



Les enjeux du *business plan* dans les énergies renouvelables

Comme pour les autres activités économiques, les projets d'énergies renouvelables n'échappent pas à l'exercice du *business plan*. Cet exercice revêt une importance particulière eu égard aux financements externes mobilisés dans ce secteur d'activité. Christophe Lahon, ancien directeur financier de Solairedirect, partage son expérience.

La difficulté du *business plan* d'une centrale de production d'énergie renouvelable ne réside pas tant dans la complexité de la modélisation que dans la correcte appréhension des hypothèses sous-jacentes. Le directeur financier devra vérifier la cohérence des hypothèses, afin de valider le modèle économique du projet et de s'assurer de sa crédibilité.

Disposer d'un *business plan* cohérent et réaliste est crucial pour un projet d'énergie renouvelable, afin de pouvoir mettre en place un financement de projet sans recourir sur les porteurs du projet ou bien de convaincre des investisseurs en capital. Ce *business plan* couvrira tant le compte de résultat que les flux de trésorerie, et s'accompagnera d'une analyse de sensibilité et du détail des hypothèses retenues.

LES PARTIES PRENANTES AU BUSINESS PLAN

Avant d'initier un *business plan* d'un projet de centrale de production d'énergie renouvelable, il convient tout d'abord d'identifier précisément les parties prenantes et en particulier les destinataires du *business plan*.

Les attentes d'un investisseur en capital et d'un prêteur qui financera le projet, le plus souvent sous forme de financement de projet, ne sont pas identiques¹. En tant que document de synthèse sur les prévisions financières, ces attentes différenciées donneront lieu à deux versions différentes du *business plan*, ces deux versions étant toutefois imbriquées.

Ainsi, un prêteur en financement de projet souhaite appréhender les flux financiers du projet de façon conservatrice, et regarde comme horizon la période

de remboursement de la dette projet. Un investisseur en capital, prendra en considération des hypothèses parfois moins conservatrices qu'un banquier, mais regardera attentivement les flux de trésorerie nets par période, et la construction dans le temps du TRI (Taux de Rendement Interne) sur toute la durée de vie des installations. En effet, certains investisseurs souhaitent recevoir des remontées de trésorerie tout le long de la vie du projet (ex : investisseurs institutionnels comme les assureurs et les fonds de pension), tandis que d'autres privilégieront une sortie in fine sous forme de plus-value (ex : fonds d'investissement type private equity). En pratique, l'hypothèse du gisement renouvelable diffère régulièrement entre les deux approches. Un banquier aura tendance à considérer une approche prudente, en général un « P90 », c'est à dire la valeur de productible, exprimée en kWh/kW avec un intervalle de confiance de 90 %, tandis qu'un investisseur en capital raisonnera sur une ressource plus élevée, soit en général un « P75 » voire un « P50 »².

Les deux approches sont cependant liées. Le *business plan* « bancaire » permettra de déterminer un profil de dette que le projet pourra soutenir. Ces hypothèses de financement sont alors injectées dans le *business plan* « investisseurs » au titre du service de la dette.

LES HYPOTHÈSES ET DONNÉES D'ENTRÉES DU BP, UNE ÉTAPE CRUCIALE

On pourrait penser que l'exercice de *business plan* relève exclusivement du travail de la direction financière. Cette vision est erronée.

L'un des critères de succès de la préparation d'un *business plan* est la collecte des hypothèses structurantes. Ces hypothèses relèvent de plusieurs départements de l'entreprise, en particulier (i) le département achats pour les hypothèses de coût d'acquisition des différents composants du projet mais aussi du type de technologie à retenir, le rendement associé (ratio de conversion entre l'énergie entrante et l'électricité produite en sortie d'installation) et de la disponibilité technique des équipements en lien avec les engagements au titre de la maintenance des installations, sujet en pratique assez complexe ; (ii) le département ingénierie pour ce qui concerne les données de productible (niveau d'ensoleillement ou de ressource éolienne...), (iii) l'équipe en charge des affaires réglementaires en ce qui concerne les hypothèses de prix de vente de l'électricité produite, que ce soit sous forme de contrat à long terme ou bien sous forme de prix de vente sur le marché. Enfin, la direction financière, outre son rôle de gardien du temple sur le modèle lui-même, fournira les hypothèses financières en matière de taux d'intérêts, et de taux de change notamment.

Comparé à une activité plus traditionnelle, le *business plan* d'un projet d'énergie renouvelable se caractérise par un horizon de temps lointain (au minimum 15 ans, fréquemment 20 ans et plus), contre 3 à 5 ans pour une activité industrielle et commerciale classique. Cet horizon de temps, que l'on retrouve égale-

ment dans les autres projets d'infrastructure, est rendu nécessaire par l'intensité capitalistique du secteur, où la construction du retour sur investissement s'apprécie sur très longue période, mais aussi par la maturité des financements associés (de 15 à 25 ans selon les projets d'énergie renouvelable). Par ailleurs, la fréquence de modélisation est mensuelle, là où un *business plan* d'une autre activité est plus souvent préparé sur une base trimestrielle ou annuelle.

Une des conséquences pratiques des montages en financement de projet sur la préparation du *business plan* est un niveau d'exigence élevé sur la crédibilité des hypothèses du modèle, en l'absence de recours possible envers l'actionnaire. Les partenaires financiers imposent ainsi aux porteurs de projet le recours à des cabinets d'ingénierie indépendants dont la compétence est reconnue sur le marché pour déterminer ou valider les principales hypothèses clés. Il en est ainsi pour le niveau de productible (ensoleillement, ressource éolienne...), le rendement des installations, mais aussi les coûts de maintenance prévisionnels, ces trois métriques étant structurants pour la détermination de la rentabilité de l'installation.

Une autre série d'hypothèses significatives concerne quelques éléments macro-économiques, comme l'évolution des prix à long terme de l'électricité, dès lors qu'une partie des *cash-flows* du projet repose sur des ventes sur le marché, notamment à l'issue du contrat d'obligation d'achat le cas échéant. Là encore, les investisseurs et prêteurs potentiels imposent le recours à des experts externes et reconnus, et s'appuient sur un scénario de prix prudent.

Enfin, et ce point prendra de plus en plus d'importance à l'avenir, comme l'illustre les débats autour de la COP21, la correcte appréhension des externalités relatives aux crédits carbone dont beaucoup de projets d'énergie renouvelable bénéficient, est un élément fondamental du *business plan*. Ce flux, même s'il ne représente pas le principal flux de revenus d'un projet d'énergie renouvelable, prendra une importance croissante dans les années à venir dans un contexte où le prix du carbone est amené à croître. Une modélisation rationnelle de cet élément de revenu contribuera à externaliser de la valeur additionnelle pour le projet, ce que ne saurait ignorer le porteur de projet.

UNE MODÉLISATION CLASSIQUE

Au-delà des particularités relatives aux hypothèses ci-dessus, la préparation d'un *business plan* d'un projet d'énergie renouvelable ne présente pas de grande spécificité par rapport à la modélisation d'autres activités économiques.

La structure du compte de résultat se traduit par un fort niveau d'Ebitda (70 à 85% du chiffre d'affaires), traduction d'une activité intense en investissements, le niveau d'EBIT étant fortement impacté par les amortissements des installations. Le niveau d'Ebitda découle directement des hypothèses structurantes précédemment évoquées, en particulier du



un soin particulier doit être apporté à la modélisation de l'impôt sur les sociétés

► niveau de la ressource solaire ou éolienne, les caractéristiques techniques de l'installation et du prix de vente de l'électricité produite.

Compte tenu de la structure de financement de projet régulièrement mise en place, un soin particulier doit être apporté à la modélisation de l'impôt sur les sociétés et autres avantages fiscaux existants liés aux activités d'énergie renouvelable, les règles fiscales applicables étant nombreuses et relativement complexes selon les pays (limitation de la déductibilité des intérêts d'emprunt, règles spécifiques sur les amortissements, règles de limitation des reports déficitaires). Dans un contexte nord-américain, la modélisation est rendue plus complexe par le recours à la monétisation des avantages fiscaux relatifs aux énergies renouvelables auprès d'investisseurs spécifiques.

Etant donné le fort recours à l'endettement de la plupart des projets, le résultat net tel qu'il ressort du *business plan* prend généralement la forme d'une « courbe en J ». En effet, le résultat net est grevé pendant les premières années d'exploitation par un niveau élevé d'intérêts financiers, traduisant le fort niveau de levier financier. Au fur à mesure des remboursements, le poids des intérêts diminue, et le résultat net se redresse, toutes choses égales par ailleurs. L'impact de la TVA sur le modèle est à apprécier finement. En effet, en période de construction, l'installation génère un fort niveau de TVA déductible, et donc un crédit de TVA en l'absence de revenus taxables. Le financement de la TVA payée sur les CAPEX fait souvent l'objet de la mise en place d'une ligne de financement court terme, remboursée au moment de l'encaissement du remboursement du crédit de TVA par les autorités fiscales. Par ailleurs, les aspects fiscaux du modèle sont souvent revus par un fiscaliste à la demande des partenaires financiers.

Enfin, les utilisateurs du *business plan* se concentrent sur l'analyse des flux de trésorerie et relativement peu sur le résultat net et/ou l'EBITDA du projet, et c'est aussi une spécificité du *business plan* des projets d'infrastructure et d'énergie renouvelable en particulier. En effet, un prêteur voudra appréhender via le *business plan* la capacité du projet à assumer le service de sa dette. Pour cela, la pratique du marché est d'utiliser un ratio de couverture de la dette, communément appelé DSCR (*Debt Service Coverage Ratio*)³. Les financements de projet incluant généralement un covenant portant sur un DSCR minimum, une attention particulière doit être portée à la mesure des *cash-flows* opérationnels du projet. Par ailleurs, c'est en partant d'une hypothèse de DSCR appliquée aux *cash-flows* opérationnels précédemment déterminés, que le modélisateur pourra déterminer les remboursements d'emprunt supportables par le projet, et par conséquent, le niveau d'endettement optimum pour le projet. Selon l'expression consacrée, le modélisateur « sculpte » la dette ! Un investisseur en capital regardera quant à lui les distributions prévisionnelles remontées du projet, synthèse de l'analyse des *cash-flows*. C'est sur la base de ces informations, et par application d'un TRI cible

de l'investisseur, que sera déterminée la valorisation du projet par actualisation des flux de trésorerie au TRI cible. Cette valorisation donnera bien évidemment lieu à discussion entre l'investisseur potentiel et le sponsor du projet, discussion qui portera principalement sur le TRI cible et sur les hypothèses structurantes du projet.

Enfin, les développeurs seront attentifs à modéliser et à présenter de la même façon les différents projets, afin d'en faciliter la revue par les partenaires financiers. Dans l'idéal, un nombre réduit de personnes interviendra sur la modélisation pour en faciliter la cohérence.

UNE INDISPENSABLE PRÉSENTATION STRUCTURÉE POUR CONVAINCRE LES PARTENAIRES FINANCIERS

Le travail autour du *business plan* ne s'arrête pas à la finalisation de la modélisation financière. La présentation d'un projet d'investissement à un partenaire financier consiste à préparer un dossier complet d'investissement, dont la modélisation financière est la brique principale.

En effet, un projet de production d'énergie renouvelable doit comprendre les éléments de contexte du projet : genèse du projet, localisation, pertinence du projet, contexte local, parties prenantes, choix technologiques... permettant à l'investisseur de se familiariser avec le projet et de valider son intérêt eu égard à une politique d'investissement. En second lieu, les hypothèses structurantes du projet seront explicitées dans le détail, ainsi que les caractéristiques des principaux contrats (construction, mais surtout détail des engagements pris au titre du contrat de maintenance notamment). Enfin, le modèle financier sera présenté dans le détail (*output* principaux...). Des analyses de sensibilité seront présentées sur les paramètres principaux, très utiles à l'analyse des risques d'investissement. Il va de soi que les hypothèses retenues seront crédibles et ne seront pas exagérément optimistes.

La qualité du *business plan*, appréciée tant au niveau des éléments financiers que dans la présentation du document, démontrera aux yeux du destinataire du *business plan* la crédibilité de l'acteur dans sa filière et sa capacité à mener à bien des projets. Afin de maximiser les chances de financer le projet dans de bonnes conditions, le *business plan* se doit d'être irréprochable tant sur le fond que la forme, pour accrocher l'œil des investisseurs et banquiers potentiels fortement sollicités et qui disposent très souvent d'équipes dédiées et de plus en plus pointues sur ces sujets. ●

1. Il s'agit d'un financement en dette généralement garanti uniquement par le projet, sans recours possible sur les actionnaires.

2. C'est à dire que le rendement de la centrale sera supérieur au seuil retenu dans 90% des cas.

3. Ce ratio est égal au cash-flow disponible pour le service de la dette divisé par le service de la dette.