une entreprise d'investissement disposant du statut de Système multilatéral de négociation assurant la gestion d'un marché organisé, facultatif et anonyme proposant :

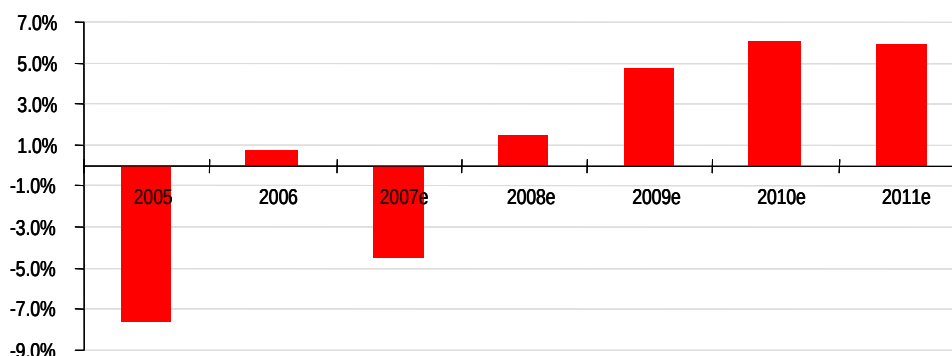
- Des contrats « Day-Ahead » pour la gestion du risque volume sur Pownext Day-Ahead™ depuis le 21 novembre 2001. Pownext® Day-Ahead fournit une référence de prix de court terme permettant de gérer le risque d'équilibrage ou de volume. Pownext® Day-Ahead regroupe 55 membres parmi des producteurs, fournisseurs, consommateurs éligibles, distributeurs et négociateurs.
- Des contrats à moyen terme pour la gestion du risque prix sur Pownext Futures™ depuis le 18 juin 2004. Pownext® Futures est considéré aujourd'hui comme une référence de prix du marché de moyen terme. Les animateurs de marché et les membres garantissent en permanence un marché de qualité sur l'ensemble de la courbe temporelle à un horizon 2010.

Doté d'un capital de 11.5 M€, Pownext SA réunit, parmi ses actionnaires, des acteurs européens majeurs du négoce de l'électricité et des marchés financiers.

En fait, l'exercice 2006 a été exceptionnellement robuste, soutenu par l'activité d'« Energy management » (49.7 M€, contre seulement 16.4 M€ en 2005). Cette activité est, selon nous, celle qui a permis au groupe d'enregistrer ce décalage positif profond en 2006. La contribution attendue en 2007 est, de fait, plus faible, avec 12.5 Md€ (contre 49.7 M€ en 2006).

Cela démontre la flexibilité et l'ingéniosité dont fait preuve le management de Poweo afin de profiter de toutes les opportunités de marché permettant d'établir le groupe sur le marché français.

Évolution de la marge opérationnelle annuelle (EBIT)

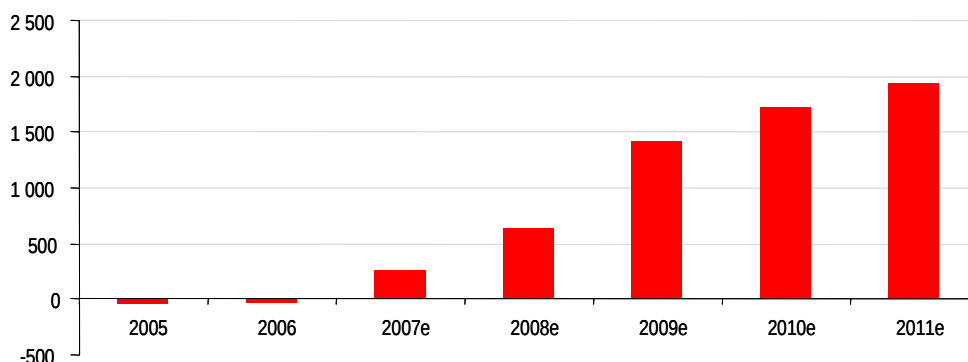


Source : SG Equity Research

Un nécessaire besoin de financement à moyen terme

Poweo ne peut cacher son nécessaire besoin de financement, qui devrait entraîner une augmentation de capital à moyen terme. Les différentes acquisitions (éoliens) et investissements (CCGT et GNL) vont entraîner une explosion de l'endettement (1.6 Md€ à horizon 2011).

Évolution anticipée de l'endettement



Source : SG Equity Research

A cet horizon (2011), et sans augmentation de capital, le gearing du groupe sera de 2 200%. Le groupe utilisera cependant les financements sans recours (financement de projet) et une aide sera apportée par le groupe Verbund pour tout ce qui concerne les outils de génération électrique (gaz et éolien). Nous pouvons de facto estimer que Poweo aura besoin d'un complément de capital de l'ordre de 200 M€, ce qui lui permettrait de contenir les ratios de dettes jusqu'en 2009.

Après une augmentation de capital de 200 M€ (hypothèse), le gearing du groupe à fin 2008 serait de l'ordre de 150%, un ratio tout à fait acceptable pour une entreprise en forte croissance.

Valorisation

Calcul de l'objectif de cours et valorisation fondamentale

DCF

Hypothèses du DCF

Nous avons retenu un WACC de 5.98% qui tient compte d'un bêta de 1.25. Le bêta de référence sur le titre est de 0.86 (source Bloomberg).

Valorisation (M€)		Coût moyen pondéré du capital (%)	
Valeur d'entreprise	345.9	Taux sans risque (10 ans)	3.77
dont estimations (%)	-302.0	Prime de risque marché	3.61
dont valeur terminale (%)	402.0	Bêta	1.2
		Coût du capital	8.3
Dette nette (-)/cash (+)	35.9	Coût de la dette après impôts	3.4
Minoritaires	1.5	WACC	5.98
Sociétés mises en équivalence	0.0	Croissance normalisée du CA (%)	5.0
Valeurs mobilières de placement	0.0	Marge d'EBIT normalisée (%)	7.6
Autres ajustements	0.0	Taux de conversion en cash normalisé (%)	117.4
Valeur estimée des FP	380.3	Taux de conversion en cash moy. 03/09 (%)	-653.5
DCF SG : FP/action (€)	63.2	Croissance à l'infini (%)	1.0

Source : SG Equity Research

DCF : calcul des cash flows disponibles

(M€)	Estimations (5 ans)					Estimations normalisées (6 ans)					
	12/07	12/08	12/09	12/10	12/11	12/12	12/13	12/14	12/15	12/16	12/17
Chiffre d'affaires	356.0	678.9	917.0	1 312.1	1 536.6	1 613.4	1 694.1	1 778.8	1 867.7	1 961.1	2 059.2
Croiss. du CA (%)		90.7	35.1	43.1	17.1	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0
EBIT	-15.9	9.9	43.2	79.7	90.7	123.3	129.5	136.0	142.7	149.9	157.4
Marge d'EBIT (%)	-4.5	1.5	4.7	6.1	5.9	7.6	7.6	7.6	7.6	7.6	7.6
Amortissements	5.0	13.0	40.0	60.0	106.0	78.4	82.3	86.4	90.7	95.3	100.0
Impôts	-3.4	5.5	7.8	1.3	-2.5	-43.2	-45.3	-47.6	-50.0	-52.5	-55.1
Invest. industriels	-273.7	-338.7	-795.0	-369.0	-319.0	-45.4	-47.7	-50.0	-52.5	-55.2	-57.9
Invest. industriels en % du CA	-76.9	-49.9	-86.7	-28.1	-20.8	-2.8	-2.8	-2.8	-2.8	-2.8	-2.8
Variation du BFR	-20.0	-10.0	-7.5	-10.0	-12.5	-11.5	-12.1	-12.7	-13.3	-14.0	-14.7
Autres mouvements cash	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Cash flow disponible	-308.0	-320.3	-711.5	-238.0	-137.4	101.6	106.7	112.0	117.6	123.5	129.7
VE/CI (x)	1.0	0.5	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
ROIC/WACC (x)	-1.0	0.4	0.6	0.8	0.7	0.7	0.7	0.8	0.8	0.9	0.9

Source : SG Equity Research

Analyse de sensibilité

La sensibilité au WACC est extrêmement importante. L'application du bêta Bloomberg (référence normée) ferait baisser le WACC à 5.27% et ferait ressortir une valorisation de 115 €.

		WACC (%)				
		4.98%	5.48%	5.98%	6.48%	6.98%
Croissance à l'infini (%)	0.0%	85.7	50.9	22.6	-0.6	-20.0
	0.5%	115.5	74.1	41.1	14.2	-7.9
	1.0%	152.8	102.5	63.2	31.8	6.3
	1.5%	200.8	138.1	90.3	53.0	23.1
	2.0%	265.0	183.9	124.3	78.8	43.3

Source : SG Equity Research

Autres méthodes de valorisation

Notre somme des parties

Nous avons retenu une somme des parties comme autre point de référence.

Nous avons retenu un ratio VE/EBITDA de 3.5x, soit une décote de près de 60% (pour tenir compte d'un niveau d'incertitude lié au développement commercial) par rapport au ratio sectoriel actuel du secteur Utilities de 9x pour l'exercice 2008. L'application de ce ratio ferait ressortir une valorisation supérieure à 115 €.

Notons que nous valorisons le terminal LNG au niveau du montant des investissements (nous avons actualisé la valeur de ce projet sur la base d'un taux de 8.5%). Le manque de données fiables ne nous permet pas d'établir de valorisation de cet actif bien qu'à terme, nous estimions que celui-ci se révélera générateur de valeur pour le titre.

Somme des parties — Poweo

(M€)	Commentaires	(x)	2007	en %	€ par action
Énergie	3.5x 2008 (décote de 60% sur le ratio sectoriel)		213	33.1%	35.4
VE/CA		0.40			
VE/EBITDA	En dessous du ratio sectoriel	3.50			
« Energy management »	1x CA		13	1.9%	2.1
Génération d'énergie	Projets à construire en 2008		124	19.3%	20.6
Ferme éolienne	22 MW de capacité installée		24	3.7%	3.9
	EED (valeur estimée)		62	9.7%	10.3
Projet GNL	9 Mdm ³ en 2011(discount de 8.5%)		208	32.3%	34.6
Valeur brute totale			643		106.9
Dette nette	Dette nette estimée à fin 2007		-266		-44.3
Valeur nette			377		62.6

Source : SG Equity Research

Exemple de valorisation de l'éolien

Concernant l'éolien du groupe, nous avons retenu le modèle de valorisation, ci-joint qui fait apparaître une valeur de 1.8 M€/MW (ci-dessous, exemple pour 10 MW). Nous avons retenu les critères indiqués dans le tableau suivant.

Critères retenus pour le modèle de valorisation

MW	10
Nombre d'heures	2 400
Prix (€/MWh)	82
Inflation	2%
Coût (k€)	14 000
Amortissement (15 ans)	933
Coût d'exploitation (k€)	350

Source : SG Equity Research

Modèle de valorisation de l'éolien (10 MW)

(M€)	N1	N2	N3	N4	N5	../...	N15	N16	N17	N18	N19	N20
Chiffre d'affaires	1 968	2 007	2 048	2 088	2 130		2 597	2 649	2 702	2 756	2 811	2 867
Variation		2.0%	2.0%	2.0%	2.0%		2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%
Coût d'exploitation	350	357	364	371	379		462	471	480	490	500	510
Marge opérationnelle	17.8%	17.8%	17.8%	17.8%	17.8%		17.8%	17.8%	17.8%	17.8%	17.8%	17.8%
EBIT	-9 582	1 450	1 483	1 517	1 551		1 935	2 178	2 221	2 266	2 311	2 357
Taux d'imposition théorique (%)	33%	33%	33%	33%	33%		33%	33%	33%	33%	33%	33%
IS	-3 162	479	490	501	512		639	719	733	748	763	778
Résultat d'exploitation après impôts	-9 582	1 450	1 483	1 517	1 551		1 296	1 459	1 488	1 518	1 548	1 579
Amortissements	11 200	200	200	200	200		200	0	0	0	0	0
Excédent brut d'exploitation ap. impôts	1 618	1 650	1 683	1 717	1 751		1 496	1 459	1 488	1 518	1 548	1 579
Cash flow disponible	1 618	1 650	1 683	1 717	1 751		1 496	1 459	1 488	1 518	1 548	1 579
Taux d'actualisation	1.000	0.947	0.896	0.848	0.803		0.464	0.439	0.416	0.393	0.372	0.352
Cash flow disponible actualisé	1 618	1 562	1 508	1 456	1 406		694	641	618	597	577	557
Somme des CF disponibles actualisés	17 909											

Calcul du WACC

Dettes nettes	11 200
Capitalisation	2 800
Capitalisation + dettes nettes	14 000
% en fonds propres	20%
% en dettes nettes	80%
OAT	3.77%
Prime de risque	3.51%
Bêta	2.0
Coût des fonds propres	10.79%
Coût de la dette	6.50%
Coût des dettes après impôts	4.36%
WACC	5.64%

Source : SG Equity Research

Un potentiel de valorisation à moyen terme inéluctable

Le fort développement du groupe entraîne une grande difficulté de valorisation. Une approche avec les comparables est rendue difficile, du fait de l'absence même de société du type de Poweo. Le groupe a une approche globale (intégration verticale) alors que la plupart des nouveaux entrants sur le marché de l'énergie se sont plutôt spécialisés :

- Direct Energie (www.direct-energie.com/) n'est principalement présent que dans la commercialisation de l'électricité.
- Exmar (www.exmar.be/) s'est spécialisé dans le transport maritime de GNL (et d'autres produits) et dispose déjà d'une flotte de bateaux.
- Golar LNG (www.golar.com/) est également présent dans le transport maritime de GNL et possède également des bateaux.
- Altergaz (www.altergaz.fr) commercialise du gaz en France (concurrent de Gaz de France au même titre que Poweo est concurrent d'EDF).
- Chenière (<http://www.cheniere.com/>) s'est positionné sur le segment du GNL aux États-Unis et développe des terminaux (4 au total)

Ces sociétés sont cotées sur les marchés français, belges ou américains.

Ratios de sociétés comparables

	EV/EBITDA			EV/EBIT			P/E		
	2007	2008	2009	2007	2008	2009	2007	2008	2009
Altergaz	-	16.5	4.9	-	23.8	5.8	-	53.4	10.4
Cheniere	-	-	18.4	-	-	21.1	-	67.4	10.4
Golar LNG	8.8	8.8	7.9	14.0	13.6	11.9	16.7	12.2	9.8
Exmar LNG	9.6	9.8	8.3	15.4	15.4	12.9	12.4	11.7	9.7
Moyenne	9.2	11.7	9.9	14.7	17.6	12.9	14.5	36.2	10.1

Sources : SG Equity Research & Bloomberg – hors valeurs négatives

Chenière et Altergaz sont les deux entreprises les plus proches, l'une et l'autre étant en phase de développement. La dispersion des ratios rend cependant erratique toute valorisation de Poweo. Celle-ci ressort au sein d'une fourchette de 4 € à 155 € (ratios de Chenière).

Annexes

Compte de résultat

Le compte de résultat en 2006 est positif, sous l'effet d'un profit de dilution de la filiale de génération au gaz. Ce profit de dilution est le résultat d'une entrée à hauteur de 40% du groupe Verbund au sein de la filiale pour un prix supérieur à la valeur comptable enregistrée au sein de Poweo.

Nous présentons une marge opérationnelle retraitée de cet élément, ce que ne fait pas Poweo.

Notons que l'« Energy management » (gestion de trading des certificats et de l'électricité sur les marchés) est une activité volatile qui a représenté 46 M€ en 2006. Nous anticipons 12.5 M€ au titre de l'exercice en cours mais ne pouvons ni estimer ni anticiper cette activité (très largement dépendante des capacités internes de trading du groupe).

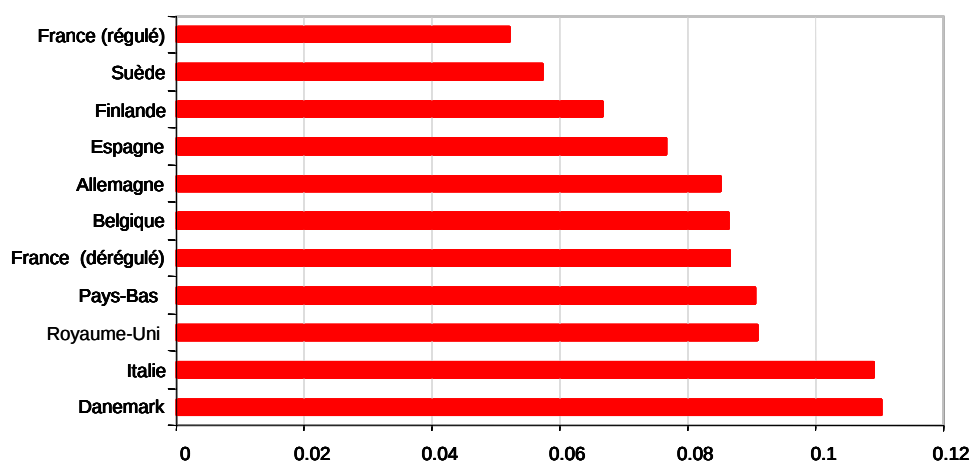
Bilan

Au 31/12/06, le groupe dispose d'une trésorerie positive de 36 M€, qui ne pourra pas supporter les besoins en financement d'infrastructures de génération (près de 1.6 Md€). Il existe donc à court terme un risque sur ce financement.

Le groupe ne dispose que de 103 M€ de fonds propres, ce qui ne permettrait pas (sur des bases théoriques normées) de lever plus de 200 M€ de dettes (230 M€ de financements assurés pour un total de 1.6 Md€).

Autres

Les tarifs électriques européens (moyenne 2006, €/kWh)



Source : SG Equity Research

AVERTISSEMENTS

<i>BNP Paribas</i>	<i>La Société Générale et ses filiales détiennent une participation de 1% ou plus dans BNP Paribas.</i>
<i>Capgemini</i>	<i>La Société Générale et ses filiales détiennent une participation de 1% ou plus dans Capgemini.</i>
<i>Capgemini</i>	<i>SG a été co-chef de file de l'augmentation de capital de Capgemini</i>
<i>Distrigaz</i>	<i>SG est conseil de Gaz de France dans son projet de fusion avec Suez</i>
<i>E.ON</i>	<i>La Société Générale et ses filiales détiennent une participation de 1% ou plus dans E.ON.</i>
<i>Endesa</i>	<i>La Société Générale et ses filiales détiennent une participation de 1% ou plus dans Endesa.</i>
<i>Endesa</i>	<i>SG a été Joint-mandated lead-arranger du financement de l'offre de Gas Natural sur Endesa</i>
<i>ENEL</i>	<i>SG est teneur de marché pour les warrants de Enel</i>
<i>ENI</i>	<i>SG est teneur de marché pour les warrants de Eni</i>
<i>Euronext</i>	<i>SG a été conseil de NYSE dans son projet de fusion avec Euronext et présentateur de l'offre publique proposée par NYSE Euronext sur Euronext</i>
<i>Gas Natural</i>	<i>La Société Générale et ses filiales détiennent une participation de 1% ou plus dans Gas Natural.</i>
<i>Gas Natural</i>	<i>SG a été Joint-mandated lead-arranger du financement de l'offre de Gas Natural sur Endesa</i>
<i>Gaz de France</i>	<i>La Société Générale et ses filiales détiennent une participation de 1% ou plus dans Gaz de France.</i>
<i>Gaz de France</i>	<i>SG a été conseil de Gaz de France dans le partenariat mis en place avec Camfin en Italie</i>
<i>Gaz de France</i>	<i>SG est conseil de Gaz de France dans son projet de fusion avec Suez</i>
<i>Iberdrola</i>	<i>SG a été seul teneur de livre de l'émission de titres obligataires senior (FRN 14/08/2008) par IBERDROLA</i>
<i>Poweo</i>	<i>SG est banque conseil de Poweo pour l'acquisition d'Espace Eolien Développement (EED)</i>
<i>Suez</i>	<i>La Société Générale et ses filiales détiennent une participation de 1% ou plus dans Suez.</i>
<i>Suez</i>	<i>SG est conseil de Gaz de France dans son projet de fusion avec Suez</i>
<i>TF1</i>	<i>La Société Générale et ses filiales détiennent une participation de 1% ou plus dans TF1.</i>

IMPORTANT DISCLAIMER: The information herein is not intended to be an offer to buy or sell, or a solicitation of an offer to buy or sell, any securities and including any expression of opinion, has been obtained from or is based upon sources believed to be reliable but is not guaranteed as to accuracy or completeness although Société Générale ("SG") believe it to be clear, fair and not misleading. SG, and their affiliated companies in the SG Group, may from time to time deal in, profit from the trading of, hold or act as market-makers or act as advisers, brokers or bankers in relation to the securities, or derivatives thereof, of persons, firms or entities mentioned in this document or be represented on the board of such persons, firms or entities. Employees of SG, and their affiliated companies in the SG Group, or individuals connected to them, other than the authors of this report, may from time to time have a position in or be holding any of the investments or related investments mentioned in this document. Each author of this report is not permitted to trade in or hold any of the investments or related investments which are the subject of this document. SG and their affiliated companies in the SG Group are under no obligation to disclose or take account of this document when advising or dealing with or for their customers. The views of SG reflected in this document may change without notice. To the maximum extent possible at law, SG does not accept any liability whatsoever arising from the use of the material or information contained herein. This research document is not intended for use by or targeted at private customers. Should a private customer obtain a copy of this report they should not base their investment decisions solely on the basis of this document but must seek independent financial advice.

This publication is issued in France by or through Société Générale ("SG") which is regulated by the AMF (Autorité des Marchés Financiers).

Notice to UK investors: This publication is issued in the United Kingdom by or through Société Générale ("SG") London Branch which is authorised and regulated by the Financial Services Authority ("FSA") for the conduct of its UK business. All materials provided by SG Fixed & Forex Research, SG Commodity Research, SG Convertible Research, SG Technical Research and SG Equity Derivatives Research are produced in circumstances such that it is not appropriate to characterize them as impartial as referred to in the Financial Services Authority Handbook. However, it must be made clear that all research issued by SG will be clear, fair and not misleading.

Notice To US Investors: This report is intended only for major US institutional investors pursuant to SEC Rule 15a-6. Any US person wishing to discuss this report or effect transactions in any security discussed herein should do so with or through SG Americas Securities, LLC ("SGAS") 1221 Avenue of the Americas, New York, NY 10020. (212)-278-6000. THIS RESEARCH REPORT IS PRODUCED BY SOCIÉTÉ GÉNÉRALE AND NOT SGAS.

Analyst Certification: Each author of this research report hereby certifies that (i) the views expressed in the research report accurately reflect his or her personal views about any and all of the subject securities or issuers and (ii) no part of his or her compensation was, is, or will be related, directly or indirectly, to the specific recommendations or views expressed in this report.

Notice to Japanese Investors: This report is distributed in Japan by Société Générale Securities (North Pacific) Ltd., Tokyo Branch, which is regulated by the Financial Services Agency of Japan. The products mentioned in this report may not be eligible for sale in Japan and they may not be suitable for all types of investors.

Notice to Australian Investors: Société Générale Australia Branch (ABN 71 092 516 286) (SG) takes responsibility for publishing this document. SG holds an AFSL no. 236651 issued under the Corporations Act 2001 (Cth) ("Act"). The information contained in this newsletter is only directed to recipients who are wholesale clients as defined under the Act.

US THIRD PARTY FOREIGN AFFILIATE RESEARCH DISCLOSURES:

The subject company of this research report currently is, or was during the 12-month period preceding the date of distribution of this report, a client of SG or its affiliates.

SG or its affiliates has received compensation for investment banking services from the subject company of this research report in the past 12 months.

SG or its affiliates expects to receive or intends to seek compensation for investment banking services from the subject company of this research report in the next 3 months.

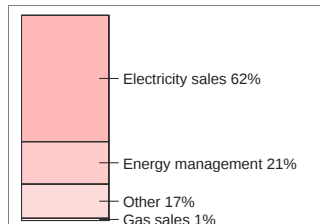
SG or its affiliates acts as a market maker or liquidity provider in the equities securities that are subject of this research report.

IMPORTANT DISCLOSURES: Please refer to our website: <http://www.sgresearch.socgen.com>

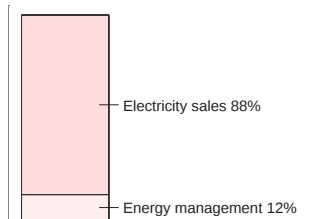
<http://www.sgcib.com>. Copyright: The Société Générale Group 2007. All rights reserved.

Equity Research

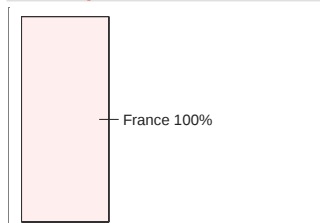
CA/division 06



EBIT/division 06



CA/zone géo. 06



Principaux actionnaires (%)

Verbund	20.3
C. Beigbeder	12.6
Personnel	9.1

Données normalisées

Marge d'EBITDA (%)	12.5
Croissance normalisée (%)	5.0

2006 is the first year of positive EBITDA.

The pipeline of projects will help Poweo to consolidate its position in the market but debt will rise leading to a capital increase sooner or later.

Electricité (France)

Poweo

Cours (02/05/07) Obj. cours 12m

ACHAT

51.8 €

62.0 €

Valorisation* (M€)	12/02	12/03	12/04	12/05	12/06	12/07e	12/08e	12/09e
Nb moy. d'actions (dilué)	nd	2.1	2.1	3.3	5.4	6.0	6.0	6.2
Cours moyen	nd	nd	11.83	29.12	29.00	51.75	51.75	51.75
Capitalisation moyenne (1)			24	107	148	293	293	311
Dette nette(-)/cash(+) (2)	nd	0	5	46	36	-267	-605	-1 370
Minoritaires (3)	nd	0	0	0	2	3	0	0
Actifs financiers (4)	nd	0	0	0	0	0	0	0
Autres ajustements (5)	nd	0	0	0	0	0	0	0
VE = (1) - (2) + (3) - (4) + (5)	nd	nd	19	61	114	563	899	1 681
PER (x)	nd	ns	ns	ns	ns	ns	ns	ns
Cours/cash flow (x)	nd	ns	ns	42.1	14.4	ns	1 264.7	10.5
Cours/cash flow disponible (x)	nd	ns	ns	ns	ns	ns	ns	ns
Cours/actif net (x)	nd	nd	3.9	2.2	1.7	3.5	3.6	3.9
VE/CA (x)	nd	nd	1.96	0.56	0.47	1.58	1.32	1.83
VE/EBITDA (x)	nd	ns	ns	ns	14.1	ns	39.3	20.2
Rendement (%)	nd	nd	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

Données par action (€)

BNPA SG (retraité)	nd	-0.53	-2.26	-2.42	-0.08	-2.62	-0.46	-0.34
Cash flow	nd	-0.49	-2.20	0.69	2.02	-4.72	0.04	4.91
Actif net	nd	0.02	3.02	13.24	17.30	14.89	14.36	13.13
Dividende	nd	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

Compte de résultats (M€)

Chiffre d'affaires	nd	0	10	110	244	356	679	917
Marge brute	nd	0	-3	5	25	20	61	121
EBITDA	nd	-1	-5	-5	8	-11	23	83
Dépréciation et amortissement	nd	0	0	-3	-6	-5	-13	-40
EBIT	nd	-1	-5	-8	2	-16	10	43
Pertes pour dépréciation d'actifs	0	0	0	0	0	0	0	0
Résultat financier	nd	0	0	0	1	-6	-21	-47
Eléments exceptionnels et hors exploitation	0	0	0	0	7	2	0	0
Impôts	nd	0	0	3	-3	6	8	1
Intérêts minoritaires	nd	0	0	0	0	0	0	0
Résultat net publié	nd	-1	-5	-5	7	-14	-3	-2
Résultat net retraité SG	nd	-1	-5	-8	0	-16	-3	-2

Tableau de financement (M€)

EBITDA	nd	-1	-5	-5	8	-11	23	83
Var. du BFR	nd	0	0	20	-3	-20	-10	-8
Autres variations de trésorerie (opérationnel)	0	0	0	-12	6	2	-13	-46
Cash flow opérationnel	nd	-1	-5	2	11	-29	0	30
Investissements industriels nets	nd	0	0	-11	-48	-274	-339	-795
Cash flow disponible	nd	-1	-5	-9	-37	-302	-339	-765
CF issu des opérations d'invest. (hors capex)	nd	0	0	0	0	0	0	0
CF issu des opérations de financement	nd	0	10	46	52	0	0	0
Var. nette de trésorerie (issue des CF)	nd	-1	5	38	15	-302	-339	-765

Bilan (M€)

Total actifs immobilisés	nd	0	1	19	43	300	626	1 381
dont immobilisations incorporelles	0	0	0	4	9	9	9	9
BFR	0	0	1	-1	35	35	54	62
Oblig. aux titres des avantages du personnel	nd	0	0	0	0	0	0	0
Fonds propres	nd	0	6	59	98	84	81	79
Intérêts minoritaires	nd	0	0	0	5	5	5	5
Provisions	nd	0	0	0	0	0	0	0
Dette nette (-)/cash (+)	nd	0	5	41	25	-267	-605	-1 370

Ratios

ROIC (%)	nd	nd	-511.7	-252.6	4.7	-5.8	1.3	2.7
ROE (%)	nd	nd	-148.8	-15.1	9.2	-15.4	-3.7	-3.0
Marge brute/CA (%)	nd	-153.0	-27.1	4.1	10.1	5.6	9.0	13.2
Marge d'EBITDA (%)	nd	-398.4	-47.6	-4.8	3.3	-3.1	3.4	9.1
Marge d'EBIT (%)	nd	-434.1	-48.7	-7.6	0.8	-4.5	1.5	4.7
Croiss. du CA (%)	nd	nd	ns	ns	ns	45.7	90.7	35.1
Croiss. organique du CA (%)	nd	0.0	3 658.4	1 030.3	118.3	47.9	90.7	35.1
Croiss. de l'EBITDA (%)	nd	nd	ns	-14.0	ns	ns	ns	ns
Croiss. de l'EBIT (%)	nd	nd	ns	-76.5	ns	ns	ns	ns
Croiss. du BNPA (%)	nd	nd	-325.5	-7.2	96.9	ns	82.6	24.9
Croiss. du dividende (%)	nd	nd	nd	nd	nd	nd	nd	nd
Cash conversion (%)	nd	91.6	97.3	143.9	-1 842.1	1 902.1	-3 302.1	-1 665.1
Dette nette/FP (%)	nd	ns	ns	ns	ns	298.3	ns	ns
MBA/dette nette (%)	nd	ns	ns	ns	ns	-4.1	1.6	2.7
Dividende versé/CF disponible (%)	nd	ns	ns	ns	ns	ns	ns	ns

En rouge : années IFRS

* Les ratios de valorisation historiques sont calculés à partir des cours et capitalisations boursières moyens historiques