

Transition Evergreen

Energie

Achat

Objectif de cours **4,50€ (vs 4,10€)**

Cours au 27/04/2023 2,62 €

Potentiel 71,8%

Données valeur

EGR.PA / EGR.FR	
Euronext Comp C	
Capitalisation (M€)	105,2
Nb de titres (en millions)	40,2
Volume moyen 12 mois (titres)	10 084
Extrêmes 12 mois	2,37 € 3,50 €

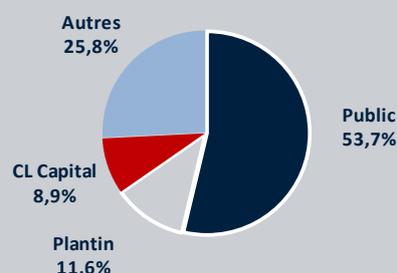
Performances boursières

Performances (%)	Ytd	1m	3m	12m
Perf. Absolue	-5,6%	-6,0%	-2,5%	-9,5%
Perf CAC Small	-0,3%	-0,9%	-5,3%	-9,7%

Données financières (en M€)

au 31/12	2021	2022e	2023e	2024e
CA	0,0	0,0	0,0	0,0
var %	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EBE	0,0	0,0	0,0	0,0
% CA	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
ROC	0,0	0,0	0,0	0,0
% CA	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
RN	0,0	0,0	0,0	0,0
% CA	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Bnpa (€)	0,00	0,00	0,00	0,00
ROCE (%)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
ROE (%)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Gearing (%)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Dette nette	0,0	0,0	0,0	0,0
Dividende n (€)	0,0	0,0	0,0	0,0
Yield (%)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Actionariat

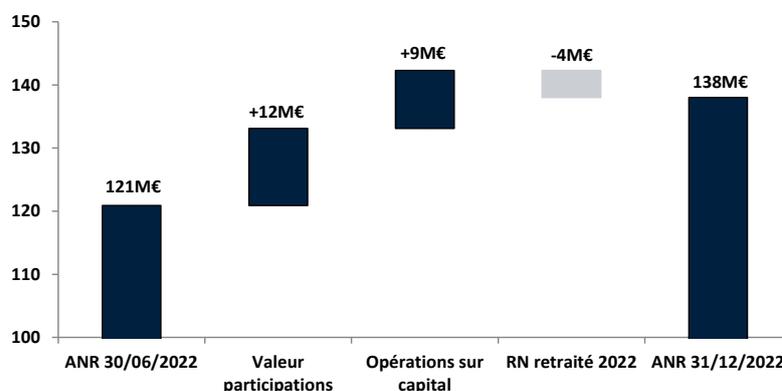


ANR en hausse et portefeuille toujours très dynamique

Publication des résultats et de l'ANR 2022

Transition Evergreen publie au titre de 2022 un ANR de 138 M€, en hausse de +32,8% par rapport à fin 2021 et de +14,2% par rapport au S1 2022. Par action (aucun instrument dilutif n'est en circulation à date), l'ANR ressort à 3,44€ contre 2,93€ un an auparavant (2,91€ post dilution). Au-delà des effets techniques inhérents à la gestion du fonds, ces chiffres soulignent la nette progression de la valeur patrimoniale des actifs de Transition, qui connaissent tous une excellente dynamique et une continuité dans leur croissance, autant que la réussite de l'approche méthodologique du fonds. Bien que peu pertinent pour ce type d'activités, le résultat opérationnel de la société de gestion ressort tout de même à 26 M€ (vs 35,4 M€ en 2021) et le résultat net à 21,6 M€ (vs 30,9 M€), pour des BPA de 0,59€/action (vs 0,87€/action en 2021).

ANR/action, bridge sur 6 mois (M€)



Sources: Factset, Euroland

Une franche revalorisation des actifs du portefeuille

Après prise en compte des différentes opérations sur capital (notamment une levée de fonds de 9M€ en numéraire, intervenue au cours du S2) et du RN (retraité des variations de juste valeur), la hausse de l'ANR est majoritairement tirée par la revalorisation des participations du groupe (+33 M€ sur un an, +12 M€ sur six mois). En prenant en compte la variation de 2021, la hausse relative de la valeur des actifs de Transition est d'ailleurs supérieure à +100 M€ sur deux ans.

Sur 2022, la revalorisation est tirée par trois principaux éléments: 1/ un contexte de marché (notamment depuis la guerre en Ukraine) entraînant un changement de paradigme: la part belle est à présent faite aux sociétés qui produisent une énergie à la fois renouvelable, nationale et souveraine (Evergaz/C4, Everwatt), 2/ un relèvement des BP des participations, qui compense l'impact de la hausse des taux d'actualisation et 3/ une évolution de la pondération des méthodes de valorisation des actifs, qui accorde désormais un poids plus important à la valorisation intrinsèque (DCF) et à l'approche par comparables, plus dynamiques que l'approche par transactions.

Une structure financière renforcée

Durant l'exercice, Transition Evergreen a procédé à une augmentation de capital de 12 M€ (dont 9M€ en numéraire) et à l'émission de deux obligations simples pour un total de 7,3 M€, portant les dettes obligataires du fonds à 16,7 M€. Post clôture, deux autres émissions obligataires ont été réalisées pour 5 M€. La société dispose aussi d'une avance en compte courant de 12 M€ (1 M€ ont été tirés jusqu'à présent) et se réserve le droit de procéder à de



Analyste
Pierre LAURENT
01 44 70 20 78
pl Laurent@elcorp.com



Retrouvez l'actualité boursière des small caps chaque jour dans votre boîte mail, gratuitement. [Inscription ici.](#)

nouvelles opérations en capital au cours de l'année afin de poursuivre le travail d'accompagnement des sociétés en portefeuille.

Une belle activité et de solides perspectives sur les participations

Evergaz (détection de c27% du capital au 31 décembre 2022). En 2022, la société a réalisé un CA agrégé (somme des CA détenus dans les filiales, pondérés selon la quote-part d'intérêt de la holding dans les filles. Inclut la quote part de CA généré par C4 dans le cas présent) de 36,6 M€. La dynamique opérationnelle reste très porteuse (démarrage de la construction d'une unité en Ile et Vilaine, augmentation de la capacité d'une autre unité dans le Morbihan), tout autant que l'attractivité de la société, qui a levé près de 5 M€ de financement participatif en début d'année. Le parc détenu par Evergaz devrait bientôt franchir les 50 unités.

Everwatt (détection de c72% du capital au 31 décembre 2022). Après avoir démarré la construction de sa première boucle d'autoconsommation collective d'envergure (3MW) dans une ZAE de l'Isère, ainsi que celle d'une première unité de production d'hydrogène vert en Espagne à travers sa filiale pHYnix, l'excellente tendance engagée sur Everwatt se poursuit. La société a participé à une augmentation de capital de 11 M€, en partenariat avec des financeurs locaux, de Selfee, qui propose des solutions d'autoconsommation territoriale. Une autre filiale du groupe, Boucl Energie, a finalisé en début d'année deux financements significatifs de 4 M€ (dette + equity) et de 34 M€ (equity, auprès de Conquest) respectivement afin de poursuivre le développement de boucles d'autoconsommation électrique en France. Une soixantaine de projets, répartis sur l'ensemble du territoire, sont actuellement à l'étude. La société a réalisé un CA agrégé de 12 M€ sur 2022.

Everwood (détection de c78% du capital au 31 décembre 2022). Plus de 9,3 M€ de chiffre d'affaires agrégé ont été enregistrés sur 2022. L'actualité capitalistique (acquisition de Brazeco, producteur et distributeur historique de la filière bois-énergie) de la filiale a été fournie en 2022. Sur le premier trimestre, Everwood est également entré en négociation exclusive avec un acteur international majeur de la gestion forestière pour l'acquisition d'une participation majoritaire. La structure d'Everwood a de plus été revue et simplifiée, afin de constituer deux pôles bien identifiés et d'excellence (d'un côté celui du bois énergie et de l'autre celui de la gestion d'actifs forestiers).

Safra (détection de c33% du capital au 31 décembre 2022). Le groupe a généré 13 M€ de CA en 2022 et a notamment remporté la plus importante commande de rétrofit de France, qui porte sur 15 autocars de la région Occitanie. Safra est actuellement dans l'attente de l'homologation du kit de rétrofit qu'elle utilisera pour honorer cette première commande. Le plan rétrofit, annoncé par les pouvoirs publics il y a quelques jours, va par ailleurs entièrement dans le sens du repositionnement de la société sur ce segment de marché et promet de belles choses à moyen et long terme.

Des ambitions revues à la hausse

Si toujours peu d'éléments chiffrés sont communiqués sur les sociétés en portefeuille (hors CA agrégés et estimés, et hypothèses de valorisation présentes dans le rapport annuel), nous accueillons positivement l'actualisation à trois ans de la guidance sur les principales participations du fonds. Les ambitions de Transition Evergreen sont à présent les suivantes:

- Evergaz: 145 M€ de CA en 2026, marge d'EBITDA de 30% (vs 120 M€ en 2025 pour le même niveau de marge)
- Everwatt: 149 M€ de CA en 2026, marge d'EBITDA de 30% (vs 130 M€ en 2025 pour une marge d'EBITDA >12%)
- Everwood: 110 M€ de CA en 2026, marge d'EBITDA de 10% (vs 65 M€ en 2025 et marge d'EBITDA >15%)
- Safra: 170 M€ de CA en 2026 au breakeven (vs 120 M€ en 2025 et marge >15%)



Analyste
Pierre LAURENT
01 44 70 20 78
plaurant@elcorp.com



Retrouvez l'actualité boursière des small caps chaque jour dans votre boîte mail, gratuitement. [Inscription ici.](#)

- Groupe C4: 50 M€ de CA en 2026 pour une marge d'EBITDA similaire à celle d'Evergaz (30%). Aucune guidance n'avait été fournie précédemment sur la société.

Une philosophie d'investissement qui marche et qui va perdurer

L'évolution et le développement du portefeuille de Transition prouvent peu à peu que la stratégie du fonds, qui a toujours été d'accompagner ses participations et d'accélérer leur passage à l'échelle, marche. Si nous attendons naturellement la première extériorisation significative de valeur sur l'un des actifs du fonds, nous jugeons que les éléments opérationnels dont nous disposons pour le moment, ainsi que la revalorisation comptable continue de presque l'ensemble des participations depuis plusieurs années, sont déjà suffisants pour confirmer la qualité et la fiabilité du modèle et de la méthodologie mis en place.

Par ailleurs, l'investissement dans des actifs d'infrastructure liés à la transition écologique, souvent à fortes intensités capitalistiques, nécessitent, entre autres, de la patience et du temps. La philosophie de Transition Evergreen, qui n'a aucune autre contrainte temporelle que celle de l'arrivée à maturité des sociétés qu'elle détient, lui permet d'en disposer. Evergaz est un bel exemple de réussite: après une première phase de montée en puissance d'environ 5 ans, dans laquelle Transition a mené une réelle approche de co-construction et de proactivité, la société est maintenant arrivée à sa taille critique pour constituer aujourd'hui un acteur de référence sur le marché du biogaz en Europe.

La force du modèle Transition réside dans sa répétabilité et sa capacité de « standardisation »: nous pensons que la société de gestion peut répliquer la même histoire sur ses autres participations, en appliquant la même recette et la même philosophie: se concentrer sur l'ingénierie opérationnelle des actifs et travailler principalement sur la partie convexe (ou « early ») de la courbe de maturité des sociétés du portefeuille pour en faire, à terme, des champions dans leurs verticales respectives.

ANR réévalué à 4,50€, recommandation à Achat confirmée

Suite à cette publication, nous avons mis à jour nos différentes hypothèses de calcul de l'ANR de Transition Evergreen: actualisation des BP avec les objectifs à 2026 et les trajectoires implicites de TCAM, nouvelle estimation du taux d'actualisation sur chacune des participations, revue des comparables boursiers, et bridge. Nous dérivons à présent un ANR (non dilué = dilué étant donné l'absence d'instruments dilutifs) de 4,50 € de notre somme des parties, contre 4,10 € précédemment. Notre recommandation reste à Achat et offre à présent un potentiel de hausse supérieur à 70%.



Analyste
Pierre LAURENT
01 44 70 20 78
plaurent@elcorp.com



Retrouvez l'actualité boursière des small caps chaque jour dans votre boîte mail, gratuitement. [Inscription ici.](#)

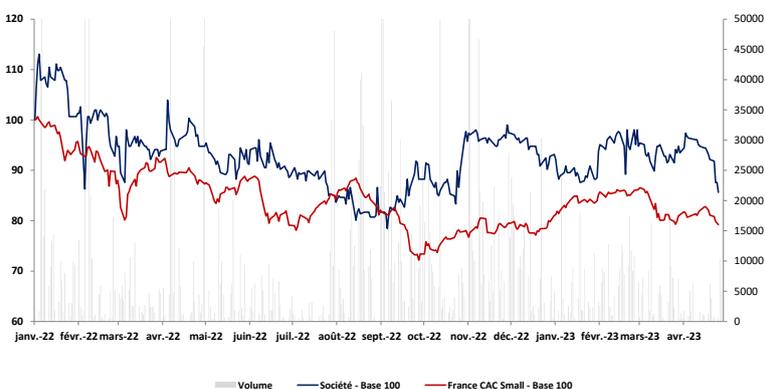
Présentation de la société

Premier fonds d'investissement coté entièrement dédié à la transition écologique, Transition Evergreen accompagne des PME françaises et européennes qui font de la décarbonation leur vecteur de développement.

Le fonds détient actuellement près de 10 participations, présentes sur différentes verticales (biogaz, filière bois, solaire, ou encore hydrogène) dans lesquelles il a investi plus de 55 M€ cumulés depuis sa création, en 2008, et qui totalisaient plus de 100 M€ de CA en 2022.

Avec un ANR qui a quadruplé en deux ans, ainsi que l'obtention fin mai 2022 du label Greenfin, premier label d'état dédié à la finance verte, Transition Evergreen semble idéalement positionné pour prospérer au sein d'un secteur aussi essentiel que porteur.

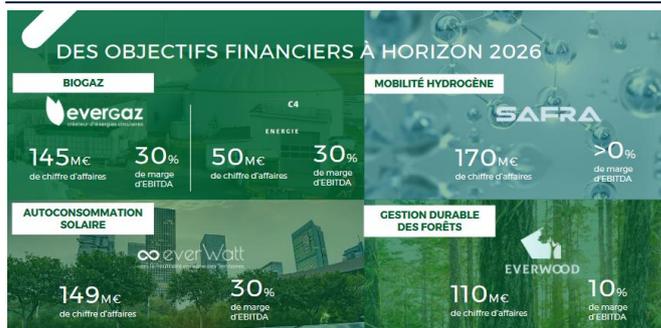
Evolution du cours (base 100)



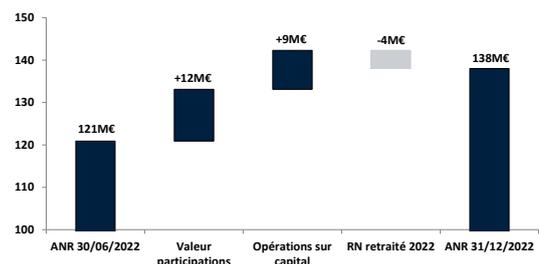
Argumentaire d'investissement

- Un portefeuille de qualité et diversifié.** Investi sur la majorité des verticales que compte la transition écologique, Transition Evergreen dispose d'un portefeuille « green » unique sur le marché, au sein duquel l'ensemble des participations devrait prospérer: que ce soit à travers Evergaz (un des leaders du biogaz en Europe), Everwatt (producteur d'énergies renouvelables décentralisées) ou encore Safra (premier constructeur français de bus à hydrogène), l'objectif de Transition est de créer, à terme, des champions français de la neutralité carbone.
- Un track record solide.** Fort d'une équipe de gestion expérimentée et d'un track record qui parle pour lui-même, le fonds dispose de très solides atouts. A titre d'exemple, la principale success story d'Evergreen est une société dans le biogaz, Evergaz, fondée en 2008, bien en amont de l'engouement général autour de la transition écologique. A cette époque, très peu de gens ont parié sur une thématique alors peu mise en lumière. La direction de Transition l'a fait, et avec grand succès. C'est un réel gage de qualité en termes de gestion et de vision sur un marché de plus en plus concurrentiel.
- Une approche de gestion long-terme et industrielle.** Evergreen recherche une vraie logique de co-construction avec les entreprises dans lesquelles il investit, de partenariat. Il existe une réelle volonté d'accompagner les projets, de les aider, de trouver des synergies entre les participations et de contribuer à leur ancrage territorial. Cette vision entrepreneuriale de l'investissement a très bien fonctionné jusqu'à présent puisque toutes les participations du fonds connaissent la croissance et que le track record des investissements du fonds est excellent, avec un TRI supérieur à celui du marché.

Perspectives des participations détenues



Evolution de l'ANR au 31/12/2022 (M€)



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 0% 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 0% 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 de recommandations:

Achat: Depuis le 23/11/2021

Accumuler: (-)

Neutre: (-)

Alléger: (-)

Vente: (-)

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.

DETECTION DE CONFLITS D'INTERETS POTENTIELS

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	Non	Non	Oui

« Disclaimer / Avertissement »

La présente étude a été préparée par EuroLand Corporate indépendamment de Transition Evergreen (la « Société ») 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."