Initiation de couverture – 29/01/2026

EXEL Industries / Industrie

Capitalisation (M€)	257,9	Ticker	Euronext Paris
Objectif de cours	50 €	Nb de titres (en millions)	6,8
Cours au 28/01/2026	38,0 €	Volume moyen 12m (titres)	1 092
Potentiel	*32,1%*	Extrêmes 12m (€)	31,60€/46,40€

Achat

Cultiver la valeur sur le long terme

Spécialiste mondial des solutions de pulvérisation agricole et industrielle, EXEL Industries dispose d'un savoir-faire reconnu dans les domaines de l'agriculture, de l'industrie et du jardin. Soutenu par une dynamique favorable dans les agroéquipements, le groupe bénéficie d'une bonne visibilité structurelle, d'un positionnement technologique différenciant (R&D internalisée, marques fortes comme Tecnoma, Hardi, Hozelock, Sames) et d'une exposition équilibrée entre marchés matures et émergents. Sa stratégie de diversification renforce sa résilience et prépare le terrain à une croissance plus régulière. Avec une amélioration attendue des marges, un modèle asset light et une structure financière saine (ratios d'endettement maitrisés, génération de cash récurrente), EXEL Industries semble bien positionné pour retrouver durablement une trajectoire de création de valeur. Nous initions le suivi avec une recommandation Achat et un objectif de cours de 50€, soit un potentiel de hausse de +32%.

Renan Kerourio - Analyste - 01 44 70 20 96 - rkerourio@elcorp.com

Snapshot

Société familiale fondée en 1952 et toujours contrôlée par la famille Ballu, EXEL Industries est un groupe industriel français spécialisé dans la conception, la fabrication et la commercialisation de matériels de pulvérisation pour l'agriculture, l'industrie et le jardin grand public. Initialement centré sur l'agriculture, l'entreprise a progressivement élargi son empreinte sectorielle via une stratégie de croissances externes ciblées, lui permettant d'atteindre une taille critique sur ses marchés et de diversifier ses relais de croissance.

Le groupe, qui réalise près du milliard d'euros de chiffre d'affaires, évolue aujourd'hui sur des marchés structurellement porteurs, à la croisée des enjeux de productivité agricole, de transition écologique et de transformation industrielle. L'agriculture de précision, les exigences réglementaires en matière de protection des cultures, ainsi que la demande croissante en solutions écoresponsables dans l'industrie et le grand public, constituent autant de moteurs de croissance pour EXEL Industries. Le marché mondial de la pulvérisation agricole, activité clé, est ainsi attendu en croissance de l'ordre de +7% par an sur la période 2026-2032 selon les données de marché, tandis que la demande pour les technologies de pulvérisation industrielle devrait suivre une dynamique plus importante, estimée à +4% par an.

Leader sur ses métiers historiques (n°1 mondial sur la pulvérisation viticole), EXEL Industries dispose d'un portefeuille de marques fortes (Sames, Tecnoma, Berthoud, Agrifac, Hardi, CMC, etc.), d'un savoir-faire industriel reconnu, et d'un maillage territorial dense à l'international (Europe, Amérique du Nord, Asie). Le groupe bénéficie d'un modèle intégré, combinant R&D, production, distribution et services, qui lui confère réactivité, maîtrise des coûts et capacité d'innovation.

Malgré un carnet de commandes encore modéré à fin 2024/25, la société dispose d'un taux de marge opérationnelle maitrisé de 3,8%, une situation financière solide (dette nette ex IFRS 16 de 72,1 M€) ainsi que d'un management expérimenté. Ces fondamentaux lui confèrent une base saine pour conjuguer croissance et amélioration progressive de la rentabilité au cours des prochains exercices.

Dans un contexte où les valeurs industrielles à fort levier technologique sont recherchées, EXEL Industries offre un point d'entrée attractif, avec une valorisation raisonnable (VE/EBITDA 2026e : 3,8x), un rendement intéressant (dividende yield >2 %) et un profil de croissance durable. Nous initions la couverture avec une recommandation Achat et un objectif de cours de 50 €, soit un potentiel de hausse de +32% par rapport au cours actuel.

Renan Kerourio - Analyste - 01 44 70 20 96 - rkerourio@elcorp.com

EXEL Industries /*Industrie*

EXEL Industries est un groupe familial français qui conçoit, fabrique et commercialise des biens d'équipement et services associés qui permettent à ses clients de gagner en efficacité, en productivité, et d'atteindre leurs objectifs environnementaux et sociétaux.

En 2024/25, la société a généré un chiffre d'affaires de 983 M€ sur les segments des agroéquipements (56,1% CA), des loisirs (jardin et nautique) pour 14,5% du CA et de l'industrie (29,4% CA).

Pourquoi investir dans EXEL Industries ?

Une dynamique de croissance intéressante : TCAM 20-25 **+5%**

Une appréciation de la rentabilité : Marge d'EBITDA 2026/27e **8,4%**

Un modèle asset light : **CAPEX historique moyen** **>2% CA**

Un bilan sain : Dette nette ex IFRS 16/ EBITDA **1,0x en 2024/25**

Un profil d'acquéreur en série : Un track record > **20 opérations**

Un potentiel d'upside important : **> 32%** de potentiel de hausse du titre

Renan Kerourio - Analyste - 01 44 70 20 96 - rkerourio@elcorp.com

Sommaire

Table des matières

POURQUOI INVESTIR DANS EXEL INDUSTRIES ? 3

SOMMAIRE 4

SWOT 5

THESE D'INVESTISSEMENT 6

HISTORIQUE ET ACTIVITES 7

UNE HISTOIRE FAMILIALE 9

UN MODELE QUI S'EST DIVERSIFIE ET INTERNATIONALISE 11

UNE EXPERTISE HISTORIQUE DANS L'AGRICULTURE 13

UN PROFIL D'ACQUEREUR EN SERIE 21

LE MARCHE AGRICOLE FRANCHIT UN POINT BAS AVANT D'ENGAGER SON REDRESSEMENT 23

HISTORIQUE DE PERFORMANCE 46

PERSPECTIVES STRATEGIQUES ET FINANCIERES 52

VALORISATION ET OBJECTIF DE COURS 58

Renan Kerourio - Analyste - 01 44 70 20 96 - rkerourio@elcorp.com

SWOT

S

Forces

- Un positionnement solide sur le marché
- Un mix géographique équilibré entre marchés matures et émergents
- Une expertise technologique et un savoir-faire industriel difficilement réplicables
- Un rendement intéressant

W

Faiblesses

- Des activités assez cycliques
- Une forte concurrence
- Une croissance organique plutôt modérée

O

Opportunités

- Un potentiel de croissance externe encore significatif
- Le développement de services dans le mix
- Une forte empreinte dans la transition écologique

T

Menaces

- L'évolution des règlementations environnementales et agricoles
- Des matières premières volatiles

Renan Kerourio - Analyste - 01 44 70 20 96 - rkerourio@elcorp.com

Thèse d'investissement

Une diversification réussie

Au cours du temps, EXEL Industries est parvenu à élargir son périmètre d'activité, réduisant ainsi son exposition aux cycles agricoles traditionnels. Longtemps sensible aux variations des prix des matières premières et aux rythmes de production du secteur, le groupe s'appuie désormais sur le développement de l'agriculture de précision, l'extension de son offre d'équipements industriels et la croissance du segment jardin pour atténuer cette volatilité. Cette évolution s'accompagne d'une diversification géographique et sectorielle qui limite l'influence des conjonctures locales et contribue à une trajectoire de revenus plus régulière dans la durée.

Des avantages concurrentiels identifiés

EXEL Industries possède des avantages concurrentiels solides. L'entreprise bénéficie de marques de renommées internationales telles que Hardi, Sames, Tecnoma ou encore Berthoud, bien établies sur des marchés clés. De plus, son expertise dans la conception d'équipements innovants, notamment dans le domaine de l'agriculture de précision, la place en tête de file dans des segments à forte demande de solutions technologiques avancées. Ces atouts, combinés à une approche centrée sur l'innovation continue et l'amélioration des procédés, assurent à EXEL Industries une position stratégique sur un marché concurrentiel.

Un bilan renforcé et une génération de cash qui progresse

Au cours des dernières années, EXEL Industries est parvenu à renforcer son bilan, notamment grâce à une gestion rigoureuse de ses coûts et une stratégie de développement maîtrisé. Cette solidité financière se traduit par un ratio d'endettement relativement faible (dette nette ex IFRS 16 / EBITDA de 1,0x à fin septembre 2025), permettant à l'entreprise de faire face à d'éventuels chocs économiques tout en maintenant un niveau de liquidité suffisant pour soutenir ses investissements et sa stratégie de croissance. De plus, la génération de trésorerie montre des signes positifs d'amélioration, soutenue par l'optimisation du BFR (46,5 M€ de FCF en 2024/25). Cette situation renforce la capacité d'EXEL Industries à financer ses projets de développement, ses acquisitions stratégiques et à rémunérer ses actionnaires par le biais de dividendes réguliers (taux de distribution autour de 25%).

Un acquéreur en série

Avec 17 opérations en 24 années, EXEL Industries a démontré sa capacité à identifier et à intégrer efficacement des acquisitions, ce qui lui offre l'opportunité d'élargir son portefeuille de produits, d'accroître sa part de marché et de renforcer sa compétitivité. Son profil d'acquéreur en série constitue un moteur de croissance externe, favorisant l'accès à de nouvelles technologies et l'extension de son réseau de distribution à l'international.

Renan Kerourio - Analyste - 01 44 70 20 96 - rkerourio@elcorp.com

Historique et activités

Un leader qui s'est construit sur 70 ans

Groupe industriel familial français, EXEL Industries est un acteur majeur dans la conception, la fabrication et la commercialisation d'équipements de pulvérisation, historiquement dédiés au monde agricole. Depuis sa création, le groupe s'est progressivement diversifié, consolidant ses positions sur des marchés de niche à forte valeur ajoutée, tels que la pulvérisation industrielle, les équipements de récolte et plus récemment les activités de loisirs nautiques.

L'histoire d'EXEL Industries débute en 1946, lorsque Vincent Ballu, pionnier visionnaire, conçoit et fabrique le premier tracteur enjambeur à destination des vignobles champenois de la maison Moët & Chandon. Cet engin, spécifiquement adapté aux contraintes des vignes étroites, marque le point de départ d'un savoir-faire technologique qui perdure encore aujourd'hui. En 1952, il fonde la société familiale TECNOMA afin de commercialiser ses tracteurs. L'année suivante, TECNOMA devient également concessionnaire des pulvérisateurs VERMOREL, avant d'en racheter la marque en 1966, consolidant ainsi ses positions sur le marché de la pulvérisation agricole.

À la suite du décès de Vincent Ballu en 1980, son fils Patrick Ballu prend la direction de l'entreprise, qui emploie alors 300 collaborateurs pour un chiffre d'affaires annuel de 12 M€. La structuration du groupe prend une nouvelle dimension avec la création, en 1987, de la société EXEL, holding familiale de la famille Ballu. Une stratégie d'acquisition soutenue est ensuite initiée à partir de 1989. En l'espace de onze ans, six entreprises sont intégrées, permettant au groupe d'atteindre un chiffre d'affaires de 183 M€ en 2000, dont 30% réalisés à l'international. L'acquisition de Kremlin en 1996, (complétée plus tard par celles de Rexson, Sames et Intec), leader français de la pulvérisation industrielle et très implanté à l'international, marque la première diversification du Groupe.

Entre 2001 et 2012, EXEL Industries poursuit activement son expansion externe, avec huit nouvelles acquisitions. Le chiffre d'affaires franchit alors le cap des 430 M€, dont 60% hors de France. En 2011, Guerric Ballu succède à son père en tant que directeur général, marquant ainsi la transmission à la troisième génération.

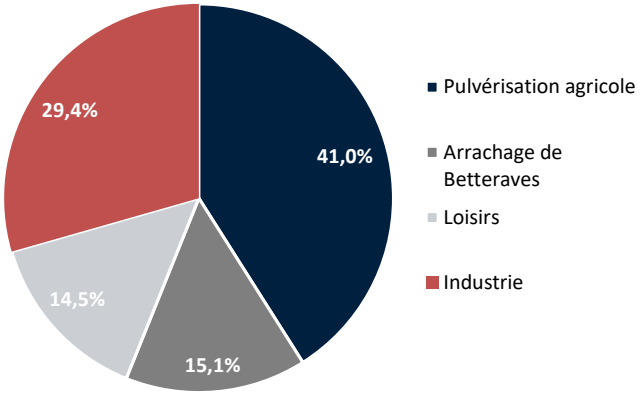
Les années 2012 et 2013 constituent des étapes structurantes. En 2012, avec l'acquisition de Hozelock, le Groupe opère sa deuxième diversification dans l'équipement de jardin. En 2013, l'acquisition de la société allemande HOLMER, spécialiste mondial de l'arrachage de betteraves, fait d'EXEL Industries le leader mondial sur ce marché spécifique. Le groupe se réorganise alors autour de quatre pôles d'activités : pulvérisation agricole, arrachage de betteraves, jardin et pulvérisation industrielle.

En 2019, EXEL Industries franchit un cap dans sa gouvernance avec la nomination d'Yves Belegaud au poste de directeur général. Il devient ainsi le premier dirigeant du groupe extérieur à la famille fondatrice. Cette nouvelle gouvernance accompagne la poursuite

de la diversification du groupe : en 2021, les acquisitions des marques WAUQUIEZ, RHEA MARINE et TOFINOU signent l'entrée du groupe dans l'industrie nautique, désormais intégrée au sein de l'activité Loisirs, aux côtés du segment Jardin.

Aujourd'hui, EXEL Industries est un groupe industriel avec une position de leader sur ses marchés. La pulvérisation agricole, métier historique, domine toujours le mix de chiffre d'affaires à hauteur de 41,0% sur la base de l'exercice fiscal 2024/25. Elle est suivie par l'activité Industrie (29,4%), les équipements dédiés à l'arrachage de betteraves (15,1%) et enfin, le segment loisirs, qui regroupe le nautique et le jardin, pour près de 14,5% du CA.

Répartition du chiffre d'affaires par segment, 2024/25 (%)



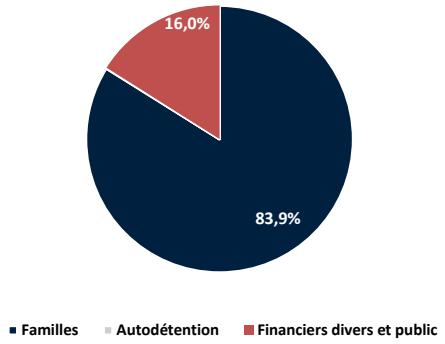
Sources : Société, Euroland Corporate

Renan Kerourio - Analyste - 01 44 70 20 96 - rkerourio@elcorp.com

Une histoire familiale

Le capital d'EXEL Industries est détenu à 83,9% par la famille Ballu, dont 13,3% directement par Patrick Ballu et sa famille et 70,6% par la société EXEL (SAS) dont l'actionnariat est composé exclusivement de membres de la famille. Le reste est détenu pour 16,0% par le public.

Composition actionnariale du groupe au 30/09/2025



Sources : Société, Euroland Corporate

L'équipe dirigeante

L'équipe dirigeante est constituée du Directeur Général d'EXEL Industries et des Directeurs et Directrices de fonctions regroupés dans la holding du Groupe, ainsi que des Directeurs Généraux des principales sociétés. Depuis le 20 décembre 2023, la Direction Générale est assurée par Daniel Tragus, qui est assisté de deux Directeurs Généraux Délégués : Marc Ballu et Cyril Ballu.

Daniel Tragus – Directeur Général
Ingénieur ICAM de formation et diplômé d'un Executive MBA d'HEC Paris, qui a réalisé l'intégralité de sa carrière dans des sociétés du groupe EXEL Industries. Dès 1988, il a occupé diverses fonctions techniques et managériales chez KREMLIN, l'un des leaders mondiaux de la pulvérisation industrielle. Il en a pris la direction générale en 1999. Daniel TRAGUS a, par ailleurs, joué un rôle central dans l'intégration des sociétés HARDI, AGRIFAC, HOLMER et ET Works. De 2016 jusqu'à sa nomination au poste de Directeur Général en 2023, il est en charge de la stratégie, du M&A et de la propriété intellectuelle du Groupe.

Marc Ballu – Directeur Général Délégué, Directeur Général Hozelock, Tricoflex, Administrateur

Marc Ballu occupe le poste de Directeur Général Délégué d'EXEL Industries, en charge des activités Hozelock et Tricoflex, spécialisées dans l'arrosage grand public et les tuyaux techniques.

Cyril Ballu – Directeur Général Délégué, en charge de l'industrie Nautique

Cyril Ballu est membre du conseil d'administration et également Directeur Général Délégué d'EXEL Industries et dirige la division nautique du groupe, un axe de diversification stratégique amorcé depuis 2021.

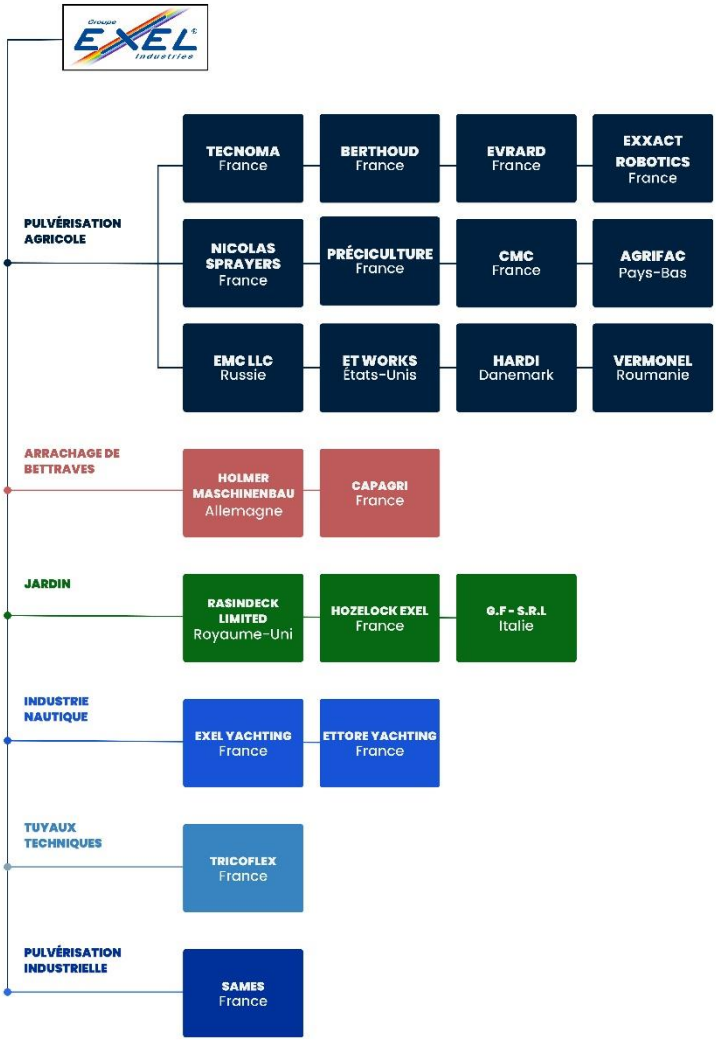
Guillaume Jacq –Directeur Financier du groupe EXEL Industries

Nommé en novembre 2024. Diplômé de Grenoble École de Management et d'un MBA de l'Université du Kentucky (États-Unis), Guillaume Jacq a débuté sa carrière en 2004 dans l'agroalimentaire en tant que contrôleur de gestion commercial. En 2008, il intègre le groupe Imerys, leader mondial de l'extraction et de la transformation de minéraux industriels, afin d'occuper plusieurs rôles de direction financière en France, Autriche et Suisse. En 2020, Guillaume rejoint Bostik, l'une des branches du groupe de chimie Arkema, dont il prend la direction financière pour l'activité Construction & Consumer. Puis, en 2022, il intègre et participe au développement de Northern Graphite, société minière canadienne, cotée à la bourse de Toronto, spécialisée dans l'extraction et la transformation de graphite naturel.

Un modèle qui s'est diversifié et internationalisé

L'organisation des filiales du groupe EXEL Industries est structurée autour de ses principaux pôles d'activité. Historiquement centré sur la pulvérisation agricole, le groupe s'est progressivement diversifié dans des segments complémentaires : l'arrachage de betteraves, le jardin, le nautisme, les tuyaux techniques et la pulvérisation industrielle. Chaque branche regroupe plusieurs marques à forte notoriété, implantées en France et à l'international (États-Unis, Royaume-Uni, Danemark, etc.). Cette structuration illustre la profondeur industrielle du groupe ainsi que la logique de spécialisation par marché. Elle traduit également une volonté de mailler ses marchés cibles tout en maintenant une proximité géographique avec ses clients. Le modèle est désormais très décentralisé et chacune des BU est gérée de manière indépendante avec des marques qui ont su garder leur identité propre.

Filiales du groupe à fin septembre 2025

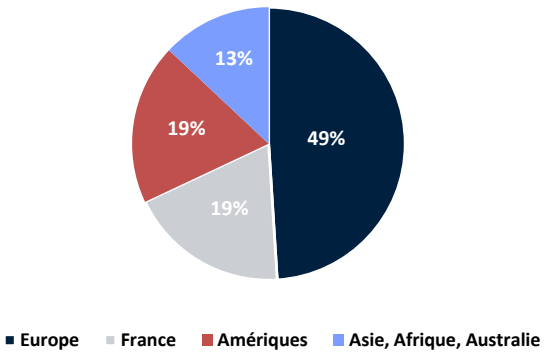


Sources : Société, Euroland Corporate

Le modèle du groupe repose sur une holding centralisant les fonctions transversales (financement, M&A, RH, …) et des activités opérationnelles autonomes sur l'ensemble de la chaîne de valeur. Côté fournisseurs, le groupe est très diversifié. EXEL Industries recherche la mutualisation et l'effet d'échelle lorsque plusieurs fournisseurs sont susceptibles de fournir le même produit à plusieurs filiales.

Le groupe a réalisé un chiffre d'affaires de 983,1 M€ au 30 septembre 2025. Il consacre plus de 4% de ses ventes à la R&D et emploie 3 759 collaborateurs CDI dans une trentaine de pays avec 24 sites de production. Les équipes R&D innovent sur chacun des sites, en France comme à l'étranger. Les politiques de développement sont définies en commun. Chaque filiale décline ensuite sa stratégie technologique selon ses marchés propres et son positionnement.

Mix géographique du CA, 2024/25 (%)



Sources : Société, Euroland Corporate

Une expertise historique dans l'agriculture

1. Agroéquipements

a. La pulvérisation agricole : pilier du groupe (41,0% CA 2024-25, 403,3 M€)

La pulvérisation agricole constitue la principale source de revenus du groupe EXEL Industries, représentant 41,0% du chiffre d'affaires 2024/25. Ce segment, intégré à la division Agroéquipements, mobilise près de 1 641 collaborateurs répartis sur 10 sites de production.

Cette activité vise à protéger et optimiser les rendements des cultures en apportant aux plantes, avec une précision maximale, la dose de produits phytopharmaceutiques ou de fertilisants dont elles ont besoin. Les pulvérisateurs agricoles d'EXEL Industries sont conçus pour répondre aux besoins variés des exploitants œuvrant dans des filières telles que le maraîchage, la polyculture-élevage, les grandes cultures, les cultures industrielles, l'arboriculture et la viticulture.

Les équipements proposés vont du pulvérisateur porté ou traîné par un tracteur au modèle automoteur, avec des prix allant de 10 000 € à 600 000 € par produit, en fonction de leur taille, de leurs performances et, du degré de sophistication et de technologies intégrées. Pour répondre à la diversité des profils d'exploitation, le groupe propose une gamme complète, modulable en fonction de critères comme la largeur de rampe, la hauteur de travail, ou la capacité de cuve. Les pulvérisateurs peuvent également être équipés des technologies les plus avancées : guidage GPS, régulation automatique de la pulvérisation selon la vitesse, commande électronique des buses, caméras embarquées, suivi du sol, déplacement autonome, etc.

Chaque grande marque du groupe, **AGRIFAC, APACHE, BERTHOUD, EVRARD, HARDI, MATROT, NICOLAS et TECNOMA** propose une large gamme de pulvérisateurs afin de couvrir l'ensemble des besoins du marché agricole.

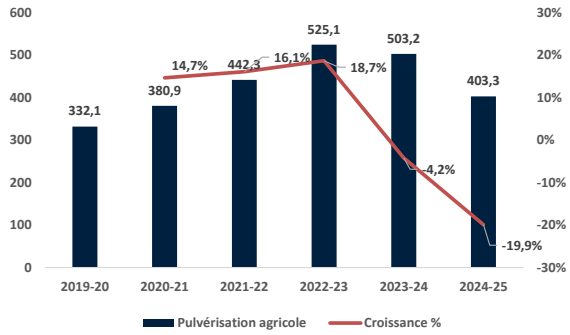
Automoteur phare de Tecnoma : le LASER

Les dernières innovations dans la pulvérisation agricole ont permis d'augmenter la précision des traitements afin de réduire les consommations de produits phytosanitaires d'une part et de faciliter le travail des utilisateurs en automatisant les tâches et en simplifiant les décisions. Cette précision affinée a été rendue possible par

l'intégration et la maîtrise de nombreuses technologies, comme le positionnement satellitaire, la détection 3D par caméra ou l'analyse des plantes par l'intelligence artificielle. Des véhicules autonomes sont également développés. Le robot de traitement viticole TRAXX est actuellement exploité dans les vignes. L'appareil à moteur thermique est dédié au travail du sol mais un module pulvérisation est en cours de développement, en attendant une version à hydrogène.

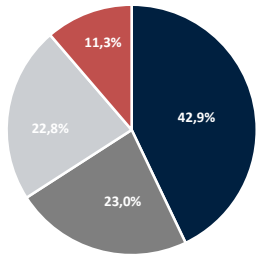
Métier historique du groupe, la pulvérisation agricole a subi un net ralentissement depuis deux exercices, après avoir atteint un pic d'activité de 525,1 M€ en 2022/23. Cette tendance s'explique par un double phénomène : i) des prix agricoles moins favorables, qui incitent les exploitants à reporter ou réduire leurs investissements, et ii) un niveau de stocks encore élevé chez les distributeurs, qui pèse sur la demande. Cette conjoncture a entraîné un repli significatif des volumes, qui reviennent à une saisonnalité plus classique après plusieurs exercices atypiques. Surtout, le secteur pâtit d'un environnement conjoncturel plus tendu, marqué par un climat des affaires dégradé et une visibilité réduite à court terme.

Évolution du CA Pulvérisation agricole, 2020-2025



Sources : Société, Euroland Corporate

Répartition géographique à fin 2024/25



Sources : Société, Euroland Corporate

Pour cette activité, EXEL Industries dispose d'un portefeuille clients peu concentré. Les cinq plus gros donneurs d'ordre représentent 8,9% du chiffre d'affaires 2024/25, contre 10,4% l'année précédente, le premier client à lui seul représentant 4,6%.

Les équipements sont principalement vendus à des distributeurs de machines agricoles, qui assurent non seulement les démonstrations, la vente et la mise en route, mais également le service après-vente, la reprise et la revente de matériels d'occasion.

Chaque marque du groupe déploie sa propre stratégie commerciale à travers son propre réseau de distribution. Cette politique de différenciation, fondée sur une logique « multimarque » et « multiréseau », répond à plusieurs objectifs : couvrir efficacement le territoire géographique grâce à une segmentation fine, capitaliser sur la fidélité des agriculteurs à leur marque de pulvérisateur, préserver les parts de marché historiquement acquises par chacune des marques, et proposer aux distributeurs une offre réellement différenciante face à la concurrence, favorisant ainsi leur fidélisation.

b. Arrachage de betteraves (15,1% du CA 2024-25, 148,1 M€)

Avec un chiffre d'affaires de 148,1 M€ au 30 septembre 2025, le segment arrachage de betteraves représente 15,1% du mix de l'activité du groupe. EXEL Industries conçoit, fabrique et commercialise une offre complète dédiée à la récolte de betteraves, structurée autour de trois grandes familles de produits :

- Les arracheuses intégrales de betteraves
- Les déterreurs de betteraves
- Les porteurs de grandes et moyennes capacités

Cette activité est principalement portée par Holmer, société allemande du groupe, qui se positionne comme un leader sur ce marché. Holmer propose des arracheuses de betteraves intégrales, des avaleuses de tas ainsi que des porteurs de fortes et moyennes capacités, reconnus pour leur robustesse et leur performance. Sur ce segment, nous estimons que la part des revenus liés aux services représente près de ~40% du CA. Cette activité de services regroupe principalement la vente de pièces détachées et de composants et constitue un relais de croissance récurrent et à forte marge pour le groupe.

En France, CAPAGRI complète cette offre avec la distribution de pièces de rechange pour les arracheuses de betteraves, assurant ainsi un service après-vente et une disponibilité optimale des équipements sur le terrain.

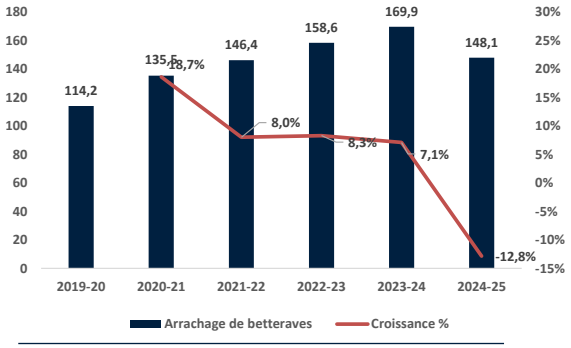
Avec cette gamme spécialisée, EXEL Industries couvre l'ensemble des besoins des agriculteurs et des coopératives dans le domaine de l'arrachage de betteraves, renforçant ainsi sa position sur ce marché de niche à potentiel toujours important.

Selon nos recherches, les modèles récents chez Holmer, notamment les T4-40 ou Terra Dos 5, peuvent atteindre des prix de vente supérieurs à 500 000€.

Solutions Holmer

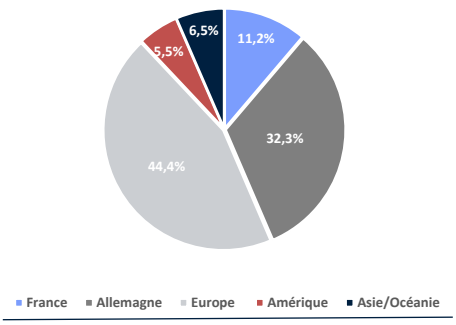
Sur ce métier, l'activité a été relativement bien orientée ces cinq dernières années. Par ailleurs, sur l'exercice 2024/25, les ventes ont reculé de 12,8% à 148,1 M€. Les conditions de marché récemment rencontrées sont assez incertaines et traduisent un recul global du marché en Europe et l'attentisme en Amérique du nord (dollar plus faible, taux d'intérêt plus élevés et baisse des cours du sucre), à la marge de la pulvérisation agricole.

Évolution du CA Arrachage de betteraves, 20-25



Sources : Société, Euroland Corporate

Répartition géographique CA 2024/25



Sources : Société, Euroland Corporate

Au sein de ce segment, les cinq principaux donneurs d'ordre représentent seulement 25,1% du chiffre d'affaires, contre 20,3% l'année précédente, avec un client principal pesant à lui seul 14,0%. Les machines sont majoritairement utilisées par des Entreprises de Travaux Agricoles (ETA), des Coopératives d'Utilisation de Matériel Agricole (CUMA) et des grandes holdings agricoles, notamment en Europe de l'Est, qui peuvent intégrer l'ensemble de la chaîne de valeur, jusqu'à la transformation du sucre ou la production végétale.

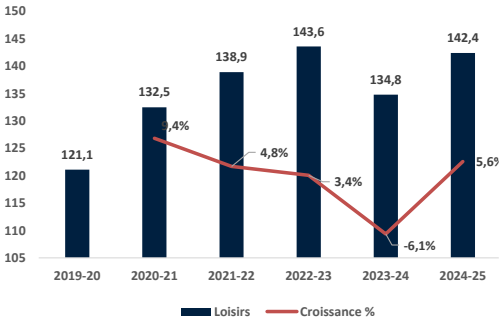
2. Loisirs (14,5% du CA 2024/25, 142,4 M€)

Avec un chiffre d'affaires de 142,4 M€ en 2024/25, soit 14,5% du mix, le segment Loisirs regroupe l'activité Jardin et Nautique. Ce dernier emploie près de 625 collaborateurs répartis sur plusieurs sites de production.

Ce segment bénéficie d'un positionnement différenciant puisqu'il se situe à l'intersection de plusieurs marchés grand public tels que le jardinage et la pulvérisation domestique. Cette diversité d'activités offre à la division une exposition plus équilibrée, lui permettant de réduire sa dépendance à la saisonnalité et d'atténuer les fluctuations liées aux variations de la consommation des ménages.

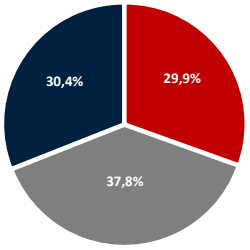
La répartition du chiffre d'affaires de ce segment en 2024/25 est dominée par trois zones clés, la France (29,9%), le Royaume-Uni (37,8%) et l'Europe hors France et Royaume-Uni (30,4%).

Évolution du CA Loisirs, 2020-2025



Sources : Société, Euroland Corporate

Répartition géographique CA Loisirs à fin 2024/25



Sources : Société, Euroland Corporate

a. Jardin

À travers ses marques phares, HOZELOCK, G.F, BERTHOUD, DUCHESNAY et LASER, le groupe se positionne comme l'un des leaders du marché de l'arrosage et de la protection des végétaux. Sa gamme de produits premium, s'adresse à la fois aux clients particuliers et professionnels et couvre l'ensemble des besoins du jardin : arrosage, pulvérisateurs et outils de jardin.

L'activité Jardin travaille au développement de produits pratiques, simples d'utilisation et au design unique, ayant pour objectifs de simplifier l'arrosage avec des dévidoirs orientables ou des tuyaux légers et de contrôler les volumes d'eau utilisés. L'intégration intelligente du digital permet de proposer des produits plaisants et maniables.

L'activité Jardin, dirigée par Marc Ballu, est particulièrement sensible aux conditions météorologiques. Après un exercice 2023/24 pénalisé par une pluviométrie excessive, l'exercice 2024/25 a été mieux orienté et est marqué par le retour de la croissance, soutenue notamment par des conditions météorologiques favorables. Ce retour à une meilleure dynamique fait suite à un cycle de forte demande lié à la période post-Covid, durant laquelle de nombreux clients s'étaient massivement équipés. Malgré ce contexte moins favorable, EXEL Industries a su renforcer ses parts de marché (Premier sur le marché français, Hozelock détenait ~2/3 du marché des pulvérisateurs à fin 2024 (Source Nielsen)).

Le top cinq clients du segment Jardin représente 36,9% du CA 2024/25 (vs 44,3% l'année précédente). Ici, l'activité semble plus concentrée avec un client principal comptant pour 14,1%. G.F. et HOZELOCK, les marques du groupe dédiées à ce segment d'activité, vendent principalement à travers des distributeurs spécialisés, dans les circuits de distribution traditionnelle et utilisent aussi la vente en ligne.

Exemple de solutions Hozelock et Berthoud

PULVÉRISATEUR VERMOREL 1800 A POMPE

F7 OPTIMA Soin des Végétaux

Renan Kerourio - Analyste - 01 44 70 20 96 - rkerourio@elcorp.com

b. Nautique

Les chantiers nautiques Wauquiez, Tofinou et Rhéa Marine forment aujourd'hui le pôle « Nautisme » d'EXEL Industries. Ce dernier couvre trois segments complémentaires de la plaisance haut de gamme : la croisière hauturière de prestige pour Wauquiez, le day-sailer néo-classique pour Tofinou et les vedettes rétro ou bateaux de pêche-promenade pour Rhéa Marine.

Wauquiez, constructeur français réputé pour ses voiliers de croisière hauturière (gammes Centurion et Pilot Saloon), s'appuie sur un réseau international de concessionnaires et de brokers pour la commercialisation de ses unités. Le chantier revendique une présence mondiale, notamment en France, en Italie, en Espagne, en Russie et aux États-Unis. En France, des acteurs spécialisés tels que Midi Nautisme, concessionnaire exclusif dans les Bouches-du-Rhône, ou Spyrit Boats Océan, distributeur depuis plus de quinze ans, assurent la vente de bateaux neufs et d'occasion. Les prix unitaires observés s'échelonnent de 10 000 € à 550 000 €, traduisant la diversité du parc et l'orientation premium des modèles récents. À l'exemple de cette composante haut de gamme, le Wauquiez 55, voilier de grande croisière conçu pour les navigations longues distances, a récemment été distingué « European Yacht of the Year » dans la catégorie voilier de croisière de luxe lors du salon nautique de Düsseldorf 2026, reconnaissance notable dans l'industrie européenne. Selon le management, le prix catalogue de ce modèle se situe autour des 2 M€.

Tofinou, marque historiquement implantée sur l'île de Ré, se distingue par une offre de voiliers élégants et intemporels, dédiés au day-sailing haut de gamme, avec des unités comprises entre 7 et 16 mètres. Les prix se situent généralement entre 70 000 € et 250 000 €, ce qui positionne la marque sur une clientèle exigeante à la recherche d'esthétique et de sensations de navigation raffinées.

Rhéa Marine, basé à La Rochelle, occupe pour sa part le segment des bateaux moteurs néo-rétro, où la tradition du chantier se conjugue avec des procédés de construction modernes. Ses embarcations, proposées entre 40 000 € et 300 000 €, se caractérisent par une forte identité stylistique et une finition artisanale très soignée.

Ces trois marques produisent leurs bateaux en petites séries sur trois sites industriels, ce qui permet de préserver un niveau d'exigence élevé en matière de qualité, d'esthétique et de performance. L'effort de R&D du groupe se concentre sur l'optimisation de l'espace à bord, la qualité des matériaux, l'ergonomie des aménagements et la sécurité, dans un univers où l'innovation réside autant dans la précision des détails que dans les progrès techniques de navigation.

EXEL Industries cherche désormais à rationaliser et mutualiser les canaux de commercialisation de ces trois entités, dans une logique de synergies commerciales et de montée en gamme cohérente du pôle nautique. Cette stratégie vise à renforcer la visibilité internationale des marques, optimiser le pilotage du réseau de concessionnaires et améliorer l'efficacité commerciale du groupe.

3. Industrie (29,4% du CA 2024/25, 289,3 M€)

Le segment Industrie regroupe les sociétés positionnées sur deux principaux marchés : d'une part, celui de la pulvérisation industrielle, représenté par SAMES – acquise en 2001 – et ses filiales, et d'autre part, celui de la fabrication de tuyaux techniques, porté par la société TRICOFLEX.

La pulvérisation industrielle désigne les activités de collage, protection et finition qui sont utilisés sur des marchés industriels : construction, aéronautique, ferroviaire, naval, éolien, manutention…

Les activités liées à l'application de produits épais et de peintures s'orientent désormais fortement vers la réduction des pertes de matière lors du dépôt, l'économie réalisée étant immédiatement mesurable par les utilisateurs. Cette diminution de la consommation se traduit pour les clients par une baisse significative des coûts d'exploitation, grâce à la réduction des besoins en produits. Dans ce contexte, les industriels recherchent une amélioration continue du rendement de dépôt des peintures afin d'optimiser leurs procédés et de renforcer leur compétitivité.

Les solutions de pulvérisation développées par les services R&D et ingénierie intègrent également les technologies de vision et la robotique afin de satisfaire aux objectifs d'application de précision. Les gammes de SAMES ont su évoluer, permettant à ses clients d'atteindre des objectifs en lien avec le développement de la RSE.

Les tuyaux techniques sont fabriqués par Tricoflex, l'un des leaders européens dans la production de tuyaux souples, intégré au groupe depuis 2012. L'entreprise, implantée en région Champagne, dispose d'un site industriel d'une capacité annuelle supérieure à 100 000 kilomètres de tuyaux. Elle intervient dans plusieurs secteurs à haute exigence technique tels que l'agriculture, l'agroalimentaire, l'industrie et la construction.

Tricoflex se distingue par une politique d'innovation responsable, intégrant progressivement une proportion croissante de matériaux recyclés dans ses procédés de fabrication. Ses produits se caractérisent par une excellente flexibilité, une qualité constante, ainsi qu'une résistance mécanique et thermique répondant aux standards les plus élevés du marché.

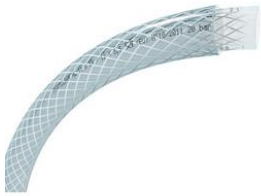
Exemple de solutions Tricoflex

SPIRABEL® MDSO

Tuyau souple à froid résistant aux huiles et hydrocarbures pour applications industrielles en usages sévères.

PROPA-TRESS®

Tuyau souple renforcé pour le passage de gaz de pétrole liquéfié.

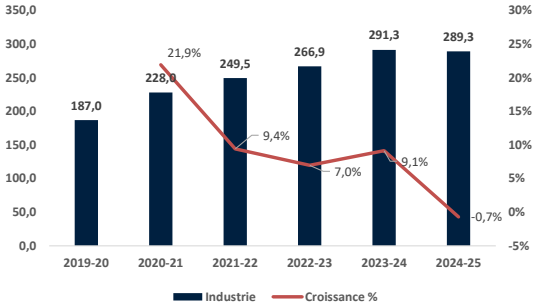


TRICOCLAIR® AL

Tuyau renforcé polyvalent alimentaire et très performant.

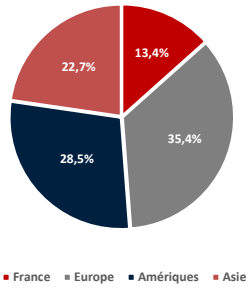
Après avoir connu une très bonne dynamique en 2023/24, avec une hausse des ventes de plus de 9% sur l'exercice, le segment Industrie a enregistré un léger retrait (-0,7%) sur 2024/25. Les zones Europe et Amériques ont continué de soutenir l'activité tandis que l'Europe de l'Ouest a ralenti. Cette activité a représenté 29,4% du CA Groupe en 2024/25, soit 289,3 M€ et emploi 1 088 collaborateurs sur 6 sites de production.

Évolution du CA Industrie, 2020-25



Sources : Société, Euroland Corporate

Évolution géographique CA Industrie à fin 2024/25



Sources : Société, Euroland Corporate

Au sein de ce segment d'activité, les cinq premiers clients représentent 24,9% du CA (vs 23,7% l'année précédente), le client principal représentant 6,9%.

Un profil d'acquéreur en série

EXEL Industries s'illustre par une stratégie de croissance externe soutenue, destinée à renforcer ses positions sur ses marchés historiques tout en abordant de nouveaux segments. Depuis 1986, le groupe a mené près d'une vingtaine d'opérations, principalement dans la pulvérisation agricole, mais également dans le domaine industriel et celui des loisirs, affirmant ainsi sa volonté d'élargir progressivement son périmètre d'activité.

Date de l'annonce	Cible	Pays	CA acquis (M€)	Secteur cible
2023	ETS Devaux	France	12	Jardin
2022	G.F. Garden	Italie	34	Frabrication d'équipements de jardin
2021	WAUQUIEZ, TOFINOU et RHEA-MARINE	France	15	Chantiers navals
2020	Eisenmann Intec GmbH & Co. K	Allemagne	40	Ingénierie mécanique dans la pulvérisation industrielle
2016	ETWorks	US	78	Pulvérisation agricole
2013	HOLMER	Allemagne	114	Arrachage de betteraves
2012	AGRIFAC	Pays-Bas	38	Pulvérisation agricole
2012	HOZELOCK	Angleterre	95	Jardin et pulvérisation industrielle
2007	HARDI et EVRARD	Danemark	135	Pulvérisation agricole
2007	MOREAU	France	15	Arrachage de betteraves
2006	CMC	France	6	tracteurs enjambeurs vignerons
2001	SAMES	France	65	Pulvérisation industrielle
2001	MATROT Equipements	France	ND	Pulvérisateurs automoteurs et arracheurs de betteraves
2000	FISCHER	Suisse	ND	Pulvérisation agricole
2000	REXSON	France	ND	Pulvérisation industrielle
1996	KREMLIN	France	41	Pulvérisation de peinture
1990	PRECICULTURE	France	ND	Automoteurs de pulvérisation et tracteurs enjambeurs
1987	BERTHOUD et ses filliales SEGUIP, THOMAS et PERRAS	France	ND	Pulvérisateurs agricoles et de jardin
1986	CARUELLE	France	ND	Pulvérisation agricole
1986	NICOLAS	France	ND	Pulvérisation agricole
1966	VERMOREL	France	ND	Pulvérisation agricole

Dans la pulvérisation agricole, métier historique du groupe, EXEL Industries a consolidé ses positions avec l'acquisition de marques reconnues comme Caruelle et Nicolas (1986), Préciculture (1990), Fischer (2000), CMC (2006), Evrard (2007) ou encore ET Works Group (2016). Ces opérations ont souvent été réalisées pour des montants non divulgués. Toutefois, en 2016, l'acquisition de 100% de la société ET Works, qui fabrique et commercialise aux États-Unis les pulvérisateurs de la marque Apache, se distingue par sa taille, avec un chiffre d'affaires cible de 90 M$.

Dans l'industrie, Sames a été rachetée en 2001 (65 M€ de CA en 2000), dans le but de renforcer la diversification déjà amorcée en 1996 (Kremlin) et 2000 (rachat de Rexson). Sames est venue compléter l'offre industrielle proposée au sein d'EXEL Industries par Kremlin et Rexson, depuis les solutions de pompage des produits jusqu'à leur application manuelle ou automatique sous différentes formes (liquide, poudre…). En 2003, Kremlin et Rexson fusionnent sous le nom de Kremlin puis en 2017, ce sont Kremlin (regroupant donc aussi les activités de Rexson depuis 2003) et Sames qui fusionnent à leur tour devenant une seule société du nom de Sames Kremlin. En 2022, Sames Kremlin et iNTEC (société d'ingénierie mécanique acquise en 2020) se transforment pour devenir SAMES.

Sur le segment des loisirs, la stratégie d'expansion a commencé à partir de 2012 avec le rachat de Hozelock qui réalisait, à l'époque, un chiffre d'affaires de 95 M€. Cette opération structurante a permis à EXEL Industries d'acquérir une marque leader en Europe dans l'arrosage de jardin. Le développement s'est poursuivi par les acquisitions

Renan Kerourio - Analyste - 01 44 70 20 96 - rkerourio@elcorp.com

successives de la société italienne G.F. Garden (2022) et de la majorité (à hauteur de 81%) du groupe Devaux (2023).

La politique d'acquisitions du groupe s'inscrit dans une démarche de diversification maîtrisée, de consolidation technologique et d'élargissement de son empreinte sur les marchés stratégiques. Elle témoigne d'une capacité d'adaptation continue aux cycles agricoles, industriels et de consommation, matérialisée depuis 2016 par des opérations ciblées au-delà des activités historiques du groupe.

Renan Kerourio - Analyste - 01 44 70 20 96 - rkerourio@elcorp.com

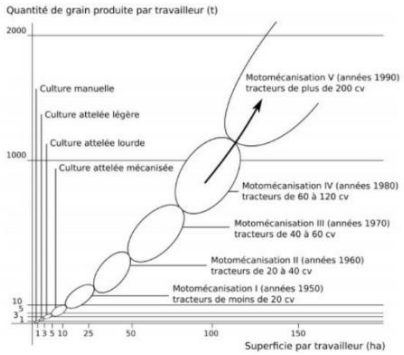
Le marché agricole franchit un point bas avant d'engager son redressement

1. Repères historiques : une trajectoire de modernisation continue

La dynamique agricole contemporaine s'inscrit dans l'héritage de la révolution verte engagée à partir des années 1950. Cette période marque une rupture technologique majeure, fondée sur la diffusion des variétés améliorées, des intrants chimiques et de la mécanisation lourde. En France, son impact sur les performances de production a été déterminant : les rendements moyens du blé sont ainsi passés d'environ 10 quintaux par hectare dans les années 1950 à près de 70 q/ha en 2000, selon les travaux de Mazoyer et Roudart (2002).

La mécanisation a joué un rôle central dans cette transformation. L'introduction du moteur à combustion interne a permis une substitution massive de la traction animale par le tracteur agricole, provoquant un saut de productivité par la réduction drastique du temps de travail par hectare. L'augmentation progressive de la puissance des machines explique l'élargissement des surfaces cultivées par actif agricole.

Gamme des superficies cultivables (ha) et de la productivité (t/travailleur) en fonction des outils agricoles



Source : Mazoyer et Roudard (2002)

Cette transition technologique s'accompagne d'une profonde mutation du tissu agricole. Selon l'INSEE, la part des agriculteurs exploitants dans l'emploi total est passée de 7,1% en 1982 à 1,5% en 2019, tandis que la taille moyenne des exploitations augmentait sous l'effet des regroupements successifs.

Aujourd'hui, les innovations variétales, la précision agronomique et le pilotage numérique permettent d'approcher, dans les meilleures conditions, des rendements moyens de 80 q/ha pour le blé en France (Source : Agreste).

Renan Kerourio - Analyste - 01 44 70 20 96 - rkerourio@elcorp.com

2. Lien avec l'activité d'EXEL Industries

En 2025, EXEL Industries réalise environ 56% de son chiffre d'affaires dans le secteur agricole. Au sein du segment Pulvérisation Agricole, une part significative des revenus dépend des Grandes Cultures, c'est-à-dire :

- Les céréales (blé dur, blé tendre, maïs, orge),
- Les oléagineux (colza, tournesol),
- Les protéagineux (pois, soja, féverole),
- Ainsi que les autres productions fortement mécanisées (betterave sucrière, pomme de terre, etc.).

L'évolution des surfaces, des rendements et des prix de ces productions constitue donc un déterminant essentiel du cycle d'investissement en matériel agricole et notamment de la demande en solutions de pulvérisation.

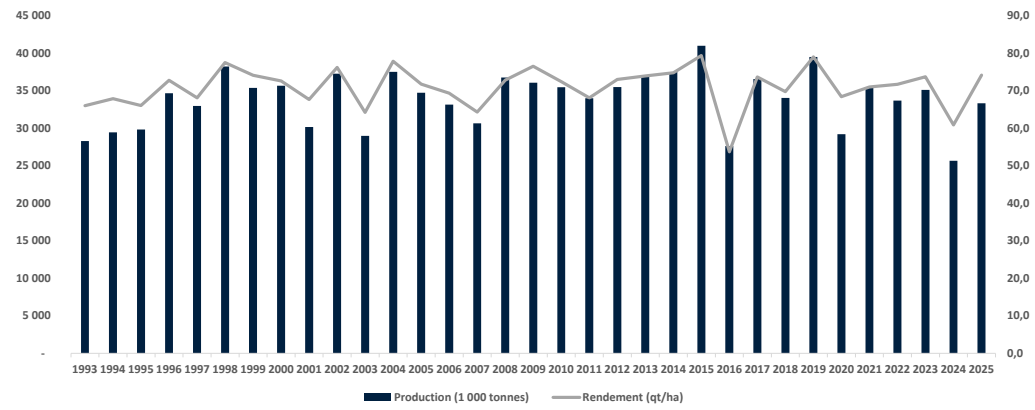
3. Focus sur les céréales : dynamique de production et signaux de cycle, en France

3.1 Le blé : production, rendements et prix

Les séries historiques d'Agreste mettent en évidence une volatilité structurelle de la production française de blé, principalement liée aux conditions climatiques et aux variations de surfaces.

L'évolution de cette céréale sur la période 1993-2025 présente une remarquable régularité en France, oscillant la plupart du temps entre 30 et 40 millions de tonnes, avec des pointes dépassant les 40 Mt lors des années particulièrement favorables, comme en 2015 ou 2022. Cette stabilité relative reflète à la fois l'importance stratégique de la culture et la constance des surfaces emblavées, malgré des variations interannuelles induites par les conditions météorologiques. Le décrochage marqué de 2016, bien visible sur le graphique ci-dessous, illustre l'impact direct d'un épisode climatique sévère, caractérisé par une pluviométrie excessive au printemps ayant fortement pénalisé les rendements.

Évolution de la production (1 000 tonnes) et du rendement (qt/ha), 1993-2025



Source : Agreste, Euroland Corporate

Sur les marchés internationaux, les cours du blé ont connu des épisodes de tension marqués, notamment en 2021-2022 avec les perturbations géopolitiques. Le reflux amorcé depuis 2023 a ramené le blé vers des niveaux proches de **520 $/bu**, illustrant un cycle baissier classique avant un potentiel redressement.

Évolution des cours du Blé ($/Bu), sur 10 ans

Source : Trading Economics

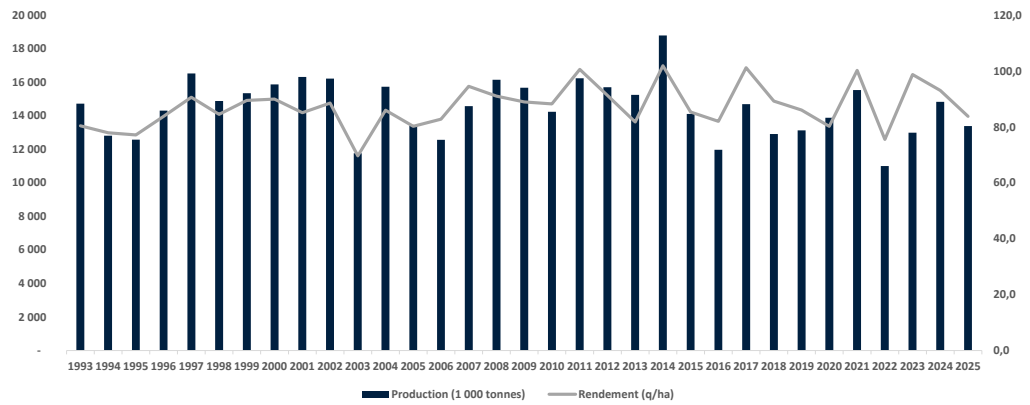
3.2 Le maïs : production, rendements et prix

L'évolution de la production française de maïs sur plus de trois décennies met en évidence une faible volatilité autour d'un socle compris entre 12 et 16 millions de tonnes (source : Agreste). Les variations observées sont principalement liées aux aléas climatiques, les surfaces cultivées demeurant relativement stables. Les années 2003, 2015 et 2022 apparaissent comme des points bas marqués, en raison de conditions hydriques défavorables.

Les rendements, représentés par la courbe superposée, suivent une dynamique similaire : une progression tendancielle jusqu'à la fin des années 1990, autour de 90 q/ha, puis une alternance de phases hautes et basses en fonction des conditions pluviométriques. La bonne tenue des rendements en 2014, 2020 et 2023 contraste ainsi avec les replis sévères de 2003 ou 2022, illustrant la forte sensibilité de cette culture au stress hydrique.

En 2025, on observe un repli du rendement national, cohérent avec la tendance récemment décrite par Agreste, qui attribue la baisse de production à une dégradation des conditions agroclimatiques.

Évolution de la production (1 000 tonnes) et du rendement (qt/ha), 1993-2025



Source : Agreste, Euroland Corporate

Le prix international du maïs sur la dernière décennie témoigne d'une forte volatilité. Entre 2016 et 2020, les cours évoluent dans une zone relativement étroite, autour de 350–400 $/bu, reflétant un marché bien approvisionné. À partir de 2021, une série de chocs géopolitiques, logistiques et climatiques entraîne un envol spectaculaire des prix, culminant en 2022 à plus de 800 $/bu.

Depuis ce pic, les prix ont progressivement corrigé, revenant en 2024 et 2025 vers des niveaux proches de 420–450 $/bu, soit leur moyenne de long terme. Ce reflux s'explique par l'amélioration de la situation logistique mondiale, le retour à des récoltes plus abondantes dans plusieurs grands bassins producteurs et une détente progressive des anticipations d'inflation agricole.

La stabilisation actuelle demeure néanmoins fragile, car dépendante d'aléas climatiques fréquents dans les pays exportateurs majeurs (États-Unis, Brésil, Argentine et l'Ukraine).

Évolution des cours du maïs ($/Bu), sur 10 ans

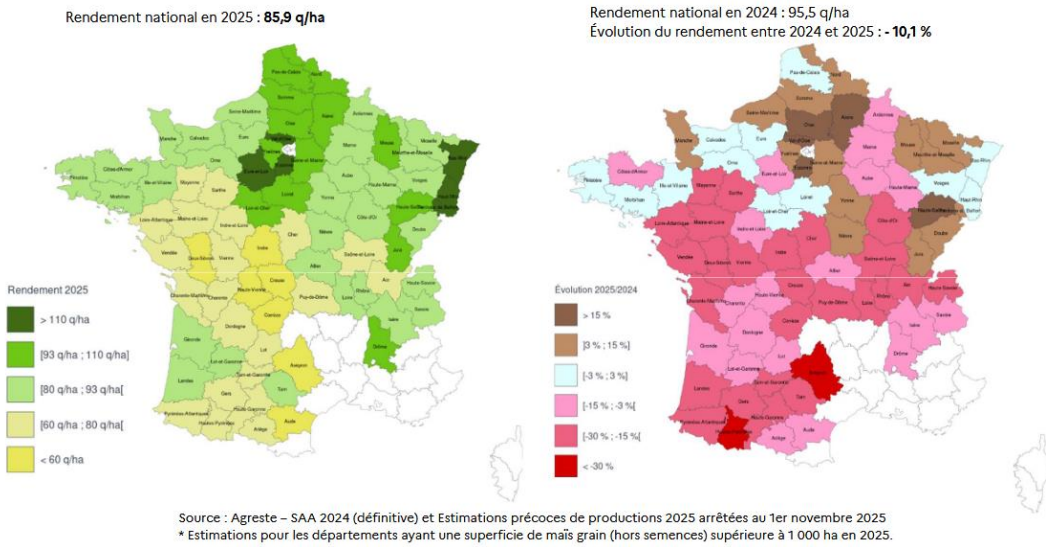
Source : Trading Economics

Les cartes publiées par Agreste montrent un rendement national de 85,9 q/ha en 2025, en nette baisse par rapport aux 95,5 q/ha enregistrés en 2024, soit un recul de -10,1%. Cette contraction reflète un déficit hydrique marqué dans plusieurs régions, particulièrement dans le Sud-Ouest, l'Auvergne et le Centre, où les rendements chutent de plus de 15%.

À l'inverse, quelques zones du Nord-Est et du Centre-Est conservent des rendements solides, dépassant les 110 q/ha, grâce à des précipitations mieux réparties. Cette hétérogénéité territoriale met en lumière la vulnérabilité du maïs aux stress climatiques, mais aussi l'importance croissante des capacités locales d'irrigation, qui contribuent à lisser les effets des sécheresses estivales.

La carte d'évolution confirme une dégradation généralisée du rendement sur la majorité du territoire, ce qui corrobore la baisse nationale observée et souligne les tensions structurelles qui pèsent sur cette culture dans un contexte climatique plus incertain.

Rendements départementaux du maïs en 2025 et évolution 2024–2025



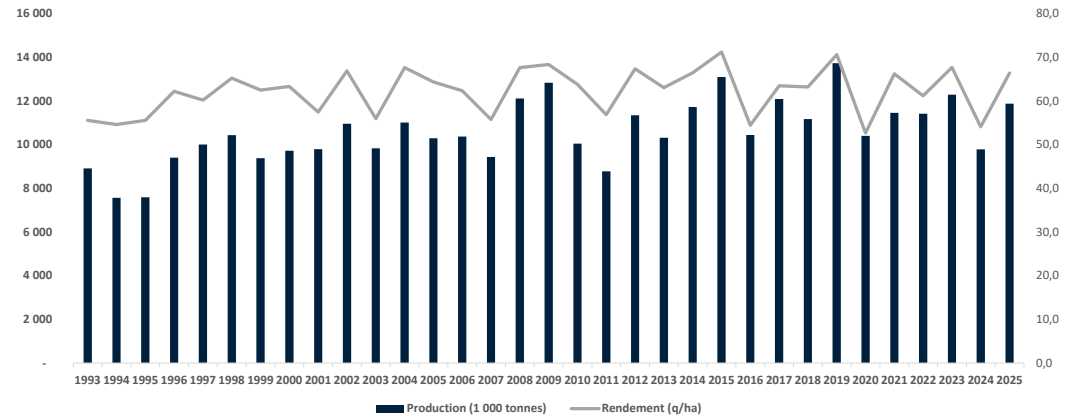
Source : Agreste

3.3 L'orge : production, rendements et prix.

L'évolution de la production française d'orge entre 1993 et 2025 fait apparaître un profil globalement stable, oscillant entre 8 et 13 millions de tonnes selon les campagnes, avec des pics notables en 2007, 2015 et 2019, portés par des rendements favorables. Malgré cette régularité, la culture demeure sensible aux aléas climatiques, comme l'illustrent les replis observés en 2004, 2016 ou 2020. Les rendements suivent une trajectoire similaire : après une progression modérée de la fin des années 1990 jusqu'au milieu des années 2010, atteignant environ 60 q/ha, ils alternent ensuite entre années hautes et basses au gré des conditions hydriques. En 2025, ils se situent dans la moyenne des

dernières années, confirmant une campagne sans excès mais correcte au regard des tensions climatiques récurrentes.

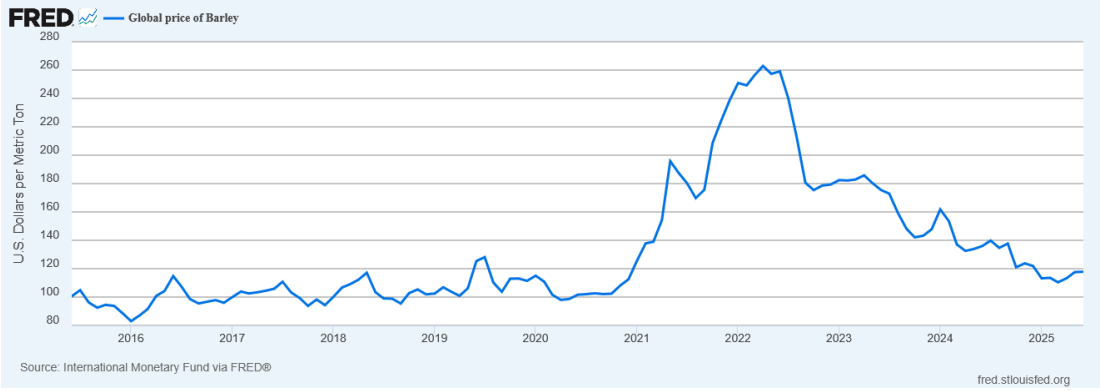
Évolution de la production (1 000 tonnes) et du rendement (qt/ha), 1993-2025



Source : Agreste, Euroland Corporate

Sur les marchés internationaux, le prix mondial de l'orge révèle une structure cyclique marquée. Entre 2015 et 2020, les cours demeurent contenus autour de 90 à 110 $ la tonne, traduisant un marché équilibré. La période 2021–2022 rompt cependant avec cette stabilité : les tensions géopolitiques, la hausse des coûts logistiques et énergétiques et plusieurs chocs climatiques provoquent un envol des prix, culminant autour de 250 à 270 $ la tonne en 2022. Depuis cette phase d'exubérance, une normalisation rapide s'est engagée. À partir de 2023, les cours refluent pour retrouver en 2024–2025 un niveau proche de 120 à 130 $, supérieur à la moyenne précédente mais très inférieur aux sommets observés deux ans plus tôt.

Évolution des cours de l'orge ($/T), sur 10 ans



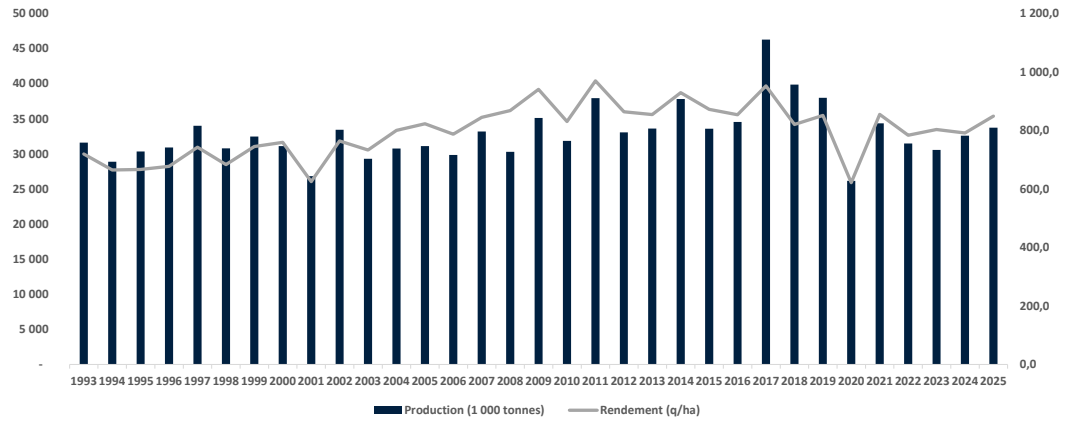
Source : FRED

4. Focus sur les betteraves : dynamique de production et signaux de cycle, en France

4.1 Les betteraves : production, rendements et prix

La production française de betteraves a été faiblement fluctuante sur les années 1993-2025, malgré quelques épisodes de volatilité marquée. Depuis le début des années 1990, la production nationale oscille généralement entre 30 et 40 millions de tonnes, avec des pointes supérieures en années très favorables, notamment en 2017, où les conditions agroclimatiques ont permis d'atteindre un sommet proche de 45 Mt. À l'inverse, certains replis brutaux soulignent la sensibilité structurelle de la culture : 2020 constitue un point bas significatif, conséquence directe de l'épisode de jaunisse virale, aggravé par un climat défavorable.

Évolution de la production (1 000 tonnes) et du rendement (qt/ha), 1993-2025



Source : Agreste, Euroland Corporate

Sur les marchés internationaux, les cours du sucre ont connu au cours des dix dernières années une volatilité particulièrement forte. Entre 2016 et 2020, les prix évoluent dans une zone relativement basse et stable, autour de 12–15 $/lb, en cohérence avec un marché mondial bien approvisionné et un haut niveau de stocks.

À partir de 2021, une succession de chocs tels que les sécheresses au Brésil, les tensions logistiques mondiales et la hausse des coûts énergétiques ont entraîné une flambée du prix du sucre, culminant en 2023 à plus de 27 $/lb, l'un des plus hauts niveaux de la décennie. Cette phase reflète également une anticipation de déficit mondial, renforcée par l'incertitude sur les campagnes indienne et thaïlandaise.

Depuis fin 2023 et courant 2024-2025, les prix ont diminué progressivement pour revenir autour de 14–16 $/lb, soit un niveau proche de leur moyenne de long terme. Ce reflux s'explique par la normalisation progressive des conditions de production dans les grands bassins exportateurs ainsi que par la détente des chaînes logistiques. Toutefois, la transition reste fragile, les marchés sucriers demeurent très sensibles aux conditions météorologiques tropicales et aux décisions politiques en Inde (quotas d'exportation) ou au Brésil (arbitrage sucre/éthanol).

Évolution des cours du sucre ($/Lbs), sur 10 ans

Source : Trading Economics

5. Tendances récentes en France : un rebond après un creux de cycle

Selon les estimations publiées par Agreste au 1er août 2025, la campagne 2025 se distingue par un net redressement des productions. Les céréales à paille enregistrent ainsi une progression de 27%, dépassant la moyenne observée sur la période 2020-2024, tandis que le colza affiche une hausse de 15,3%, soutenue par des rendements particulièrement favorables. La récolte de tournesol s'inscrit également en hausse, en dépit d'une réduction des surfaces cultivées. À l'opposé, la production de maïs recule de 5,6%, conséquence directe de rendements dégradés que la légère augmentation des surfaces ne suffit pas à compenser.

Dans l'ensemble, ces évolutions témoignent d'un possible changement de phase du cycle agricole, souvent suivi, avec un certain décalage, d'une reprise des investissements en équipements et en matériels.

6. Facteurs d'influence des Grandes Cultures

Les performances des exploitations sont déterminées par une combinaison de facteurs macroéconomiques, politiques et territoriaux.

À l'échelle internationale :

- La demande alimentaire mondiale, tirée par la croissance démographique ;
- Les prix agricoles et énergétiques, influençant les marges et les arbitrages de production ;
- La PAC et les politiques commerciales ;
- Les normes environnementales et climatiques, structurantes pour les pratiques ;
- Le progrès technologique, moteur d'efficacité.

À l'échelle nationale :

- La structuration des filières,
- L'aménagement du territoire et l'artificialisation des terres,
- Les règles sur l'eau,

La consolidation du tissu agricole, notamment via les ETA et les exploitations collectives, permet une mutualisation des coûts, une capacité d'investissement accrue et une professionnalisation des pratiques, favorisant l'adoption d'équipements à forte valeur ajoutée, dont ceux proposés par EXEL Industries.

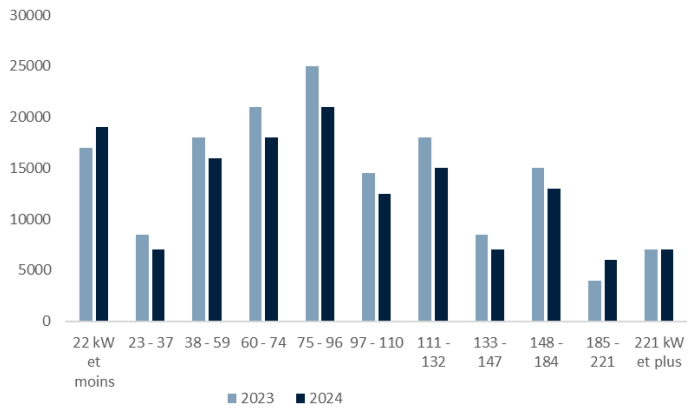
Le marché du tracteur en Europe recule en 2024, avec de fortes disparités par puissance et par pays

EXEL Industries génère plus de 50% de son CA au sein du secteur agricole.

Concernant le marché des tracteurs en Europe, le Comité Européen des groupements de constructeurs du Machinisme Agricole (CEMA) publie chaque année un rapport détaillé sur les immatriculations de tracteurs ainsi que sur les principales statistiques du marché européen des machines agricoles. En 2024, les immatriculations se sont contractées de 8,1% comparé à 2023, effaçant près de 20% du rebond observé au sommet de 2021. Le phénomène traduit avant tout un essoufflement de la demande : marges agricoles sous pression, moindre soutien public à l'investissement et aléas météorologiques ont limité la volonté d'achat des exploitants, alors que les tensions d'approvisionnement post-pandémie sont désormais résorbées.

La correction reste toutefois sélective selon la puissance. Les micro-tracteurs de 37 kW et moins progressent encore de 1,1%, alors que le cœur de gamme, 38 kW et plus, recule de 9,9%. Dans le même temps, le haut de gamme tire son épingle du jeu : les machines de plus de 185 kW bondissent de près de 20% et voient leur part de marché passer de 7% à 9%, reflet de l'essor des grandes exploitations et de la recherche d'une productivité horaire maximisée.

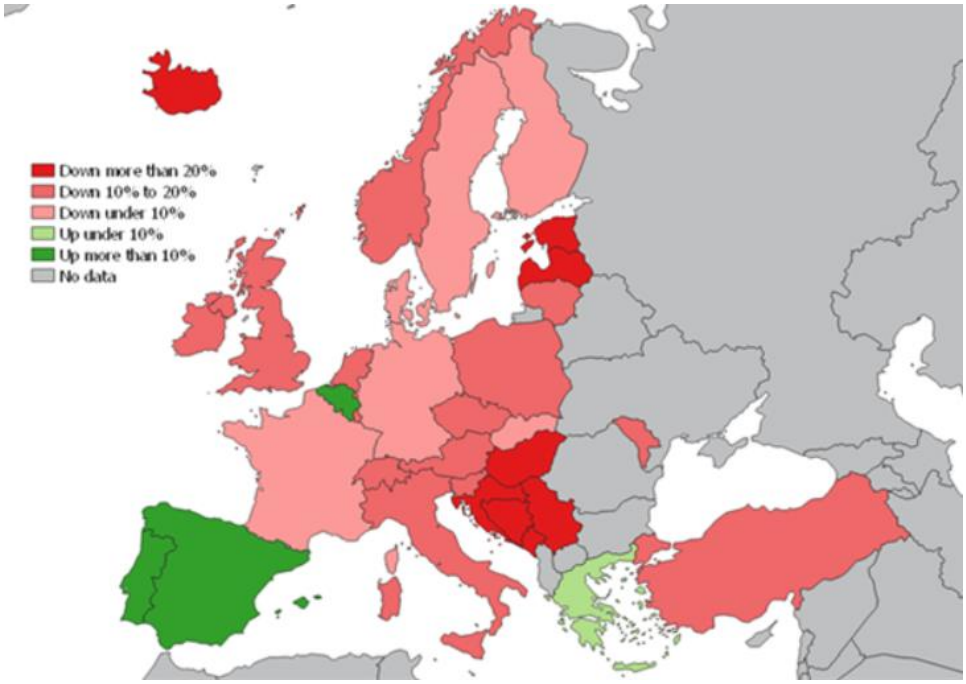
Immatriculations par plage de puissance : 2023 vs 2024



Source: CEMA, European tractor registrations at 10-year low in 2024

Les disparités géographiques des immatriculations de tracteurs agricoles demeurent marquées. La France a limité la baisse à 4,9%, l'Allemagne à -4,4%, tandis que la péninsule Ibérique se distingue avec une croissance de 13,4% en Espagne et +25,4% au Portugal.

Évolution des immatriculations de tracteurs agricoles par pays, 2023-2024



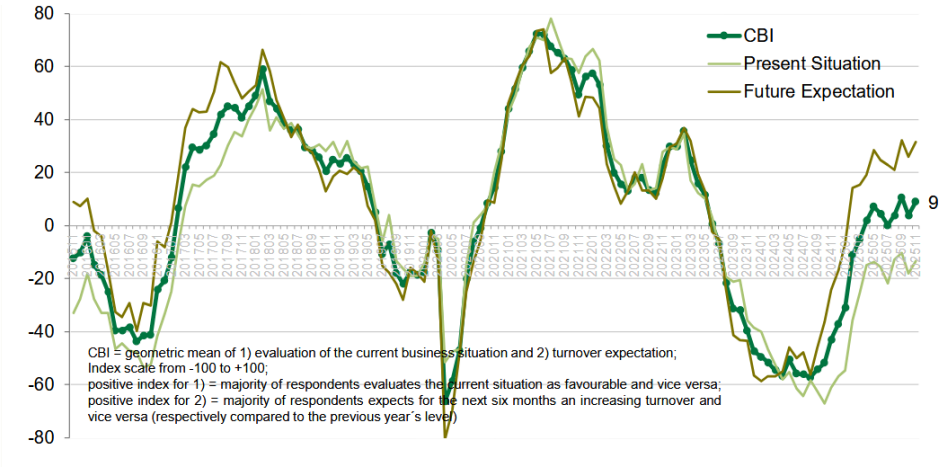
Source: CEMA, European tractor registrations at 10-year low in 2024

Pour EXEL Industries, dont les gammes de pulvérisateurs portés et traînés sont étroitement liées au renouvellement du parc de tracteurs, cette dynamique devrait se traduire par un effet volume positif et une montée en gamme : la progression des grandes exploitations, alliée au durcissement des normes environnementales, favorise les équipements à haute capacité et haute précision, un créneau où le groupe bénéficie déjà d'un positionnement différenciant. Sous l'hypothèse d'un maintien des parts de marché, chaque point de croissance des immatriculations de tracteurs haut de gamme pourrait ainsi générer un surplus de ventes de pulvérisateurs pour EXEL Industries, sécurisant la trajectoire haussière du chiffre d'affaires.

Par ailleurs, les indicateurs publiés par le CEMA en novembre 2025 mettent en évidence un marché du machinisme agricole en voie de stabilisation, appuyé par une amélioration progressive du climat des affaires. L'indice de confiance progresse ainsi de +4 à +9 points (échelle –100 à +100), ce qui traduit un renforcement de la perception des constructeurs européens. La majorité des entreprises interrogées jugent la situation actuelle favorable et anticipent une hausse de leur chiffre d'affaires au cours des six prochains mois par rapport à la même période de l'année précédente.

Renan Kerourio - Analyste - 01 44 70 20 96 - rkerourio@elcorp.com

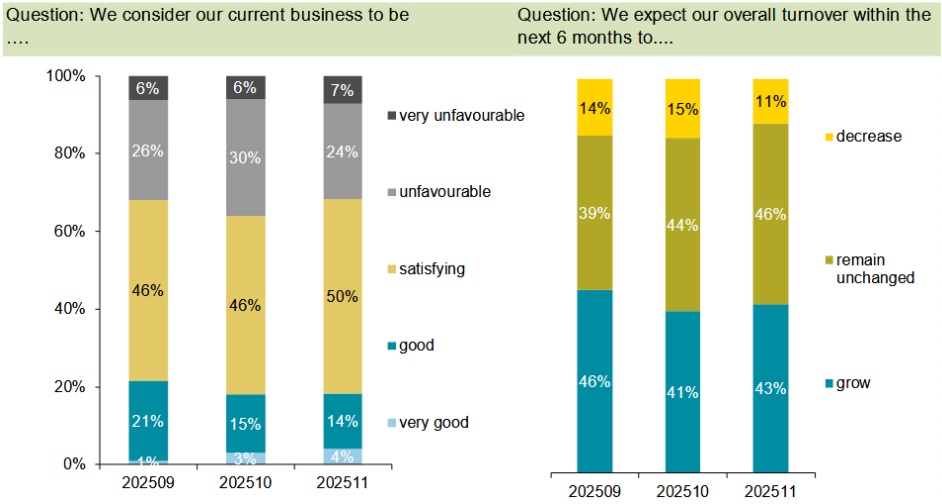
Indice de développement du marché des machines agricoles en Europe



Sources: CEMA Business Barometer

Si la reprise ne s'est pas encore concrétisée dans plusieurs segments, les perspectives à court terme s'orientent néanmoins positivement : entre 43% et 46% des entreprises anticipent une hausse de leur chiffre d'affaires au cours des six prochains mois, contre seulement 11% à 15% qui envisagent une contraction. Ce mouvement est particulièrement visible en Allemagne, en Italie, en Espagne, au Royaume-Uni et en Pologne, où la demande montre des signes de redémarrage. La France demeure, en revanche, l'un des marchés les plus fragiles, notamment pour les tracteurs et les équipements de récolte.

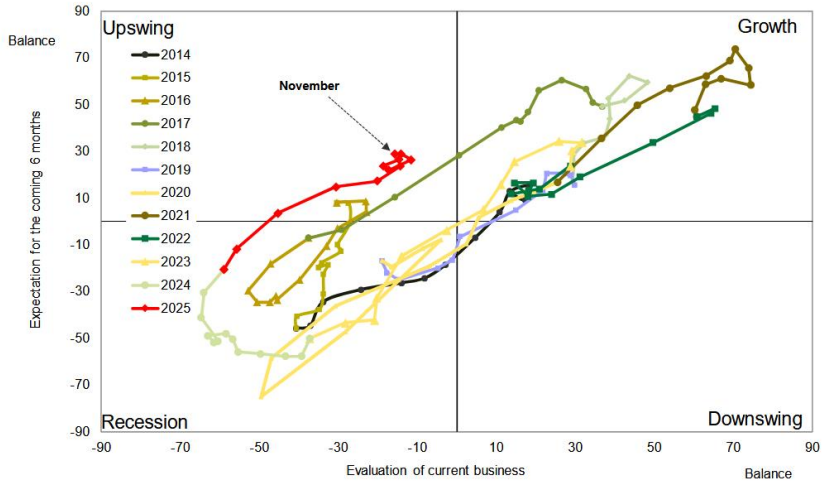
Évaluation et attentes du marché des machines agricoles en Europe



Sources: CEMA Business Barometer

Dans l'ensemble, le secteur aborde 2026 avec des signaux plus encourageants. Le redressement n'est pas encore pleinement visible dans les commandes, mais l'orientation des anticipations s'améliore nettement, laissant entrevoir une reprise graduelle dans un contexte où les industriels veillent à préserver leurs capacités de production.

Illustration du cycle d'affaires du marché des machines agricoles en Europe



Sources: CEMA Busimess Barometer

Le marché mondial des engrais poursuit une trajectoire de croissance structurelle

La demande mondiale en engrais est soutenue par plusieurs facteurs structurels de long terme. Tout d'abord, la croissance démographique continue, estimée autour de ~1 % par an, accroît les besoins alimentaires et, par conséquent, les surfaces cultivées. Ensuite, la montée en puissance des régimes alimentaires plus riches en protéines animales, notamment dans les pays émergents, stimule la demande en cultures fourragères et céréalières, grandes consommatrices d'engrais. Enfin, les politiques publiques de soutien à l'agriculture, à travers des subventions et des incitations à la production, contribuent à maintenir une demande soutenue, comme en témoigne le cas de l'Inde, qui représente à elle seule 15% de la consommation mondiale grâce à un important dispositif de soutien étatique.

À moyen terme (2023–2027), la croissance annuelle de la demande mondiale en engrais est attendue à +2,1%, avant un ralentissement vers +1,5% en fin de période (selon l'International Fertilizer Association), en lien avec la stabilisation des surfaces cultivées et l'optimisation des apports par hectare.

Dans ce contexte, EXEL Industries peut se différencier en capitalisant sur ses technologies de pulvérisation à débit variable, ses outils d'analyse agronomique et ses services associés, qui permettent une fertilisation plus précise, efficiente et durable. L'enjeu est double : répondre aux exigences environnementales croissantes (réduction

des pertes, limitation des intrants) tout en maintenant des rendements compétitifs pour les exploitants.

Les perspectives agricoles mondiales dessinent une croissance modérée mais durable (2024–2033)

Le marché agricole mondial exerce une influence déterminante sur les capacités d'investissement des exploitations agricoles, et par conséquent, sur la demande en équipements que le groupe EXEL Industries adresse.

Dans cette perspective, le rapport prospectif OCDE–FAO 2024–2033, fondé sur le modèle Aglink-Cosimo, dresse un panorama structuré des dynamiques agricoles à l'échelle mondiale, en assurant une cohérence à la fois régionale et filière par filière. Le document souligne que, sur les vingt dernières années, la croissance du secteur agricole a été tirée par la demande croissante des marchés émergents, une tendance appelée à se poursuivre sur la prochaine décennie.

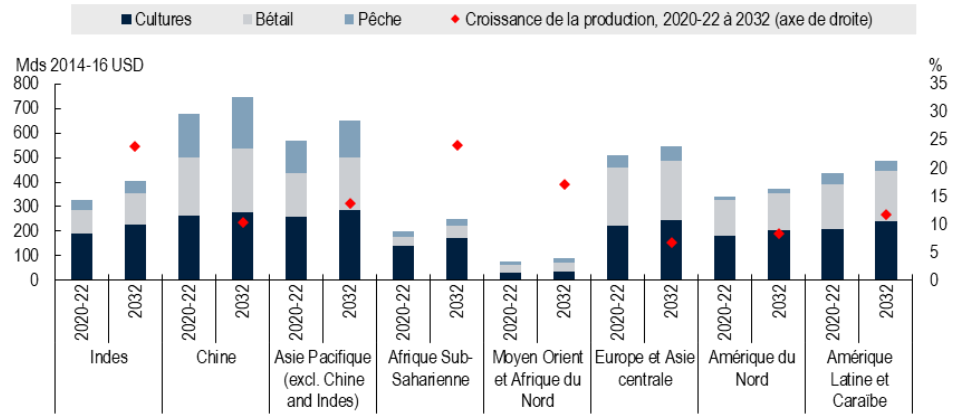
Sur la période 2024-2033, la demande agricole mondiale progresserait d'environ 1,0 % par an, tandis que la consommation alimentaire croîtrait de près de 1,2 % par an. Cette évolution s'explique par la dynamique démographique et l'amélioration du niveau de vie dans les pays à faible et moyen niveau de développement. Le rôle des économies émergentes s'affirme : la Chine devrait maintenir une contribution de 12 % à l'augmentation de la consommation mondiale, tandis que l'Inde et l'Asie du Sud-Est représenteraient ensemble près de 31 % de cette hausse à l'horizon 2033.

La production agricole mondiale devrait, quant à elle, augmenter de 1,1% par an en valeur (à prix constants), portée par des gains de rendement dans les pays à revenu faible et moyen. La production végétale devrait croître de 1,0% par an, tandis que l'élevage progressera de 1,3% par an, reflétant l'appétit croissant pour les produits d'origine animale et la diversification des régimes alimentaires.

Dans son communiqué du 3 juillet 2025, la Fédération Nationale des Syndicats d'Exploitants Agricoles (FNSEA) souligne une nouvelle détérioration du revenu agricole en France. En 2024, le résultat brut par actif non-salarié chute de 18,6%, après une baisse de 15,7% l'année précédente. Cette dégradation provient d'un recul marqué des volumes dans la plupart des productions, notamment en céréales (-17%), oléagineux (-15%), viticulture (-29%), ainsi qu'en viandes bovine et ovine (-3 à -5%). Les événements climatiques et sanitaires, comme la FCO ou la MHE, accentuent les difficultés de nombreuses exploitations.

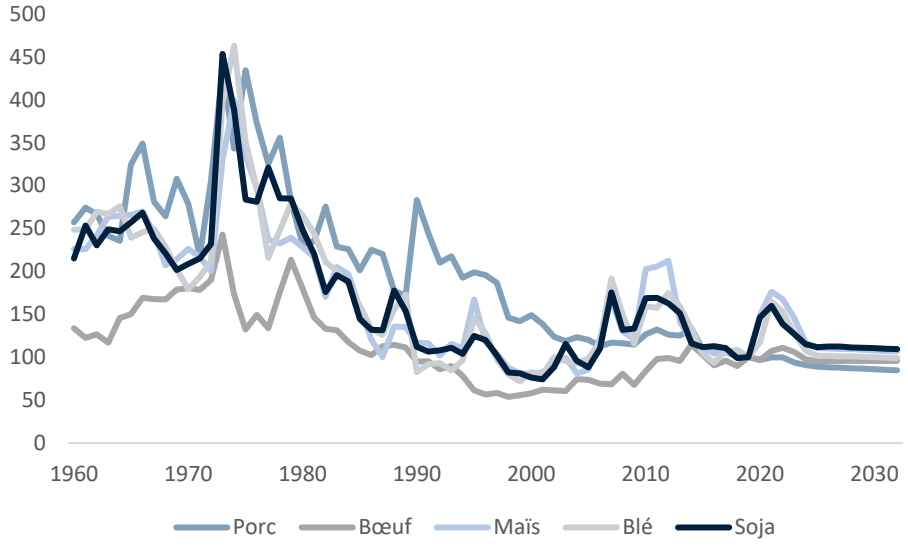
Renan Kerourio - Analyste - 01 44 70 20 96 - rkerourio@elcorp.com

Tendances de la production agricole mondiale



Sources: OECD-FAO Agricultural Outlook 2024-2023, Euroland Corporate

Historique des prix des principaux produits agricoles en USD/t



Sources: OECD-FAO Agricultural Outlook 2024-2023, Euroland Corporate

Le graphique ci-dessus illustre l'évolution historique des prix internationaux des principales commodités agricoles (porc, bœuf, maïs, blé et soja), exprimés en dollars par tonne. Il met en évidence une forte volatilité au cours des décennies passées, avec des pics prononcés dans les années 1970, suivis d'une tendance générale à la baisse sur le long terme.

Cette dynamique est essentielle à comprendre, car le niveau des prix agricoles influence directement la rentabilité des exploitations. Lorsque les prix sont durablement élevés, les marges dégagées permettent souvent d'accroître les investissements en équipements, notamment en tracteurs et pulvérisateurs, à l'image de ceux commercialisés par EXEL Industries. À l'inverse, des prix bas ou incertains incitent les exploitants à différer ou réduire leurs dépenses en capital.

Dans ce contexte, après le pic de 2022, les prix réels internationaux des principales commodités agricoles devraient suivre une légère tendance baissière sur la décennie à

venir, sous l'effet de gains de productivité et d'une modération des coûts d'intrants (source : OCDE–FAO, édition 2024–2033). Toutefois, cette prévision reste entourée d'incertitudes importantes. En effet, les aléas climatiques extrêmes, les tensions géopolitiques et les évolutions réglementaires pourraient continuer d'alimenter une forte volatilité des marchés agricoles. Une analyse stochastique intégrée au rapport estime ainsi à 40 % la probabilité d'un choc extrême de prix d'ici à 2033, dépassant les fourchettes historiques habituelles.

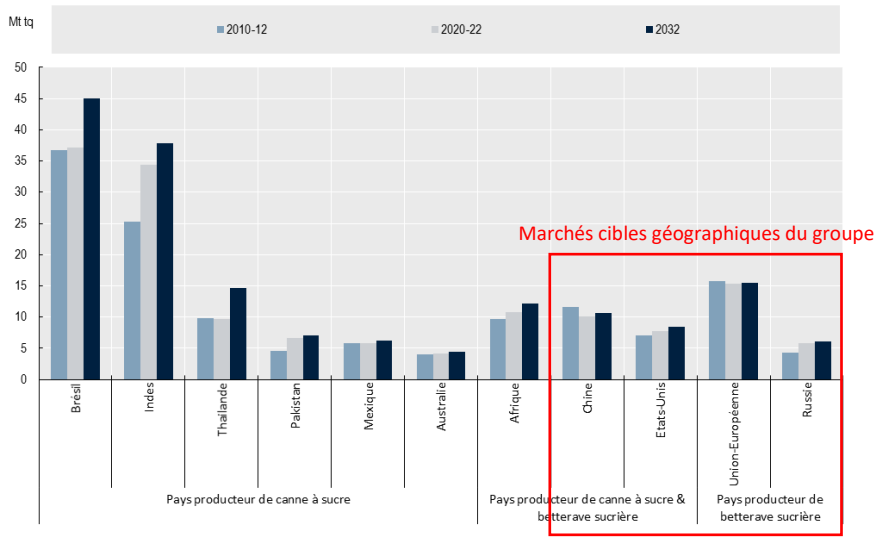
La compréhension de ces tendances s'avère donc cruciale pour anticiper les cycles d'investissement agricole et, par extension, la demande en machinisme agricole sur laquelle repose en partie la croissance d'EXEL Industries.

Les projections reposent sur l'hypothèse de politiques inchangées et de tendances climatiques stables, mais elles restent vulnérables aux changements climatiques (événements extrêmes, rendements), aux politiques environnementales (tarification du carbone, normes phytosanitaires), aux tensions géopolitiques (ruptures d'échanges) et aux coûts de l'énergie et des fertilisants (impact direct sur les coûts de production).

La filière betteravière affirme son rôle clé dans l'activité du groupe

Le marché de la betterave constitue un segment stratégique pour EXEL Industries. A travers la marque Holmer, les équipements commercialisés dans ce segment représentent 15% des ventes du groupe. En 2023, la production mondiale de betteraves à sucre s'est élevée à 281 millions de tonnes, soit 13% de la production totale de sucre, le reste étant assuré par la canne. Bien que la betterave soit parfois consommée directement, une part significative de la récolte est destinée au raffinage du sucre. Ce secteur souffre de besoins énergétiques et d'apports d'engrais plus élevés que ceux de la canne, ce qui pèse sur les marges et incite, en Europe occidentale, à l'arrachage de parcelles au profit de rotations moins intensives.

Production de sucre par pays et par plante



Sources: OECD-FAO Agricultural Outlook 2024-2023, Euroland Corporate

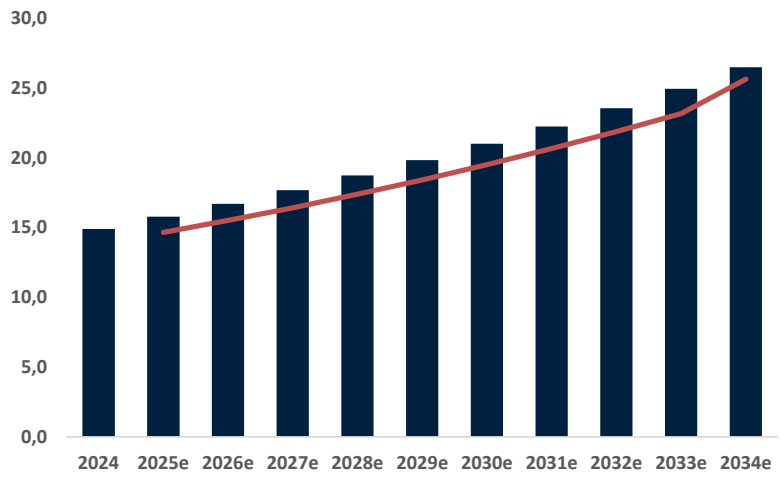
Hors d'Europe occidentale, l'adoption de variétés à haut rendement et le renforcement des programmes d'irrigation (Égypte, Chine, États-Unis, Turquie, Ukraine, Russie) devraient accroître la récolte mondiale de 6 millions de tonnes d'ici 2033, par rapport à la moyenne 2021–2023. Après le pic des prix en 2022, les cours internationaux du sucre sont prévus en légère tendance baissière en termes réels pour la prochaine décennie, portés par les gains de productivité et la modération des coûts d'intrants, tout en restant exposés à une forte volatilité climatique et réglementaire. EXEL Industries y trouvera un terrain propice pour déployer ses arracheuses Holmer.

Le matériel de jardinage s'inscrit dans une trajectoire d'expansion durable, stimulée par l'engouement pour le végétal

Selon Custom Market Insights, le marché mondial des équipements de jardin a atteint 14,9 milliards de dollars en 2024, et devrait progresser à un TCAM de 5,9% entre 2025 et 2034, pour atteindre 26,5 milliards d'euros en 2034, selon les mêmes estimations. En Europe, cette dynamique s'inscrit dans un environnement favorable : d'après l'Insee, 83% des foyers français ont acheté au moins un végétal en 2022, témoignant d'un attrait croissant pour les pratiques de jardinage. Or, l'achat de végétaux s'accompagne fréquemment d'investissements complémentaires en matériel d'entretien, ce qui soutient directement la croissance du marché des équipements de jardin.

Selon l'étude *Jardinerie de Propulse by CA*, le marché français du jardin et de la jardinerie a atteint 3,2 milliards d'euros en 2022, malgré une contraction de 11% des volumes imputable à l'inflation. Cette résilience tient notamment à la hausse des prix (+4 % en 2023) et à un intérêt durable pour le végétal, fortement renforcé depuis la crise sanitaire. Le budget moyen dédié aux végétaux d'extérieur s'établit à 63€ par foyer, tandis que les achats demeurent très saisonniers, avec une concentration marquée entre mars et juin. Il convient également de souligner la forte dépendance du secteur aux conditions météorologiques, qui orientent la nature des achats : certains magasins indiquent ainsi que 75% de leur chiffre d'affaires est réalisé entre mars et mai, période correspondant au retour des beaux jours.

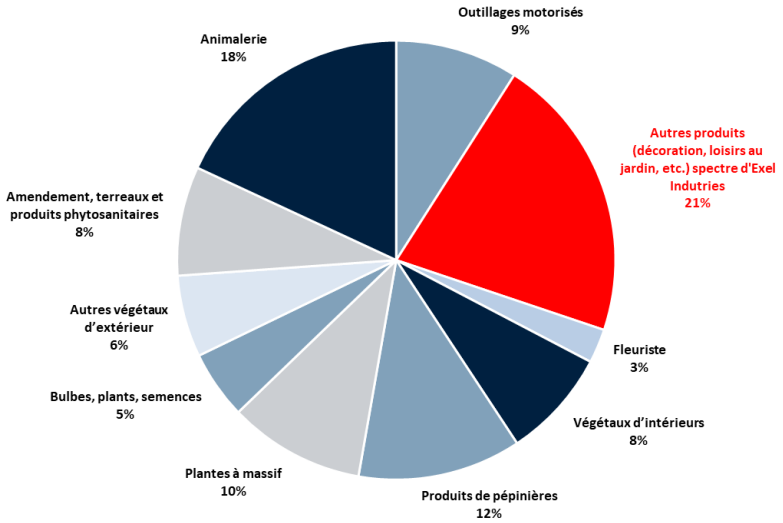
Croissance mondiale attendue du marché des équipements de jardin, 2024-2034



Sources: Custom Market Insights, Euroland Corporate

Renan Kerourio - Analyste - 01 44 70 20 96 - rkerourio@elcorp.com

Répartition du chiffre d'affaires du secteur par catégorie de produit en France



Sources: Propulse by Crédit Agricole Etude de marché Jardinerie, Euroland Corporate

Les produits tels que les équipements d'arrosage et autres équipements de jardin sont majoritairement distribués par des magasins et grandes surfaces de jardinerie et de bricolage.

Sur le plan commercial, les Grandes Surfaces de Bricolage (GSB), parmi lesquelles Leroy Merlin ou Mr. Bricolage, demeurent les canaux de distribution majeurs du secteur. Elles concentrent à elles seules 34% des ventes d'outillage de jardin, selon l'étude *Jardinerie*, *Propulse by CA*. Elles devancent ainsi l'ensemble des autres circuits spécialisés, notamment les jardineries, les LISA (Libre-Service Agricole), les GSA (Grandes Surfaces Alimentaires), ainsi que les plateformes de vente en ligne, dont la part reste plus fragmentée.

La répartition du chiffre d'affaires montre que les végétaux d'extérieur représentent le cœur d'activité (33% du marché), suivis par les produits d'animalerie (18%) et les outils motorisés (9%). Le segment du e-commerce, encore minoritaire (environ 8%), est en forte croissance, tiré par la recherche de commodité et la digitalisation accélérée du secteur.

Évolution des conditions météorologiques

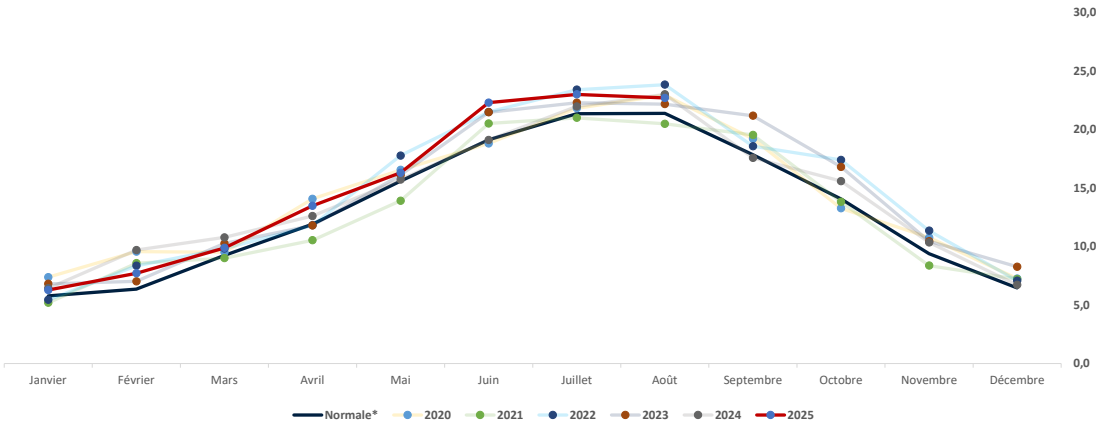
En France :

L'évolution mensuelle des températures met en évidence une tendance au réchauffement progressif des mois de printemps et d'été. Les mois d'avril à juin présentent des niveaux régulièrement supérieurs aux normales saisonnières, ce qui tend à allonger la fenêtre d'activité jardinage et à stimuler les achats de végétaux et d'équipements d'entretien.

Cette élévation des températures favorise notamment la vente de produits d'arrosage, de tondeuses et d'équipements de coupe, les consommateurs étant incités à intervenir

plus fréquemment sur leurs espaces extérieurs. Ce constat réaffirme les déclarations d'enseignes indiquant que jusqu'à 75% du chiffre d'affaires est concentré entre mars et mai, période aujourd'hui marquée par des températures plus douces et plus précoces.

Évolution des températures moyennes en France



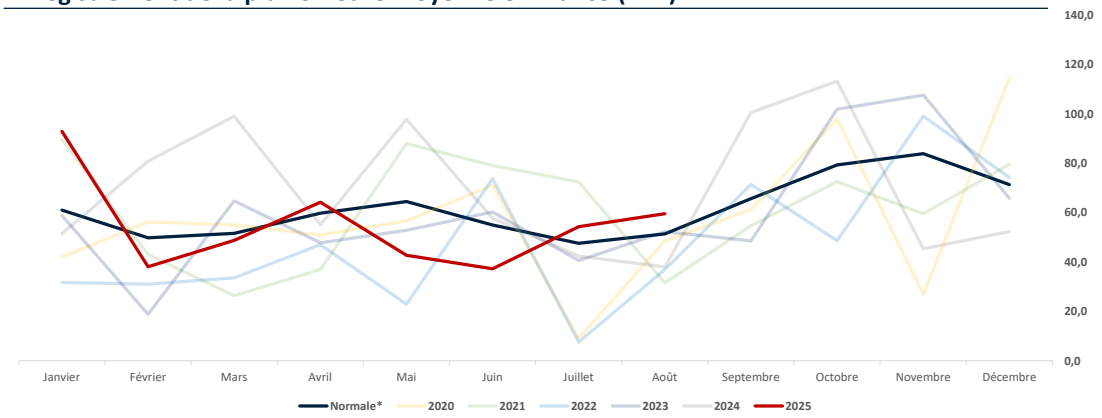
Sources: Météo-France, Euroland Corporate

Normale* : moyenne de 1991 à 2020.

Le graphique relatif à la pluviométrie montre une forte variabilité interannuelle, avec des périodes de déficit marquées, notamment au printemps et au début de l'été selon les années. Ces séquences de sécheresse ont un double effet : 1/ elles stimulent les ventes d'équipements d'arrosage (tuyaux, programmateurs, micro-irrigation), 2/ mais elles peuvent freiner les achats de végétaux en période de restrictions locales.

Ainsi, les années caractérisées par des printemps secs voient souvent un transfert de la demande vers les équipements plutôt que les végétaux.

Enregistrement de la pluviométrie moyenne en France (mm)



Sources: figshare, Euroland Corporate

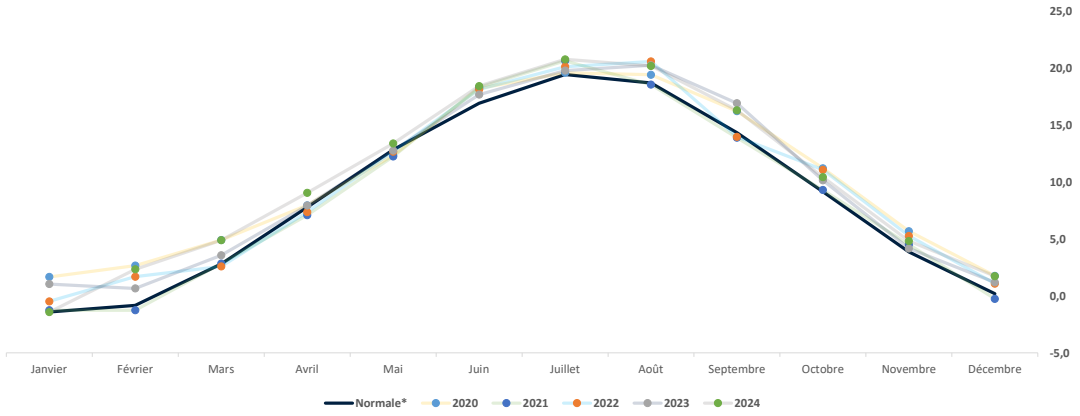
Normale* : moyenne de 1991 à 2020.

En Europe :

A l'échelle européenne, on observe une tendance continentale similaire à celle observée en France, avec une hausse régulière des températures moyennes au cours des dernières années. Les pics estivaux deviennent plus marqués et les printemps se réchauffent de façon homogène dans la plupart des pays européens.

Ce phénomène soutient mécaniquement la croissance structurelle du marché des équipements de jardin, car l'entretien des espaces verts devient plus fréquent et l'intérêt pour l'aménagement extérieur progresse.

Évolution des températures moyennes en Europe



Sources: Météo-France, Euroland Corporate

Structure de marché et acteurs clés

Les produits tels que les équipements d'arrosage et autres équipements de jardin sont majoritairement distribués par des magasins et grandes surfaces de jardinerie et de bricolage.

Le marché européen est très fragmenté et concurrentiel. On y retrouve une cohabitation entre grandes enseignes, jardineries indépendantes, chaînes spécialisées (Truffaut, Jardiland, Gamm Vert), grandes surfaces de bricolage (Leroy Merlin, Castorama), et pure players e-commerce (OoGarden, ManoMano). Les jardineries spécialisées, encore leaders en valeur, se distinguent par leur expertise, mais sont de plus en plus challengées sur les prix par les grandes surfaces et le commerce en ligne.

La répartition du chiffre d'affaires montre que les végétaux d'extérieur représentent le cœur d'activité (33% du marché), suivis par les produits d'animalerie (18%) et les outils motorisés (9%). Le segment du e-commerce, encore minoritaire (environ 8%), est en forte croissance, tiré par la recherche de commodité et la digitalisation accélérée du secteur.

Renan Kerourio - Analyste - 01 44 70 20 96 - rkerourio@elcorp.com

Perspectives et dynamiques futures

Le marché mondial des équipements de jardin est estimé à plus de 26,5 Mds$ à l'horizon 2034, selon Custom Market Insights, avec un taux de croissance annuel moyen de +5,9% sur la période 2025–2034. Cette dynamique est portée par l'urbanisation croissante, la recherche de confort domestique et un intérêt renouvelé pour l'aménagement extérieur.

À horizon 2034, les perspectives du marché sont très favorables, notamment dans des segments comme les outils à batterie, les robots de tonte et les équipements connectés. En Europe, la montée en puissance des valeurs écologiques influence déjà les comportements d'achat. D'après les données de *VALHOR – de l'étude « une offre de végétaux essentiellement locale »,* en France, 68% des jardineries proposent des produits labellisés Fleurs de France et 63% s'approvisionnent localement via le label Plante Bleue. Cette orientation vers le durable devrait continuer à modeler l'offre dans les années à venir.

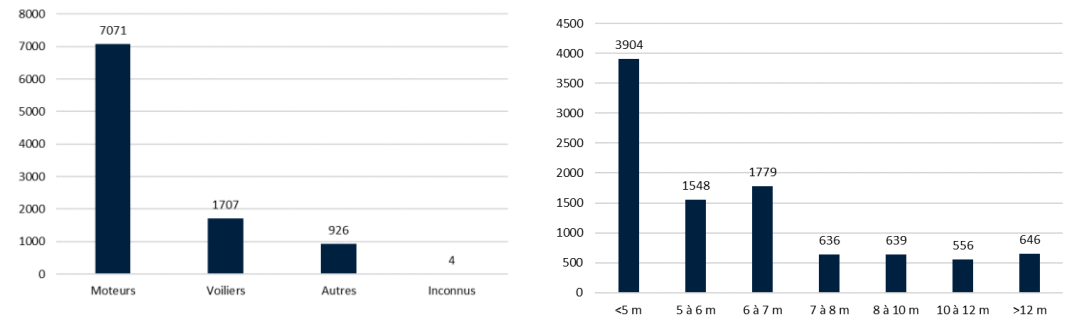
Vue d'ensemble du secteur du nautisme de plaisance en France

EXEL Industries est présent sur le marché du nautisme par le biais de trois marques : Wauquiez, Rhéa-Marine et Tofinou.

Situation actuelle du marché

Le marché hexagonal de la navigation de plaisance s'élève à plus de 1,5 milliard d'euros (valeur bateaux seuls) et irrigue un écosystème de services : ports, maintenance, location, assurances qui franchit les 5 Mds€, faisant du nautisme un pôle industriel et touristique majeur. En août 2024, la flotte immatriculée atteint plus de 1 M d'unités : 74% de bateaux à moteur, 20% de voiliers et 6% d'engins divers. Les petites unités demeurent la norme et près des deux-tiers mesurent moins de sept mètres. Concernant l'activité, elle est particulièrement concentrée en Provence-Alpes-Côte d'Azur et en Bretagne, qui totalisent à elles seules plus de 510 000 bateaux.

Répartition des nouvelles immatriculations par type de bateaux ainsi que par longueur en France



Source : Ministère de la Mer La plaisance en chiffres, Euroland Corporate

Renan Kerourio - Analyste - 01 44 70 20 96 - rkerourio@elcorp.com

Organisation et parties prenantes

La structure concurrentielle reste dominée par quelques constructeurs français de rang mondial : le Groupe Bénéteau revendique ≈ 70% des ventes nationales, suivi de Fountaine Pajot, Jeanneau ou Zodiac pour les semi-rigides. La chaîne de valeur s'appuie sur plus de 400 ports de plaisance et un réseau dense de concessionnaires ; cependant le marché secondaire pèse six fois le volume du neuf, avec 62 635 mutations de propriété enregistrées sur l'exercice 2023-2024. Le secteur voit aussi émerger des plateformes numériques comme Click&Boat ou SamBoat qui démocratisent la pratique via des modèles de location et de partage et répondent à une base de quatre millions de plaisanciers réguliers et 11 millions de pratiquants de sports nautiques.

Horizon stratégique et évolutions à venir

À moyen terme, les perspectives demeurent favorables. Businesscoot projette un marché mondial de la plaisance à 33,8 milliards USD en 2027 (CAGR ≈ 3 %), où la France conserve un rôle moteur grâce à ses exportations et à son savoir-faire industriel. La croissance qualitative viendra de trois leviers : l'innovation technologique (propulsion électrique, connectivité embarquée), la montée en gamme des unités de croisière et l'essor de la location "boat-as-a-service" portée par les plateformes et les boat clubs. La tension persistante sur les places de port avec moins de 200 000 anneaux pour plus d'un million de bateaux continuera de soutenir la demande pour les petites coques transportables et les semi-rigides, tandis que la transition verte dopera les segments hybrides et full-électriques. Dans ce contexte, la consolidation entre chantiers, l'intégration de services digitaux et la capacité à adresser une clientèle internationale resteront les principaux créateurs de valeur sur le cycle 2025-2027.

Le segment de la pulvérisation industrielle

Le segment Industrie représente près de 29,4% du chiffre d'affaires à fin septembre 2025. Les activités au sein de ce segment sont la pulvérisation industrielle (incarnée par Sames) et les tuyaux techniques (incarné par Tricoflex).

L'activité de pulvérisation industrielle désigne le procédé par lequel un revêtement liquide ou en poudre est atomisé en micro-gouttelettes dans un gaz (air comprimé ou azote) avant d'être accéléré vers la pièce au moyen d'une buse, d'une pompe haute pression (airless) ou d'un champ électrostatique ; on obtient ainsi une couche uniforme qui protège ou décore des pièces automobiles, aéronautiques, métalliques ou électroniques.

Facteurs clés d'impulsion du marché

La robotisation des cabines de peinture s'impose désormais chez les constructeurs automobiles et les équipementiers. Un rapport de l'intégrateur EVSINT montre qu'une cellule robotisée bien calibrée supprime l'overspray (surdose de peinture) et réduit jusqu'à 30% les rebuts de peinture et 20% la consommation d'énergie grâce au pilotage précis des trajectoires et au contrôle fermé du débit.

Renan Kerourio - Analyste - 01 44 70 20 96 - rkerourio@elcorp.com

Dans le même temps, la pression réglementaire sur les COV (composés organiques volatils) accélère la bascule vers les technologies poudres et électrostatiques. Selon la directive européenne, les ateliers de peinture doivent désormais limiter fortement leurs émissions, ce qui pousse les fabricants à adopter des technologies plus propres, comme la poudre ou l'électrostatique. Résultat : la conformité environnementale n'est plus un "bonus", mais un moteur clé d'investissement sur lequel Sames est déjà bien positionnée grâce à ses solutions faibles en solvants et à haut rendement.

Le cabinet Fact.MR rappelle que la recherche de procédés sans solvant constitue « le premier moteur de croissance » du powder-coating (peinture poudrée), dont la progression annuelle dépasse 6% ; GlobeNewswire souligne que ces revêtements émettent très peu de COV et affichent un rendement matière supérieur aux peintures liquides.

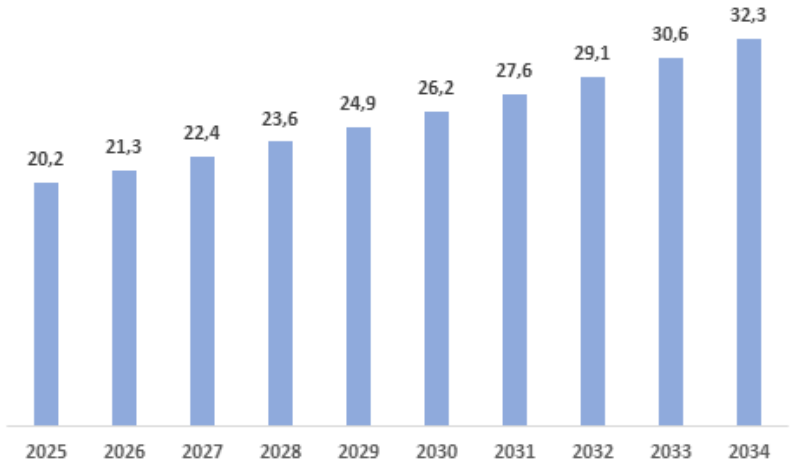
Le boom des véhicules électriques et de l'électronique de puissance renforce encore la demande : selon le magazine technique e-Mobility Engineering, les packs batteries et cartes imprimées nécessitent des revêtements anticorrosion, thermiques ou ignifuges, ce qui tire la vente d'équipements de pulvérisation à haute performance dans les nouvelles gigafactories.

Enfin, la quête d'efficience matière-énergie conduit les ateliers à adopter des pistolets HVLP (High Volume Low Pressure « haut volume basse pression ») ; le spécialiste Pittsburgh Spray Equipment rappelle que ces appareils atteignent environ 65% de transfert effectif, soit 20 à 30% d'économie de peinture par rapport aux pistolets conventionnels, tout en réduisant d'autant les émissions fugitives.

Chiffres et perspectives du marché

Selon IMARC Group, le marché des équipements de revêtement/pulvérisation pèse 23,1 Md$ en 2024 et atteindra 35,6 Md$ en 2033, soit un TCAM de 4,7%. De son côté, Precedence Research estime la valeur à 19,2 Md$ en 2024 et la projette à 32,3 Md$ en 2034 (TCAM de 5,3%). Cette convergence d'études confirme un marché robuste et en croissance régulière autour de 5% par an.

Évolution du marché de la pulvérisation industrielle 2024 en Md$

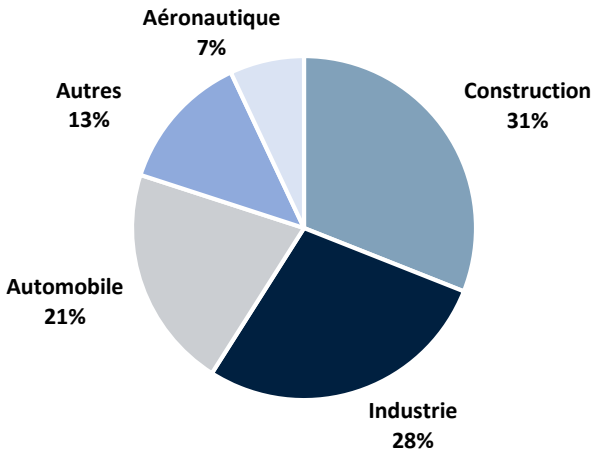


Source: Precedence Research, Coating Equipment Market Size, Share and Trends 2025 to 2034

D'après Precedence Research et comme indiqué ci-dessous, la construction, l'industrie et l'automobile sont les plus gros acheteurs d'équipements de pulvérisations industrielle. Ils totalisent à eux trois 80% des demandes du marché des équipements de revêtement/pulvérisation.

Le powder-coating equipment est le premier segment (≈ 43,6% des ventes 2024), apprécié pour le faible taux de COV et la possibilité de récupération d'overspray. Ce marché est déjà adressé par Sames grâce à des solutions de revêtement par poudre. Côté usages finaux, l'automobile pèse 35,4% au sein de ce segment en raison de la montée des véhicules électriques et des exigences anticorrosion ; l'aéronautique et l'électronique suivent.

Répartition sectorielle du marché de la pulvérisation industrielle 2024

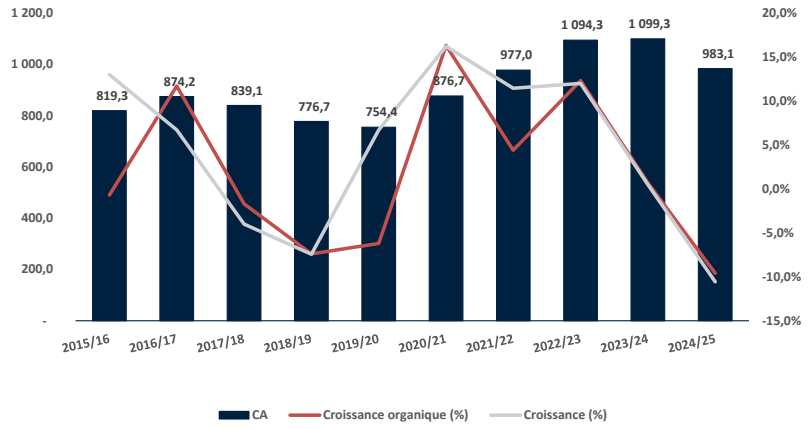


Source: Precedence Research, Coating Equipment Market Size, Share and Trends 2025 to 2034

Historique de performance

La trajectoire de croissance d'EXEL Industries s'inscrit dans les grandes tendances de ses marchés finaux. Depuis 2016, le groupe a affiché un chiffre d'affaires en progression avec un TCAM de +2,0% sur la période 2016-2025. Cette performance a été soutenue par une politique d'acquisitions ciblées, permettant à EXEL Industries de diversifier ses activités et d'atténuer son exposition aux cycles d'investissement propres à ses différents segments. Hors effet de périmètre, la croissance organique du groupe se distingue par une certaine régularité, avec une amplitude de variation contenue : un point bas de -9,6% en 2024/25 et un pic à +16,3% en 2020/21. Cette stabilité relative témoigne de la résilience du modèle d'affaires d'EXEL Industries.

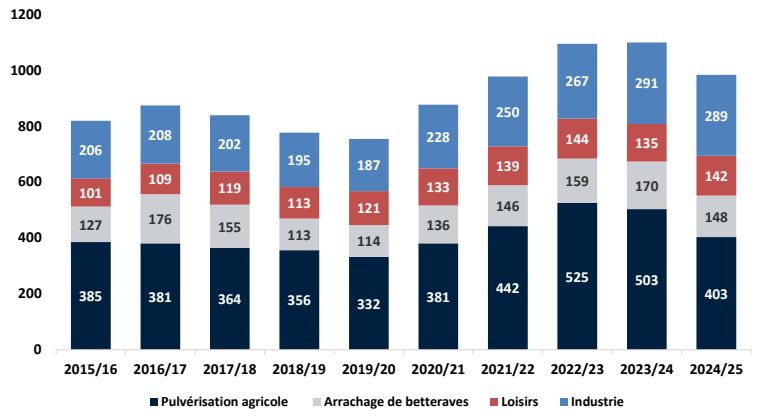
Évolution du chiffre d'affaires, 2016-2025 (M€)



Sources : Société, Euroland Corporate

Le graphique suivant illustre la diversification progressive du chiffre d'affaires d'EXEL Industries entre 2016 et 2025. Si la pulvérisation agricole reste dominante, sa part relative est passée de 47,0% à 41,0%, au profit de segments comme l'industrie (+55% en valeur) et les loisirs (+18% depuis 2020). Le segment Industrie représente désormais 29,4% du chiffre d'affaires, contre 25,1% en 2016, traduisant un développement soutenu. L'arrachage de betteraves, plus cyclique, reste stable mais progresse en valeur absolue. Cette évolution reflète une stratégie de rééquilibrage du mix d'activités, renforçant la résilience du modèle face aux cycles agricoles.

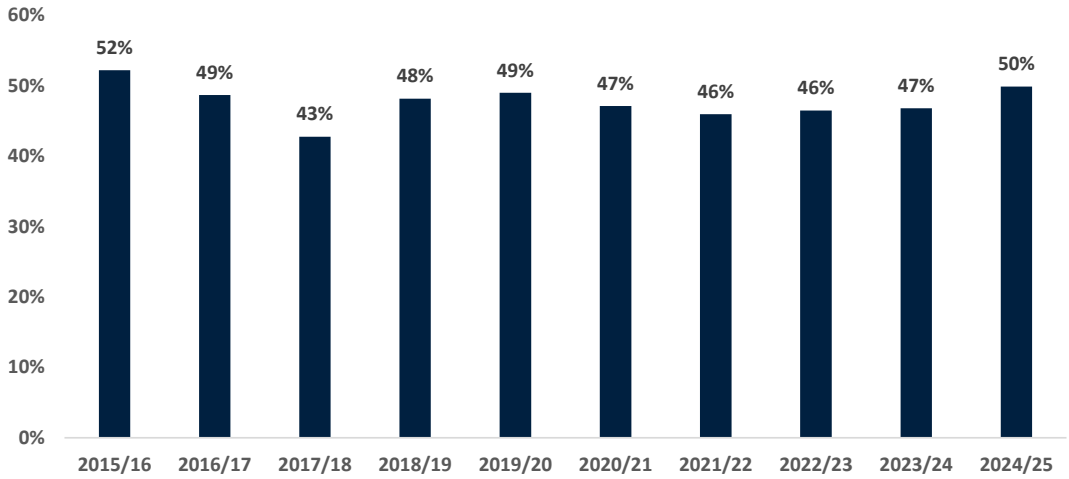
Évolution absolue du CA par activité, 2016-2025 (M€)



Sources : Société, Euroland Corporate

La stabilité des marges constitue un autre signe tangible de la diversification progressive opérée par le groupe. Malgré des chocs exogènes marqués, notamment la crise sanitaire liée au Covid-19, EXEL Industries a su préserver une rentabilité robuste et résiliente. Ainsi, ses principaux indicateurs financiers demeurent durablement positifs. Si la marge brute (définition Euroland) s'est contractée de -231 bps depuis 2015/16 (52,2% de marge) sous l'effet de l'évolution du mix pour s'établir à 49,9% en 2024/25, la marge d'EBITDA est restée systématiquement supérieure à 7%, tandis que la marge opérationnelle courante s'est maintenue au-delà de 4%. Cette constance dans la performance témoigne d'une bonne optimisation des OPEX ainsi que d'un modèle économique maîtrisé, moins exposé aux soubresauts conjoncturels. Toutefois, la société ne communique pas sur la rentabilité de chacune de ses BUs, limitant la visibilité sur la contribution précise de chacune d'elles.

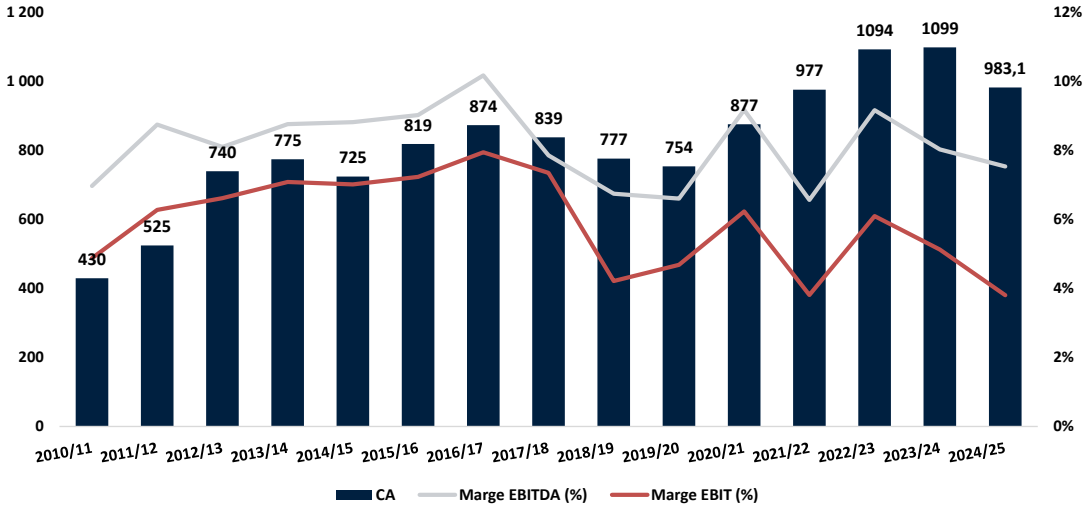
Évolution de la marge brute (en % du CA), 2016-2025



Source : Estimations Euroland Corporate

Renan Kerourio - Analyste - 01 44 70 20 96 - rkerourio@elcorp.com

Évolution du CA et marges, 2011-2025 (M€)

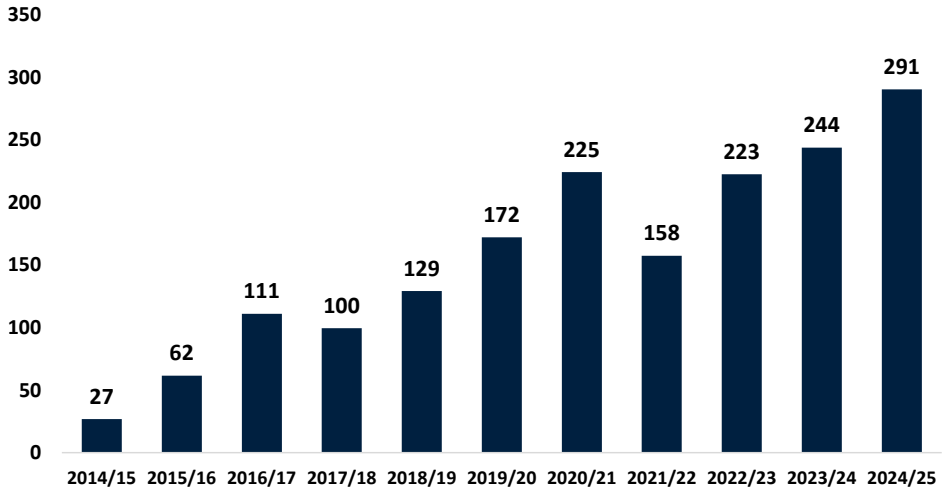


Sources : Société, Euroland Corporate

Une génération de FCF régulière, soutenu par un modèle peu intensif

Le modèle d'EXEL Industries se distingue par ailleurs par une génération de free cash-flow particulièrement régulière, bien que celle-ci soit relativement modeste à la vue du chiffre d'affaires réalisé. Sur les dix dernières années, environ 291 M€ de FCF cumulés ont été générés, soit une conversion moyenne de l'ordre de 35% de l'EBITDA (définition Euroland).

FCF cumulatif EXEL Industries, 2015-2025 (M€)

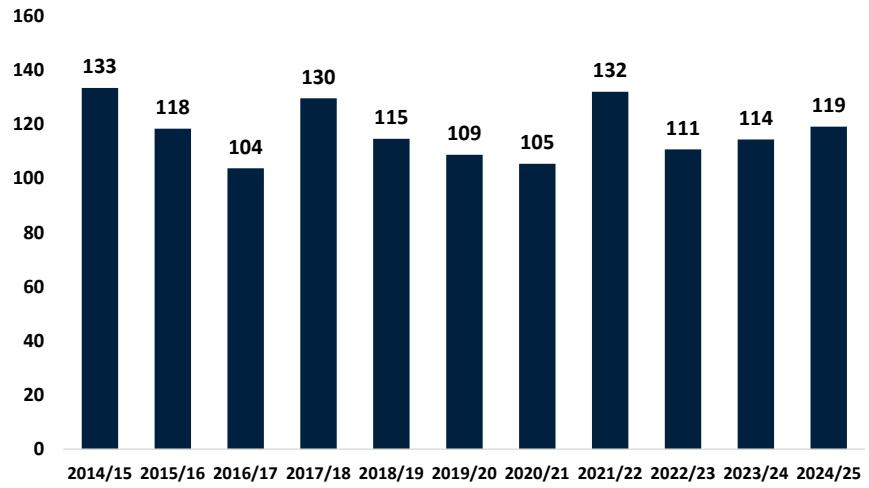


Sources : Société, Euroland Corporate

Cette solide génération de FCF repose sur un modèle peu capitalistique, combiné à une gestion rigoureuse du BFR. Bénéficiant de relations de long terme et de qualité avec ses

différentes parties prenantes, le groupe parvient à maintenir une discipline financière efficace. Sur les cinq dernières années, le BFR s'établit en moyenne à 321 M€, soit 116 jours de CA, un niveau relativement stable malgré la croissance du chiffre d'affaires et du mix.

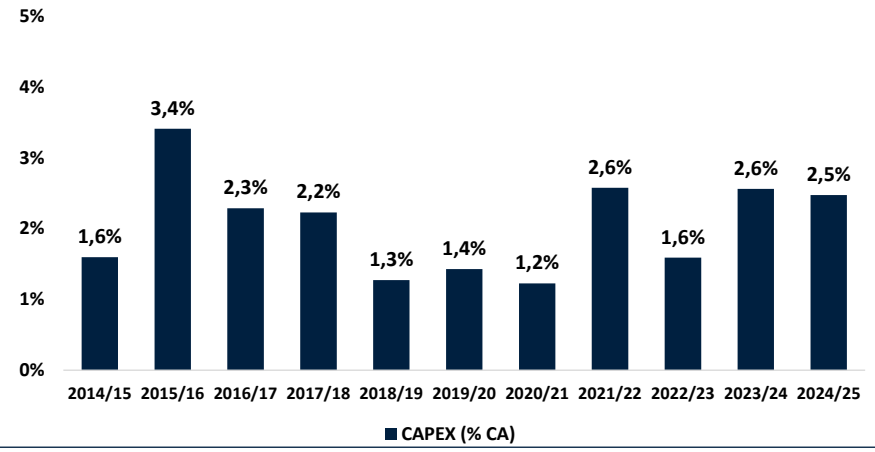
BFR EXEL Industries, 2015-2025 (en jours de CA)



Sources : Société, Euroland Corporate

La génération de FCF d'EXEL Industries est également soutenue par un faible besoin en investissements industriels. Ainsi, les CAPEX du groupe représentent en moyenne 2% du CA et n'ont jamais dépassé les 4%/an.

CAPEX EXEL Industries, 2015-2025 (% CA)



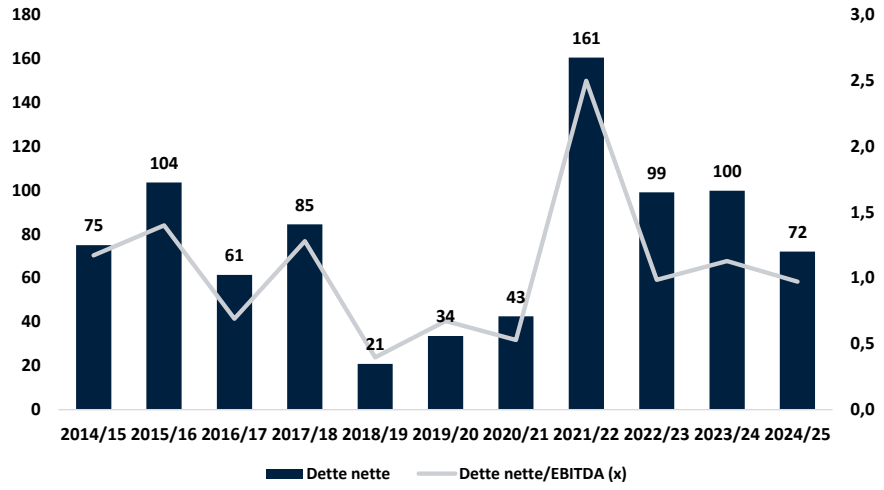
Sources : Société, Euroland Corporate

Un bilan de très bonne qualité

EXEL Industries affiche un bilan sain avec un levier de dette nette ex IFRS 16 de 1,0x en 2025. La bonne gestion de la direction, combinée aux qualités du modèle, à une approche rigoureuse, à une politique M&A opportuniste et à une génération très régulière de cash, permet d'afficher un bilan sain avec une position de dette sous contrôle.

L'endettement financier net ex IFRS 16 du groupe a atteint un point haut en 2021/22 et pour s'établir à 160,5 M€ à la fin de l'exercice, contre 42,6 M€ un an plus tôt. Cette évolution résulte de trois facteurs principaux : 1/ la reprise du versement de dividendes pour un montant de 11 M€ après deux années d'interruption, 2/ l'acquisition de GF (29,9 M€ de variation de périmètre), 3/ et l'augmentation des stocks de +11,7 M€ (variation de BFR de 91,9 M€) afin de sécuriser l'activité face aux tensions persistantes sur les chaînes d'approvisionnement.

Évolution dette nette ex IFRS 16 vs leverage EXEL Industries, 2015-2025 (M€, x)

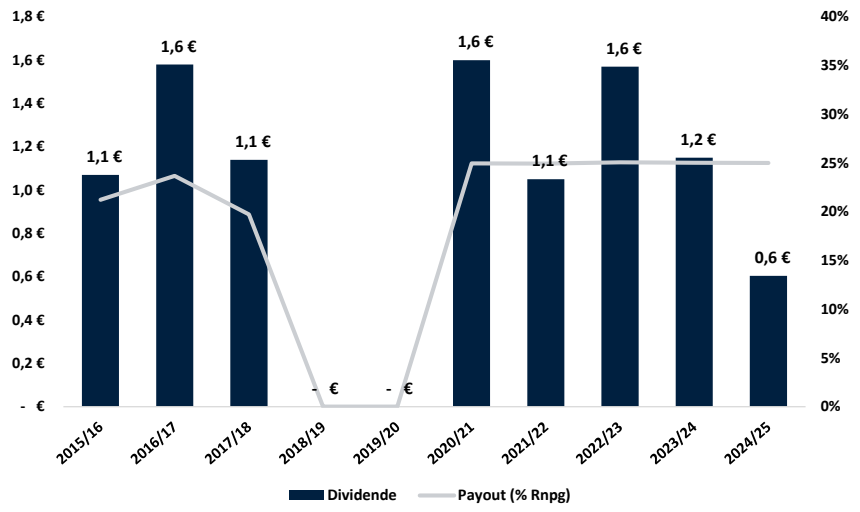


Sources : Société, Euroland Corporate

Une redistribution de valeur au bénéfice des actionnaires

Porté par un modèle résilient et une génération de trésorerie régulière, EXEL Industries a retenu une politique de distribution prévoyant le versement d'un dividende. Si la progression de ce dernier n'est pas linéaire, cette politique se montre néanmoins cohérente, avec un taux de distribution stabilisé autour de 25%. Ce niveau se traduit par un rendement moyen d'environ 2,1%. Il convient de rappeler que le groupe a suspendu son dividende lors de l'exercice marqué par la crise sanitaire, témoignant d'une gestion prudente et adaptée au contexte. De plus en 2018/19, le résultat net s'établissait à 4,1 M€, un exercice lourdement pénalisé par environ 22,1 M€ de coûts de restructuration au sein de la branche Pulvérisation Agricole ; dans ce cadre, le groupe avait aussi renoncé au versement d'un dividende.

Évolution dividende EXEL Industries, 2016-2025 (M€, %)



Sources : Société, Euroland Corporate

Perspectives stratégiques et financières

Un retour progressif de la croissance du chiffre d'affaires

Après une année 2024/25 marquée par une contraction des ventes sur le segment agricole, nous estimons que le groupe dispose des leviers nécessaires pour renouer avec une dynamique de croissance modérée.

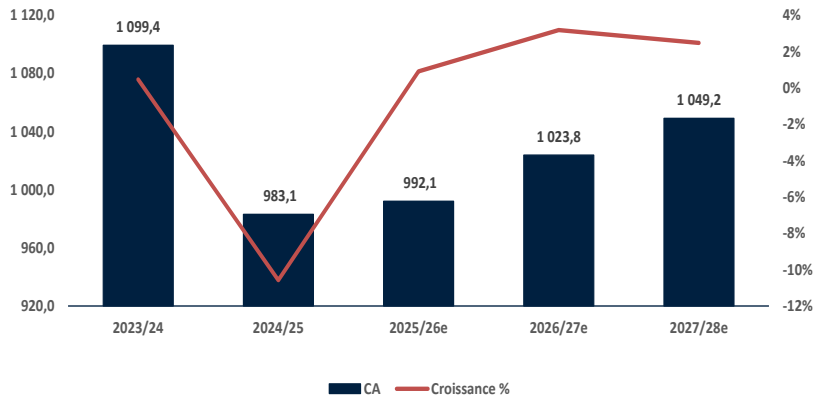
Sur le segment Arrachage de betteraves (15,1% du CA 2024/25), les ventes devraient demeurer sous pression. Le contexte macroéconomique, marqué par la réduction des surfaces sucrières, l'évolution des prix agricoles et l'environnement de marché sur les cycles de renouvellement des machines limitent la reprise des commandes, malgré la position de leader mondial du groupe dans cette activité. Dans la Pulvérisation agricole (41,0% du CA 2024/25), l'incertitude sur les carnets de commandes devrait prolonger la stabilité du chiffre d'affaires au premier semestre par rapport à l'exercice précédent. L'activité pâtit encore de volumes inférieurs à leur potentiel en raison d'un contexte agricole prudent.

À l'inverse, le segment Loisirs (14,5% du mix 2024/25), et plus particulièrement Jardin, bénéficie d'un niveau d'activité soutenu. La croissance enregistrée en 2024/25 devrait se prolonger en 2025/26 grâce à une demande robuste sur les marchés clés. Enfin, le segment Industrie (29,4% du CA 2024/25), dépendant du secteur automobile et des projets industriels, ne montre pas de signes évidents d'accélération à court terme. L'absence de reprise claire des investissements dans ces segments laisse prévoir une trajectoire assez plate sur l'exercice à venir.

Pour l'exercice 2025/26, nous anticipons un chiffre d'affaires de 992,1 M€, reflétant une croissance de +0,9% par rapport à l'exercice précédent, une reprise d'activité qui semble cohérente avec l'effet de base.

A moyen terme, nous pensons que le groupe devrait renouer avec des rythmes de croissance en ligne avec son historique. A horizon 2026/27, le groupe devrait en ce sens repasser au-dessus du milliard d'euros de chiffre d'affaires à 1 023,8 M€ selon notre estimation.

Évolution attendue du chiffre d'affaires (en M€, 2024-2028e)



Sources : Société, Euroland Corporate

Renan Kerourio - Analyste - 01 44 70 20 96 - rkerourio@elcorp.com

Une marge d'exploitation qui devrait continuer de s'améliorer

Nous pensons qu'EXEL Industries dispose d'une marge de progression au niveau de sa rentabilité. Les éléments suivants illustrent ce potentiel :

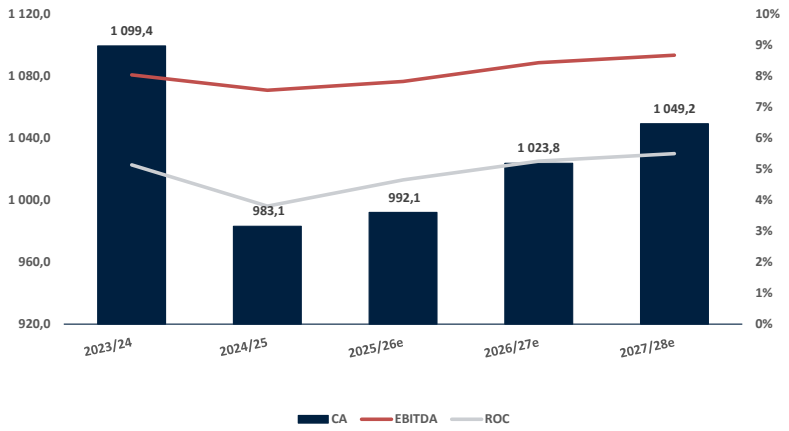
La marge brute devrait rester sur des niveaux élevés, portée par un mix produit plus favorable. La poursuite de la progression des activités d'aftermarket dans la pulvérisation agricole, traditionnellement mieux margées, constitue un moteur durable d'amélioration. Les publications récentes du groupe confirment en effet une montée régulière de cette composante dans le chiffre d'affaires, ce qui contribue à atténuer la cyclicité des ventes de matériels neufs.

La maîtrise des coûts de structure demeure un axe important de création de valeur. Les charges de personnel ainsi que les dépenses générales et administratives devraient progresser à un rythme inférieur à celui attendu du chiffre d'affaires, sous l'effet des mesures d'optimisation mises en œuvre depuis deux exercices. Cette dynamique devrait permettre un effet d'échelle progressif, malgré l'hétérogénéité conjoncturelle des marchés finaux. Sur la période 2024–27e, nous anticipons ainsi une croissance modérée des OPEX, en ligne avec un TCAM limité de +1,8%, reflétant la capacité du groupe à contenir l'inflation salariale et ses frais fixes.

Troisièmement, les dotations aux amortissements devraient demeurer relativement stables en proportion du chiffre d'affaires, compte tenu d'une politique d'investissement maîtrisée. EXEL Industries a indiqué maintenir un niveau de CAPEX discipliné, concentré sur l'innovation incrémentale et la modernisation des outils existants. Cette orientation se traduit par une stabilité des DAP rapportées au chiffre d'affaires, qui devraient rester proches de leurs niveaux historiques (autour de 3%).

La combinaison d'un mix plus porteur, d'une progression contenue des charges et d'une politique d'investissement équilibrée devrait permettre une amélioration graduelle de la performance opérationnelle. À ce titre, nous anticipons un résultat opérationnel courant de 46,2 M€ sur l'exercice 2025/26, soit une marge opérationnelle de 4,7%. Nous estimons ensuite un ROC de 57,7M€ en 2027/28e, en progression régulière par rapport aux niveaux observés ces dernières années.

Évolution attendue de la rentabilité (EBE et ROC en M€, 2020-2028e)



Source : Euroland Corporate

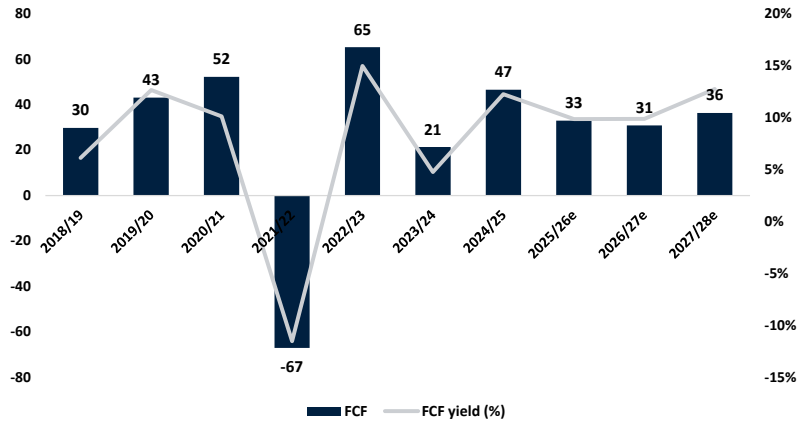
Une génération de cash attendue toujours positive

La génération de trésorerie du groupe devrait rester solide au cours des prochains exercices. L'amélioration progressive de la rentabilité contribue à renforcer la marge brute d'autofinancement, qui devrait poursuivre sa trajectoire positive. Parallèlement, l'optimisation continue du besoin en fonds de roulement, déjà engagée depuis plusieurs exercices à travers une gestion plus fine des stocks et des délais clients, représente un moteur supplémentaire de génération de trésorerie.

Les investissements devraient par ailleurs rester maîtrisés. Les CAPEX, (2,7% du CA 2025/26) sont anticipés en ligne par rapport à leurs niveaux historiques, traduisant une politique d'allocation du capital disciplinée et centrée sur la modernisation ciblée des sites et les développements produits à forte valeur ajoutée.

Dans ce contexte, nous estimons que le free cash-flow annuel d'EXEL Industries devrait demeurer positif, autour de 33 M€ en 2025/26, reflétant une capacité de conversion élevée, supérieure à 35% (42,4% en 2025/26). Le FCF yield ressortirait ainsi au-delà de 9,9%, un niveau qui nous paraît attractif compte tenu de la résilience du modèle économique, de la structure bilancielle solide et des perspectives de normalisation progressive du marché agricole.

FCF EXEL Industries et FCF yield, 2019-2028e, estimations Euroland (M€, %)



Source : Euroland Corporate

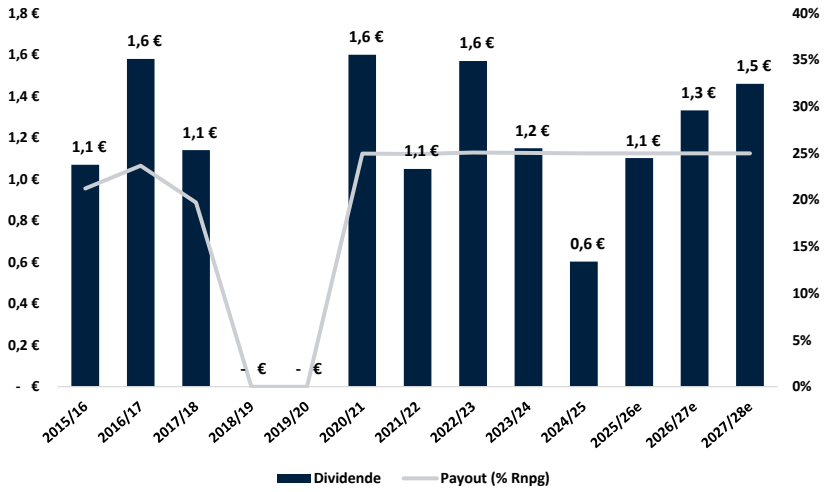
… Qui financera les acquisitions et le paiement du dividende

L'amélioration progressive de la génération de trésorerie devrait permettre à EXEL Industries de poursuivre le renforcement de sa structure financière, la dette nette pouvant selon nos estimations tomber à 73,1 M€ dès l'exercice 2025/26. Dans ce contexte, nous n'anticipons toutefois aucune évolution marquante dans l'allocation du capital. Le groupe adopte traditionnellement une approche prudente, privilégiant la solidité bilancielle et la flexibilité financière.

Conformément à cette philosophie, nous ne prévoyons pas de révision substantielle de la politique de distribution. Le dividende devrait rester aligné sur les pratiques

historiques, avec un taux de distribution stable autour de 25% du résultat net. Cette trajectoire reflète un équilibre cohérent entre le maintien d'un niveau de distribution régulier et la préservation de marges de manœuvre nécessaires au financement des investissements et des besoins opérationnels futurs.

Dividende (€/action) et payout (%), 2016-2028e, estimations Euroland



Source : Euroland Corporate

Un T1 en fort repli et une reprise qui se fait attendre

Publication du CA T1 2025/26

EXEL Industries a publié un chiffre d'affaires de 133,7 M€ au premier trimestre 202/26, en recul de -17,5% à données publiées et de -15,5% en organique, reflétant un environnement de marchés agricoles et industriels toujours dégradé.

La contraction est plus marquée qu'au cours des trimestres précédents et concerne l'ensemble des divisions, avec toutefois des signaux de stabilisation progressive dans certains carnets de commandes selon le management.

Un repli généralisé mais contrasté selon les métiers

La Pulvérisation agricole ressort à 49,0 M€, en baisse de -21,1% sur un an (-19,3% en organique), pénalisée par la prudence persistante des exploitants européens et par un fort recul en Amérique du Nord, tandis que l'Europe de l'Est demeure en progression relative.

L'Arrachage de betteraves recule de -29,4% en données publiées (-28,9% en organique) à 13,5 M€, impacté par la baisse du cours du sucre et la réduction attendue des surfaces cultivées, facteurs pesant sur les investissements en Europe occidentale et aux États-Unis.

L'activité Loisirs s'établit à 11,8 M€, en retrait de -8,8% en données publiées et -8,2% en organique, le trimestre ne représentant structurellement qu'une faible part de l'exercice, tandis que la dynamique reste favorable au Royaume-Uni et que le modèle Wauquiez 55 bénéficie d'une visibilité accrue après sa distinction au salon de Düsseldorf.

Enfin, la division Industrie affiche un CA de 59,3 M€, en baisse de -12,5% en données publiés et -9,5% en organique. Un recul partiellement technique lié au déploiement d'un nouvel ERP chez Sames qui a décalé une partie de la facturation vers le deuxième trimestre, alors que l'activité Tuyaux techniques montre une résilience notable dans le retail.

Perspectives

Pour la suite de l'exercice, le groupe indique une légère amélioration des carnets de commandes en Pulvérisation agricole par rapport au point bas observé au printemps 2025, avec un soutien potentiel attendu aux États-Unis via un programme fédéral de 12 Md$ destiné aux agriculteurs, susceptible d'accélérer les renouvellements d'équipements. Les marchés betteraviers demeurent toutefois orientés négativement en Europe de l'Ouest, tandis que la division Industrie anticipe un rattrapage mécanique

Renan Kerourio - Analyste - 01 44 70 20 96 - rkerourio@elcorp.com

au T2 des ventes décalées et une bonne tenue des commandes hors projets automobiles les plus cycliques. Dans ce contexte limité, la direction réaffirme ses priorités d'optimisation des coûts et de réduction de la dette nette, ce qui constitue selon nous un levier clé pour préserver la génération de trésorerie sur l'exercice.

La publication confirme la persistance d'un cycle bas dans l'agricole, principal contributeur au repli du groupe, tandis que la moindre saisonnalité du pôle Loisirs et le phasing défavorable en Industrie atténuent partiellement la lecture sous-jacente. Les éléments de soutien évoqués pour la seconde partie de l'exercice, en particulier l'amélioration progressive des carnets et l'effet des aides américaines, constituent des catalyseurs potentiels mais encore incertains à ce stade. Nous maintenons une approche prudente sur les perspectives annuelles, en attendant des signes tangibles de reprise des prises de commandes au T2 et une matérialisation effective du rattrapage en Industrie, tout en considérant positivement la discipline financière réaffirmée par le management.

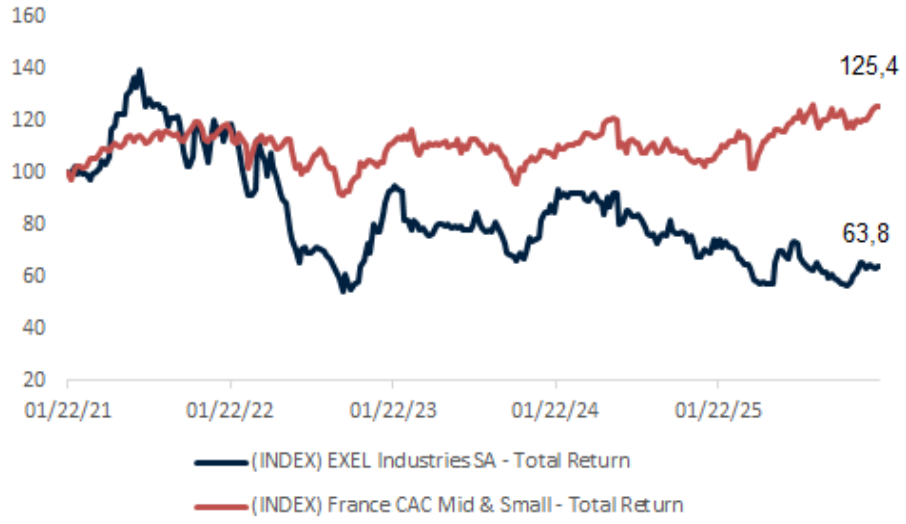
Renan Kerourio - Analyste - 01 44 70 20 96 - rkerourio@elcorp.com

Valorisation et objectif de cours

Parcours boursier depuis l'IPO

Depuis le 22/01/2021, EXEL Industries sous-performe son indice de référence. Le titre a enregistré une baisse de près de 36,2% quand le CAC Mid & Small a progressé de 25,4%. Sur l'exercice 2025, le cours de la société a cédé 8% contre un gain de 13% pour l'indice.

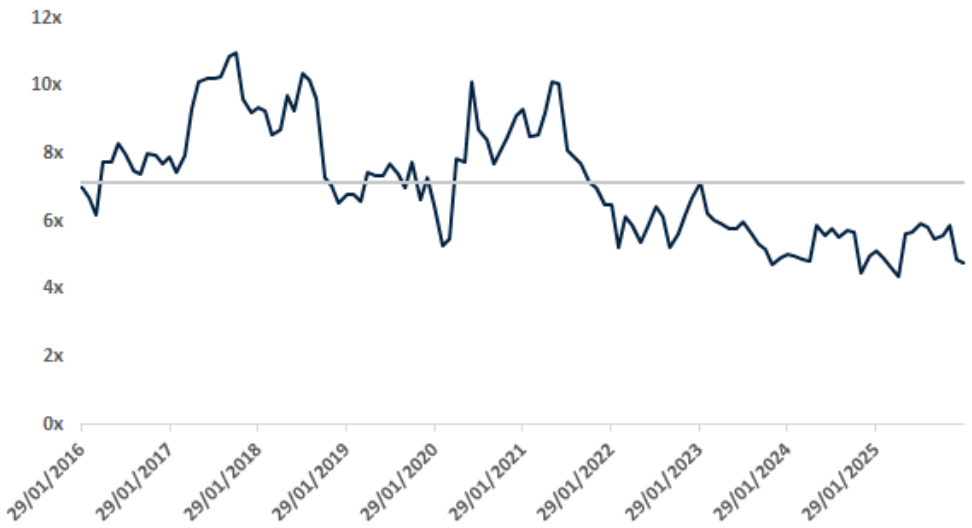
Évolution du cours de bourse sur les 5 dernières années (base 100, dividendes réinvestis)



Sources : FactSet, Euroland Corporate

Cette sous performance coïncide avec le fort derating de la valeur sur la même période. A partir de 2021, les multiples de valorisation d'EXEL Industries ont fortement dégonflé. L'EV/EBITDA forward est par exemple passé d'environ 10x pour atterrir à moins de 5x à janvier 2026. Nous pensons avoir identifié un certain nombre de facteurs explicatifs : désintérêt du marché pour l'industrie et la thématique, baisse des prix des intrants, stagnation des rendements, baisse de la consommation des acteurs du secteur agricole, de manière plus idiosyncratique, un ralentissement de la croissance organique du groupe et un tassement de ses marges (marge opérationnelle 2016/17 : 8,0% contre 3,8% en 2024/25).

NTM EV/EBITDA EXEL Industries, 2016-actuel (x)



Sources : FactSet, Euroland Corporate

Étant donné les différents éléments que nous avons mis en avant dans l'étude, nous pensons que ce derating est arrivé à son terme, et que la valorisation actuelle du titre pourrait repartir de l'avant étant donné les qualités du dossier.

Valorisation : DCF et multiples

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

DCF = valorisation de 55 €/action

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

- **Horizon du DCF :** Étant donné la visibilité du modèle à long terme, nous modélisons notre DCF sur un horizon à 10 ans (2035).
- **Croissance du chiffre d'affaires :** Nous tablons sur une reprise progressive de la croissance jusqu'en 2027, puis une croissance normative dégressive jusqu'en 2035.
- **Rentabilité opérationnelle :** nous prenons l'hypothèse d'une marge normative de 5,5% à partir de 2029e.
- **Investissements :** Nous maintenons les capex au-dessus de 2,7% du CA au cours des prochains exercices, avec des DAP qui convergent à 1x.
- **Un taux d'actualisation (WACC) de 8,93% basé sur :**
  - Un taux sans risque de 3,49% (OAT 10 ans au 26/01/2065) ;
  - Une dette financière nette de 73,1 M€ (avec IFRS 16) en 2025/26e;
  - Une prime de risque de 5,24% ;
  - Un béta désendetté de 1,19 ;
  - Un taux de croissance à l'infini de 1,0%.

DCF de EXEL Industries (55 €/action)

En M€	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	2034e	2035e
Chiffre d'affaires	**992**	**1 024**	**1 049**	**1 078**	**1 104**	**1 128**	**1 148**	**1 166**	**1 181**	**1 193**
variation (%)	*0,9%*	*3,2%*	*3,0%*	*2,7%*	*2,4%*	*2,1%*	*1,9%*	*1,6%*	*1,3%*	*1,0%*
Résulat opérationnel courant	**46**	**54**	**58**	**59**	**61**	**62**	**63**	**64**	**65**	**66**
MOC (%)	*4,7%*	*5,3%*	*5,5%*	*5,5%*	*5,5%*	*5,5%*	*5,5%*	*5,5%*	*5,5%*	*5,5%*
- Impôts	-11	-13	-14	-16	-16	-17	-17	-17	-17	-18
Taux d'IS (%)	*26,8%*	*26,8%*	*26,8%*	*26,8%*	*26,8%*	*26,8%*	*26,8%*	*26,8%*	*26,8%*	*26,8%*
+ DAP nettes	31	32	33	34	34	34	33	32	32	32
en % du CA	3,2%	3,2%	3,2%	3,2%	3,1%	3,0%	2,9%	2,8%	2,7%	2,7%
Cash flow opérationnel	**67**	**73**	**77**	**78**	**78**	**79**	**79**	**79**	**79**	**80**
BFR	323	333	341	351	359	367	374	379	384	388
en % du CA	32,5%	32,5%	32,5%	32,5%	32,5%	32,5%	32,5%	32,5%	32,5%	32,5%
- Variation du BFR	-2	-10	-8	-9	-9	-8	-7	-6	-5	-4
- Investissements opérationnels	-27	-28	-28	-29	-30	-30	-31	-31	-32	-32
en % du CA	2,7%	2,7%	2,7%	2,7%	2,7%	2,7%	2,7%	2,7%	2,7%	2,7%
Free Cash flow	**38**	**35**	**40**	**39**	**40**	**41**	**41**	**42**	**42**	**44**
Free Cash flow actualisé	**35**	**30**	**31**	**28**	**26**	**24**	**22**	**21**	**19**	**18**

Somme des FCF actualisés	254
Valeur terminale actualisée	184
Valeur d'entreprise	**437**
Dette nette	73
Actifs financiers	8,3
Intérêts minoritaires	1,4
Valeur des capitaux propres	**371**
Nombre d'actions	6 788
Valeur par action	**55**

Source : Euroland Corporate

Renan Kerourio - Analyste - 01 44 70 20 96 - rkerourio@elcorp.com

WACC

Calcul du WACC	
Taux sans risque (OAT 10 ans)	**3,49%**
Prime de risque	**5,24%**
Bêta sans dette	1,19
Bêta endetté	1,44
Coût des capitaux propres	**11,0%**
Coût de la dette	**3,35%**
Coût de la dette après impôts	**2,51%**
Coût moyen pondéré du capital	**9,17%**
Taux de croissance à l'infini	**1,00%**

Source : Euroland Corporate

Sur la base de nos estimations, notre valorisation par DCF ressort à 55 €/action. Ci-dessous, la sensibilité de notre valorisation aux hypothèses de taux d'actualisation, de croissance perpétuelle et de marge opérationnelle normative.

Matrices de sensibilité

MATRICE DE SENSIBILITE

		Taux de croissance à l'infini				
		0,00%	**0,50%**	**1,00%**	**1,50%**	**2,00%**
C	**8,17%**	58	59	59	60	60
M	**8,67%**	56	56	57	57	58
P	**9,17%**	54	54	**55**	55	56
C	**9,67%**	52	52	53	53	54
	10,17%	50	50	51	51	52

		Taux de marge opérationnelle courante				
		4,50%	**5,00%**	**5,50%**	**6,00%**	**6,50%**
C	**8,17%**	51	55	59	63	67
M	**8,67%**	49	53	57	61	64
P	**9,17%**	48	51	**55**	58	62
C	**9,67%**	46	49	53	56	59
	10,17%	44	47	51	54	57

Source : Euroland Corporate

Approche par comparables : 46 €/action

La deuxième méthode que nous avons retenue est celle des comparables boursiers. Nous avons construit un échantillon de sociétés comparables à EXEL Industries, classées par taille de capitalisation boursière, présentes à la fois dans le paysage du machinisme agricole que dans d'autres segments d'activités du groupe.

Approche par comparables EXEL Industries (46 €/action)

				EV/sales			EV/EBITDA			EV/EBIT			P/E		
Société	**Capitalisation (€M)**	**Dette nette**	**VE**	**FY1**	**FY2**	**FY3**	**FY1**	**FY2**	**FY3**	**FY1**	**FY2**	**FY3**	**FY1**	**FY2**	**FY3**
CNH Industrial NV	11262,7	1331,6	12594,3	0,8x	0,8x	0,8x	12,7x	9,1x		21,4x	12,9x		21,5x	13,6x	13,7x
Bucher Industries AG	3981,9	-553,3	3428,6	1,1x	1,0x		9,3x	8,3x		12,7x	11,0x		18,7x	16,2x	
Lindsay Corporation	1090,1	-144,0	946,1	1,7x	1,6x	1,6x	11,2x	10,1x	9,3x	14,3x	12,1x	10,1x	19,6x	17,3x	15,7x
Manitou BF SA	706,1	312,5	1018,6	0,4x	0,4x	0,4x	4,2x	3,8x		6,5x	5,7x	5,4x	7,1x	6,0x	
Masterflex SE	134,1	-3,3	130,8	1,2x	1,1x	1,0x	6,1x	5,3x	5,3x	8,2x	6,8x	6,7x	12,3x	10,1x	9,6x
Cofle S.p.A.	18,0	13,0	31,0	0,6x	0,5x		4,0x	3,6x		16,3x	8,7x	6,3x		17,1x	
Moyenne	**2 865,5**	**159,4**	**3 024,9**	**1,0x**	**0,9x**	**0,9x**	**7,9x**	**6,7x**	**7,3x**	**13,2x**	**9,5x**	**7,1x**	**15,8x**	**13,4x**	**13,0x**
Médiane	**898,1**	**4,9**	**982,3**	**0,9x**	**0,9x**	**0,9x**	**7,7x**	**6,8x**	**7,3x**	**13,5x**	**9,9x**	**6,5x**	**18,7x**	**14,9x**	**13,7x**

	CA			EBITDA			EBIT			RN		
	FY1	**FY2**	**FY3**	**FY1**	**FY2**	**FY3**	**FY1**	**FY2**	**FY3**	**FY1**	**FY2**	**FY3**
EXEL Industries SA	992	1 024	1 049	78	86	91	46	54	58	30	36	40
VE induite moyenne (M€)	949	917	991	617	579	665	611	512	411	473	484	516
VE induite médiane (M€)	937	908	956	598	586	665	624	530	376	558	538	544

VE moyenne induite (M€) issue des comparables	**478**
Dette nette	73
Actifs financiers	8
Intérêts minoritaires	1
Valeur des capitaux propres	**414**
Décote	25,0%
Nombre d'actions	6 788
Valeur par action	**46**

Source : FactSet, Euroland Corporate

La valorisation obtenue par cette approche repose exclusivement sur la moyenne des multiples d'EBIT et de RN appliqués à EXEL Industries, ce qui conduit à une valeur d'entreprise de 478 M€. Nous précisons que les multiples fondés sur le chiffre d'affaires et sur l'EBITDA n'ont pas été retenus dans le calcul final, ceux-ci apparaissant moins pertinents au regard du profil opérationnel du groupe et de la cyclicité marquée de certains de ses marchés. Cette sélection vise à privilégier des indicateurs plus directement corrélés à la rentabilité économique normative d'EXEL Industries et à sa capacité bénéficiaire à moyen terme.

Comparables utilisés :

CNH Industrial : CNH Industrial, cotée principalement au New York Stock Exchange et également sur Euronext, conçoit et commercialise des équipements agricoles sous les marques Case IH, New Holland et Steyr, tout en disposant d'une activité significative dans les matériels de construction. Le groupe affiche une capitalisation boursière d'environ 13,9 Mds$.

Bucher Industries : Cotée sur la SIX Swiss Exchange, Bucher Industries est un groupe suisse spécialisé dans les machines industrielles et agricoles, intégrant la marque Kuhn pour les équipements de travail du sol et de récolte. Sa valorisation boursière est autour de 3,6 Mds CHF.

Lindsay Corporation : Lindsay Corporation est un fabricant américain de solutions technologiques pour l'irrigation agricole (marque Zimmatic) et les infrastructures routières. Côté au NYSE, le groupe capitalise 1,3 Mds$.

Manitou BF : Manitou BF SA est un leader international dans les équipements de manutention et d'élévation pour les secteurs de la construction, de l'agriculture et de l'industrie, offrant une large gamme de chariots télescopiques, chariots élévateurs et plateformes. Le groupe capitalise 705,3 M€ et est côté à la bourse de Paris.

Masterflex : Masterflex SE est un spécialiste allemand de solutions de tuyauterie, raccords et systèmes de conduites techniques pour des applications industrielles variées, reconnu comme pionnier mondial dans les produits flexibles de haute performance. Le groupe capitalise 131,6 M€.

Cofle : Cofle est un fabricant italien d'équipements pour machines agricoles. Côté sur Euronext Growth Milan, le groupe capitalise 19,1 M€.

Nous dérivons une valeur par action EXEL Industries de 46 € avec la méthode des comparables. Nous avons appliqué une décote de 25% à notre equity value étant donné le profil de croissance et de rentabilité inférieur à celui des comparables. Cette décote pourrait se réduire en cas de redressement durable des marges et d'amélioration de la visibilité.

50 €/action (+32%), recommandation Achat

La moyenne de nos deux approches fait ressortir une valorisation de EXEL Industries à 50€/action, soit un potentiel de hausse de +32%. L'EV/EBITDA 2025/26e induit par notre valorisation est de 6,0x, un niveau toujours inférieur à la moyenne 10 ans du groupe.

Renan Kerourio - Analyste - 01 44 70 20 96 - rkerourio@elcorp.com

Annexes :

Compte de résultat (M€)	2020	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e	2028e
Chiffre d'affaires	754	877	977	1 094	1 099	983	992	1 024	1 049
Excédent brut d'exploitation	50	80	64	100	88	74	78	86	91
Résultat opérationnel courant	**35**	**55**	**37**	**67**	**56**	**37**	**46**	**54**	**58**
Résultat opérationnel	5	60	36	71	55	37	46	54	58
Résultat financier	-11	-2	1	-10	-12	-15	-6	-5	-4
Impôts	-5	-15	-9	-19	-13	-6	-11	-13	-14
Mise en équivalence	0	0	1	1	1	0	0	0	0
Part des minoritaires	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Résultat net part du groupe	**-11**	**43**	**29**	**42**	**31**	**16**	**30**	**36**	**40**
Bilan (M€)	**2020**	**2021**	**2022**	**2023**	**2024**	**2025e**	**2026e**	**2027e**	**2028e**
Actifs non courants	267	272	302	308	332	327	323	318	314
dont goodwill	63	64	71	72	72	71	71	71	71
BFR	225	253	353	332	345	321	323	333	341
Disponibilités + VMP	**99**	**83**	**66**	**65**	**50**	**42**	**47**	**49**	**55**
Capitaux propres	342	390	420	444	464	467	490	517	547
Dettes financières nette ex IFRS 16	34	43	161	99	100	72	47	25	-2
Total Bilan	**765**	**781**	**893**	**889**	**887**	**840**	**846**	**858**	**872**
Tableau de flux (M€)	**2020**	**2021**	**2022**	**2023**	**2024**	**2025e**	**2026e**	**2027e**	**2028e**
Marge brute d'autofinancement	33	56	50	59	59	47	61	69	73
Variation de BFR	20	7	-92	23	-9	24	-2	-10	-8
Flux nets de trésorerie généré par l'activité	**54**	**63**	**-42**	**83**	**50**	**71**	**60**	**58**	**65**
CAPEX nets	-11	-11	-25	-17	-28	-24	-27	-28	-28
FCF	**43**	**52**	**-67**	**65**	**21**	**47**	**33**	**31**	**36**
Augmentation de capital	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Variation emprunts	10	-20	103	-43	-13	-36	-20	-20	-20
Dividendes versés	0	0	-11	-7	-11	-8	-7	-9	-10
Flux nets de trésorerie liés au financement	**5**	**-26**	**85**	**-58**	**-33**	**-53**	**-27**	**-29**	**-30**
Variation de trésorerie	-3	25	-7	0	-14	-9	5	2	6
Ratios (%)	**2020**	**2021**	**2022**	**2023**	**2024**	**2025e**	**2026e**	**2027e**	**2028e**
Variation chiffre d'affaires	-2,9%	16,2%	11,4%	12,0%	0,5%	-10,6%	0,9%	3,2%	2,5%
Marge EBE	6,6%	9,2%	6,6%	9,2%	8,0%	7,5%	7,8%	8,4%	8,7%
Marge opérationnelle courante	**4,7%**	**6,2%**	**3,8%**	**6,1%**	**5,1%**	**3,8%**	**4,7%**	**5,3%**	**5,5%**
Marge opérationnelle	0,7%	6,8%	3,6%	6,5%	5,0%	3,8%	4,7%	5,3%	5,5%
Marge nette	-1,4%	5,0%	2,9%	3,9%	2,8%	1,7%	3,0%	3,5%	3,8%
CAPEX (% CA)	1,4%	1,2%	2,6%	1,6%	2,6%	2,5%	2,7%	2,7%	2,7%
BFR (% CA)	29,8%	28,9%	36,2%	30,3%	31,3%	32,7%	32,5%	32,5%	32,5%
ROCE	4,8%	7,8%	4,3%	7,8%	6,3%	4,3%	5,4%	6,2%	6,6%
ROCE hors GW	**5,5%**	**8,9%**	**4,8%**	**8,8%**	**7,0%**	**4,9%**	**6,0%**	**7,0%**	**7,4%**
ROE	-3,1%	11,1%	6,8%	9,6%	6,7%	3,5%	6,1%	7,0%	7,3%
Payout	0,0%	25,0%	24,9%	25,1%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%
Dividend yield	0,0%	2,4%	1,7%	3,2%	2,2%	1,5%	2,9%	3,5%	3,8%
Ratios d'endettement	**2020**	**2021**	**2022**	**2023**	**2024**	**2025e**	**2026e**	**2027e**	**2028e**
Gearing (%)	**9,8%**	**10,9%**	**38,3%**	**26,5%**	**27,7%**	**21,1%**	**14,9%**	**9,9%**	**4,6%**
Dette nette/EBE	0,7	0,5	2,5	1,2	1,5	1,3	0,9	0,6	0,3
EBE/charges financières	4,5	31,3	16,0	16,9	10,7	11,8	13,3	17,5	22,5
Valorisation	**2020**	**2021**	**2022**	**2023**	**2024**	**2025e**	**2026e**	**2027e**	**2028e**
Nombre d'actions (en millions)	6,8	6,8	6,8	6,8	6,8	6,8	6,8	6,8	6,8
Nombre d'actions moyen (en millions)	6,8	6,8	6,8	6,8	6,8	6,8	6,8	6,8	6,8
Cours (moyenne annuelle en euros)	39,2	67,5	61,3	49,7	51,5	41,5	38,0	38,0	38,0
(1) Capitalisation boursière moyenne	266	458	416	337	350	282	258	258	258
(2) Dette nette (+)/ trésorerie nette (-)	34	43	161	99	100	72	47	25	-2
(3) Valeur des minoritaires	0	0	0	1	1	1	1	1	1
(4) Valeur des actifs financiers	-5	-6	-7	-8	-8	-8	-8	-9	-9
Valeur d'entreprise = (1)+(2)+(3)-(4)	294	495	569	430	443	347	298	275	249
VE/CA	**0,4**	**0,6**	**0,6**	**0,4**	**0,4**	**0,4**	**0,3**	**0,3**	**0,2**
VE/EBE	5,9	6,1	8,9	4,3	5,0	4,7	3,8	3,2	2,7
VE/ROC	**8,3**	**9,0**	**15,3**	**6,4**	**7,8**	**9,3**	**6,4**	**5,1**	**4,3**
P/E	-24,9	10,5	14,6	7,9	11,2	17,2	8,6	7,1	6,5
P/B	0,8	1,2	1,0	0,8	0,8	0,6	0,5	0,5	0,5
P/CF	4,9	7,3	-9,9	4,1	7,1	4,0	4,3	4,4	4,0
FCF yield (%)	**14,6%**	**10,5%**	**-11,8%**	**15,2%**	**4,8%**	**13,4%**	**11,1%**	**11,2%**	**14,6%**
Données par action (€)	**2020**	**2021**	**2022**	**2023**	**2024**	**2025**	**2026**	**2027e**	**2028e**
Bnpa	-1,6	6,4	4,2	6,3	4,6	2,4	4,4	5,3	5,8
Book value/action	**50,3**	**57,4**	**61,8**	**65,4**	**68,4**	**68,8**	**72,1**	**76,1**	**80,5**
Dividende /action	0,0	1,6	1,1	1,6	1,2	0,6	1,1	1,3	1,5

Renan Kerourio - Analyste - 01 44 70 20 96 - rkerourio@elcorp.com

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 29/01/2026
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	Oui	Non	Oui

Renan Kerourio - Analyste - 01 44 70 20 96 - rkerourio@elcorp.com

« Disclaimer / Avertissement »

La présente étude a été préparée par Euroland Corporate indépendamment de EXEL Industries (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 évènements 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 règlementation 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 règlementaires 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."

Euroland Corporate 17 avenue George V 75008 Paris
01 44 70 20 80