



Capitalisation (M€)	29,8	Ticker	ALMIN.PA / ALMIN.FP
Objectif de cours	<b>7,50 €</b>	Nb de titres (en millions)	6,0
Cours au 10/06/2026	5,00 €	Volume moyen 12m (titres)	9 556
Potentiel	50,0%	Extrêmes 12m (€)	4,77€/6,94€

**Achat**

## Du courant et du cash

Fournisseur alternatif d'électricité verte et de gaz coté sur Euronext Growth Paris, Mint SA est un retailer digital asset-light qui commercialise ses offres auprès des particuliers et des professionnels, et qui s'est imposé comme l'un des rares acteurs du marché capable de leur donner l'accès à la transition écologique. Fort d'un bilan hors norme (trésorerie nette 2025 de 33,9 M€) et d'un pivot BtoB bien engagé avec 160 GWh à livrer en 2026, la société aborde l'ère post-ARENH avec des fondamentaux solides et une lisibilité croissante de ses résultats.

Nous initions le titre avec une recommandation à l'Achat et un objectif de cours de 7,50 €/action, traduisant un potentiel de hausse de +50%.



## Snapshot

Fondée en 1999 à Montpellier et cotée sur Euronext Growth Paris depuis 2006, Mint SA est un fournisseur alternatif d'électricité verte et de gaz qui a opéré un pivot stratégique décisif vers l'énergie en 2017, abandonnant progressivement son activité historique de télécom low-cost.

Avec 90 000 compteurs BtoC actifs et un portefeuille BtoB en forte accélération, la société s'est imposée comme un retailer digital asset-light, sans actif de production propre, dont la compétitivité repose sur la maîtrise des coûts d'acquisition, la qualité du sourcing ENR et un positionnement écoresponsable, qui place l'entreprise comme l'un des rares acteurs indépendants capables d'apporter aux PME et ETI françaises une offre de transition énergétique réellement accessible : électricité verte traçable, contrats pluriannuels sécurisés et services à valeur ajoutée.

Le modèle économique de Mint repose sur l'achat d'électricité sur les marchés de gros et, à la marge, via des PPA directs avec des producteurs renouvelables (Kallista Energy, Apex Energies), revendue à ses clients particuliers et professionnels avec une marge commerciale.

Depuis fin 2022, Mint dispose du statut de Responsable d'Équilibre, lui conférant un accès direct aux marchés spot et intraday de Nord Pool et supprimant les coûts d'intermédiation, un avantage structurel dans le nouveau régime post-ARENH. La fin du mécanisme d'Accès Régulé à l'Électricité Nucléaire Historique (ARENH) au 1er janvier 2026, remplacé par le Versement Nucléaire Universel, constitue un changement de paradigme pour l'ensemble des fournisseurs alternatifs, mais Mint aborde cette transition avec des fondamentaux bilanciaux solides et un modèle d'approvisionnement déjà largement adapté.

L'exercice 2025 valide cette thèse de positionnement : le BtoB, quasi inexistant il y a deux ans, représente désormais un moteur de croissance crédible avec 440 GWh de contrats pluriannuels signés et 160 GWh à livrer en 2026, dont un contrat structurant de 50 GWh/an avec le Groupe Riccobono. La diversification des services (pilotage de consommation, accompagnement décarbonation, offres sur-mesure) transforme Mint d'un simple fournisseur d'énergie en partenaire de la transition pour ses clients PME/ETI et renforce au passage la récurrence de ses revenus.

Le principal paradoxe de Mint réside dans sa valorisation : avec une trésorerie nette de près de 34 M€ pour une capitalisation boursière d'environ 30 M€, la valeur implicite des actifs opérationnels de la société ressort négative. Une anomalie de marché que nous attribuons à la conjonction d'une liquidité secondaire réduite et d'une lisibilité historique dégradée du P&L. La stabilisation et la diversification opérationnelle, combinée à la normalisation progressive des résultats de la société, ouvrent la voie à un re-rating du titre.

Nous initions le titre avec une recommandation à l'Achat et un objectif de cours de 7,50 €/action, traduisant un potentiel de hausse de +50%.

### Données financières (en M€)

au 31/12	2025	2026e	2027e	2028e
CA	84,7	90,3	97,2	103,3
var %	17,2%	6,6%	7,6%	6,4%
EBE	2,6	3,9	3,4	2,4
% CA	3,1%	4,3%	3,5%	2,3%
ROC	0,4	-0,6	-0,5	0,3
% CA	0,5%	-0,7%	-0,5%	0,3%
RN	3,6	0,4	0,5	1,1
% CA	4,3%	0,4%	0,5%	1,1%
Bnpa (€)	0,61	0,06	0,08	0,19
ROCE (%) ex GW	ns	ns	ns	6,3%
ROE (%)	11,0%	1,1%	1,5%	3,2%
Gearing (%)	-103,4%	-100,7%	-96,3%	-90,4%
Dette nette	-33,9	-33,4	-32,4	-31,4
Dividende n (€)	0,0	0,0	0,0	0,0
Yield (%)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

### Multiples de valorisation

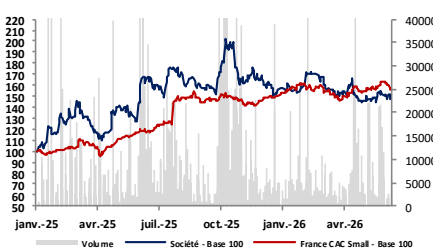
	2025	2026e	2027e	2028e
VE/CA (x)	ns	ns	ns	ns
VE/EBE (x)	ns	ns	ns	ns
VE/ROC (x)	ns	ns	ns	ns
P/E (x)	8,4	83,2	60,4	26,7

### Actionariat



### Performances boursières

Performances (%)	Ytd	1m	3m	12m
	-3,4%	3,6%	-1,1%	-9,1%



Fournisseur alternatif sur Euronext Growth Paris, Mint SA est un acteur de la transition énergétique à suivre de près, fort d'un bilan exceptionnel et d'un pivot BtoB qui commence tout juste à délivrer.

Au cœur d'un marché de l'énergie en pleine recomposition réglementaire, Mint a su traverser la crise de 2022 sans défaillance là où plusieurs concurrents ont disparu, et aborde aujourd'hui l'ère post-ARENH avec une trésorerie nette conséquente, des contrats BtoB pluriannuels en forte croissance et une mission simple : offrir l'accès à la transition énergétique à l'ensemble de ses clients.

## Pourquoi investir dans Mint ?



Un pivot BtoB bien engagé

Engagements de livraison 2026 : **160 GWh**



Une rentabilité normalisée : Marge d'EBITDA moyenne 26-28e **3,5%**



Une base de clients formée : **90k compteurs en BtoC**



Un bilan exceptionnellement solide : Trésorerie nette 2025 : **33,9 M€**



Une société déjà structurée :

Une équipe de **80** salariés



Un potentiel d'upside important : **+50%** de potentiel de hausse du titre



## Table des matières

<b>POURQUOI INVESTIR DANS MINT ?</b>	<b>3</b>
<b>SWOT</b>	<b>5</b>
<b>THESE D'INVESTISSEMENT</b>	<b>6</b>
<b>MINT : HISTORIQUE ET ACTIVITES</b>	<b>7</b>
<b>UN MARCHE EN PLEIN ESSOR</b>	<b>19</b>
<b>ANALYSE FINANCIERE ET PERSPECTIVES</b>	<b>31</b>
<b>VALORISATION ET OBJECTIF DE COURS</b>	<b>43</b>
<b>ANNEXES FINANCIERES</b>	<b>47</b>



## SWOT

S

### Forces

- Bilan exceptionnellement solide
- Pivot BtoB engagé, qui apporte de la visibilité
- Offre flexible et complète très orientée verte
- Capacité de résilience démontrée

W

### Faiblesses

- Lisibilité historique du P&L plutôt réduite
- Forte volatilité des résultats
- Taille critique encore insuffisante
- Dépendance partielle aux courtiers sur le BtoB

O

### Opportunités

- Rerating potentiel avec la normalisation du P&L
- Marché BtoB à fort potentiel
- Tendance de fond de l'électrification
- Consolidation sectorielle

T

### Menaces

- Marché BtoB dominé par EDF
- Évolution potentiellement défavorable du cadre réglementaire
- Saturation des acteurs en BtoC
- Persistance d'un churn élevé



## Thèse d'investissement

### **Un fournisseur digital d'électricité qui a fait ses preuves**

Fort d'une histoire de plus de 25 ans et d'un pivot réussi vers l'énergie, Mint a démontré sa capacité à traverser des cycles extrêmes, dont la crise énergétique de 2022, qui a emporté plusieurs de ses concurrents. Avec plus de 90 000 compteurs BtoC actifs, un ADN 100% digital et des coûts d'exploitation structurellement maîtrisés, la société dispose d'un socle opérationnel solide et éprouvé. Sa plateforme propriétaire, son service client internalisé et ses coûts d'acquisition parmi les plus bas du secteur constituent des avantages compétitifs durables dans un marché où la guerre des prix est permanente.

### **Un marché en plein essor**

La demande d'électricité en France est entrée dans une nouvelle phase de croissance structurelle, portée par l'électrification accélérée des usages : véhicules électriques, pompes à chaleur, réindustrialisation, data centers. RTE anticipe une hausse de la consommation nationale de l'ordre de 35 à 40% d'ici 2050, après une décennie de stagnation. Pour les fournisseurs alternatifs, ce contexte est fondamentalement favorable au développement de leur croissance : davantage de volumes à commercialiser, davantage de clients à convaincre de switcher, et des entreprises de plus en plus nombreuses à rechercher un fournisseur capable de leur proposer une énergie traçable et verte. Dans ce contexte, le marché adressable de Mint ne se réduit pas, mais grandit.

### **Un pivot BtoB qui change la donne**

Quasi inexistant il y a deux ans, le BtoB est devenu le principal moteur de croissance de Mint : 440 GWh de contrats pluriannuels signés, 160 GWh à livrer en 2026, un contrat structurant avec le Groupe Riccobono. Au-delà des volumes, Mint enrichit progressivement sa proposition de valeur avec des services qui renforcent la fidélité client et ouvrent de nouveaux relais de revenus. Ce pivot vers des revenus plus récurrents et plus visibles transforme en profondeur le profil de risque de la société, réduit la dépendance aux aléas du marché spot et pose les bases d'une rentabilité normalisée et durable que le marché ne price pas encore. Mint se présente désormais comme l'un des rares acteurs du marché capable de donner l'accès à la transition écologique à ses clients.

### **Et maintenant ?**

La normalisation du P&L, la montée en puissance du BtoB et l'amélioration progressive de la visibilité sur la rentabilité post-ARENH constituent autant de catalyts de re-rating à court et moyen terme. Pour un investisseur cherchant une exposition à la transition énergétique française avec une marge de sécurité bilancielle exceptionnelle, Mint offre aujourd'hui un point d'entrée que nous jugeons particulièrement attractif.



## Mint : Historique et activités

### D'opérateur télécom à acteur intégré de la transition énergétique

Fondée en 1999 à Montpellier par Kaled Zourray sous le nom de Telecom Data, Mint SA est un fournisseur d'électricité verte et de gaz à destination des particuliers et des professionnels. Anciennement opérateur télécom low-cost (Budget Telecom), la société a opéré son pivot vers l'énergie en 2017 avec le lancement de la branche Mint Énergie.

### Historique de développement

1999	Création de Telecom Data à Montpellier par Kaled Zourray
2000	Passage en SA et changement de nom pour Budget Telecom
2006	Introduction en bourse à Paris
2013	Début du pivot vers l'énergie avec le lancement de Qinergy
2016	Obtention de l'autorisation de fourniture d'électricité
2017	Lancement de Mint Énergie
2019	Entrée d'Eoden au capital via une augmentation de capital réservée (3,2 M€ pour 16,7% du capital). Lancement de Mint Mobile
2020	<b>OPA Eoden à 10 €/action à une valorisation des titres de 64 M€.</b> Lancement de l'offre gaz Élu meilleur fournisseur français d'électricité par la presse spécialisée
2021	Cap des 100 M€ de CA. Clôture de l'OPA avec environ 62% du capital détenu
2022	Acquisition de Planète Oui (120k clients). Crise de l'énergie et explosion des tarifs de l'électricité
2023	Premier PPA avec Kallista Energy et lancement de l'activité BtoB
2024	Montée en puissance de l'offre BtoB (CA x7,5) et de celle de gaz (x2) Départ du fondateur de son poste de DG
2025	Amende de 3,5 M€ du CORdis (CRE) pour non-conformité au dispositif d'accès à l'ARENH en 2022 Départ du fondateur de son poste d'administrateur en octobre Contrat de 50 GWh/an avec Riccobono (BtoB)
2026	Fin de l'ARENH. Engagements de livraison BtoB 2026 de 160 GWh Arrivée en mai d'une nouvelle présidente du conseil d'administration

Sources : Société, Euroland Corporate

Après sa création en 1999, Telecom Data se constitue en Société Anonyme en 2000 sous le nom Budget Telecom et entre en bourse sur Euronext Growth Paris en 2006. Elle opère pendant une décennie dans les télécoms avant d'amorcer un pivot stratégique décisif vers l'énergie.



Ce virage s'engage dès 2013 avec le lancement de Qinergy, un outil de suivi de consommation électrique en temps réel, puis s'accélère en 2016 avec l'obtention de l'autorisation de fourniture d'électricité. En 2017, Mint Énergie, fournisseur d'électricité 100% intelligent et vert, est lancé. Deux ans plus tard, Mint Mobile vient compléter l'offre sur le segment des forfaits mobiles responsables.

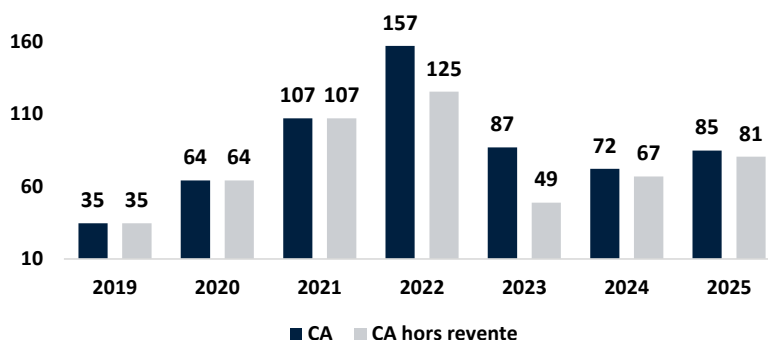
L'année 2019 marque également l'entrée d'Eoden, un family office montpelliérain à impact, au capital via une augmentation de capital réservée, prélude à une prise de contrôle plus large. En 2020, Eoden lance une OPA à 10 €/action. La même année, Mint se diversifie dans le gaz et est élue meilleur fournisseur français d'électricité par la presse spécialisée. L'OPA se clôture en 2021 avec environ 62 % du capital acquis par Eoden, année au cours de laquelle Mint franchit le cap des 100 M€ de chiffre d'affaires.

Pour la société, l'exercice 2022 constitue un exercice charnière à double titre : Mint acquiert Planète Oui et ses 120 000 clients pour 1,5 M€, consolidant significativement sa base résidentielle, tandis que la crise énergétique européenne et l'explosion des tarifs de gros viennent brutalement tester la résilience des fournisseurs alternatifs. Mint traverse la crise solidement, même si la société perd la majeure partie de ses clients à la suite de l'augmentation forcée des prix. La montée en puissance du segment BtoB s'enclenche réellement à partir de 2023 avec la signature de deux premiers PPA, avec Kallista Energy et APEX, ainsi que le lancement formel de cette activité. L'année suivante confirme l'inflexion : le CA BtoB est multiplié par 7,5 et l'activité gaz double.

En 2025, Mint signe un contrat structurant de 50 GWh/an avec Riccobono, mais doit en parallèle faire face à une amende de 3,5 M€ du CoRDIS (CRE) pour non-conformité au dispositif d'accès à l'ARENH durant la crise de 2022. L'exercice 2026 s'ouvre sur la fin définitive de l'ARENH, mais aussi une forte traction commerciale, avec des engagements de livraison BtoB de 160 GWh, posant les bases d'une nouvelle étape dans l'histoire de la société. Celle-ci s'accompagne également de la nomination d'une nouvelle présidente du conseil d'administration, annoncée en mai.

Mint a réalisé 84,7 M€ de chiffre d'affaires global en 2025 (+17,2% vs 2024). Hors ventes techniques d'énergie sur les marchés (voir plus loin), les ventes générées ont atteint 80,5 M€ (+20,6% YoY) sur l'année. La trajectoire de croissance de Mint, depuis le pivot vers l'Énergie, a été historiquement fluctuante. De 35 M€ en 2019, le CA est passé à près de 160 M€ au plus fort de la crise énergétique européenne, en 2022, avant de revenir sur des niveaux plus normatifs aujourd'hui.

## Chiffre d'affaires Mint, 2019-2025



Sources : Société, Euroland Corporate



## Management et actionariat

L'organisation de Mint est structurée autour de son comité exécutif, composé de :

### Gaël Joly – Directeur Général

Diplômé d'une grande école de commerce belge, il a passé cinq ans chez EY puis neuf ans comme Directeur M&A & Finance chez Valeco (développeur éolien et photovoltaïque). Il rejoint ensuite Eoden comme Directeur de la stratégie (expérience au cours de laquelle il a piloté l'OPA) avant d'intégrer Mint comme Co directeur général. Il devient directeur général de Mint en mars 2024.

### José Caballero – Directeur Général Adjoint

Ingénieur informatique de formation, il a passé neuf ans dans l'IT avant de rejoindre Budget Telecom, où il a enchaîné différents postes de direction pendant quinze ans. Il occupe le poste de DGA chez Mint depuis neuf ans.

### Sylvia Michels – Directrice Business & Produits

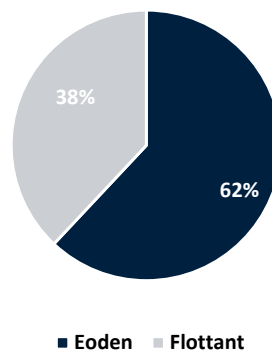
Diplômée d'une école de commerce française du top 10, elle a exercé pendant treize ans en digital, CRM et marketing au sein d'enseignes internationales (Etam, Orchestra) avant de rejoindre Mint comme CMO il y a cinq ans.

### Pierre Michon – DAF

Ingénieur de formation, titulaire d'un Master of Science américain et d'un master en comptabilité & finance, il a passé dix ans chez EY (audit & conseil puis conseil M&A) et cinq ans comme DAF de Fogale Nanotech avant de rejoindre Mint Énergie il y a quatre ans.

En matière de répartition du capital, Eoden détient toujours 62% de Mint à la suite de l'OPA réalisée en 2020. Le reste est du flottant. À notre connaissance, le pourcentage de détention de la direction actuelle est relativement faible, et provient d'actions gratuites distribuées depuis 2020, dont une partie a été attribuée via des actions propres. Un plan additionnel de 52,5k actions gratuites a été mis en place en 2024 (période d'acquisition de deux ans). À date, Mint ne détient plus d'auto-contrôle.

## Actionariat de Mint



Sources : Société, Euroland Corporate



## Une offre de services articulée autour de trois marques

L'offre commerciale de Mint est articulée autour de trois marques distinctes, chacune adressant un segment ou un usage spécifique : Mint Énergie, Mint Mobile et Mint Solaire.

### Les marques de Mint

**mint énergie**

Mint Énergie propose des offres d'énergie verte pour les particuliers et les entreprises.

B2C : offres d'électricité et de gaz flexibles (25 %, 50 % ou 100 % renouvelables).

B2B : solutions d'électricité sur mesure pour les petites entreprises, les PME et les grandes sociétés.

**mint mobile**

Mint Mobile est la marque de services mobiles destinée aux clients B2C de Mint :

Forfaits mobiles : des offres sans engagement qui contribuent à la plantation d'arbres et aux efforts de reforestation, afin d'aider à compenser les émissions de CO<sub>2</sub> liées à l'usage mobile.

**mint solaire**

Mint Solaire propose des kits d'autoconsommation (panneaux solaires et batteries) en partenariat avec des installateurs comme Otovo, permettant aux particuliers de produire et de consommer leur propre énergie verte.

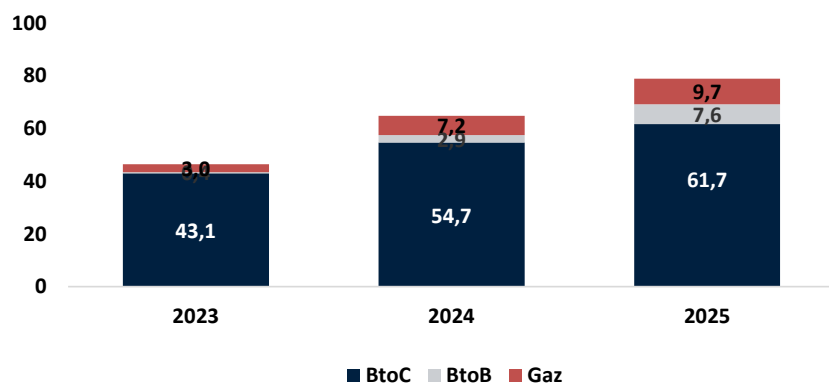
Qualité & durabilité : des panneaux fabriqués en Europe avec une garantie de 25 ans.

Sources : Société, Euroland Corporate

## Mint Énergie : le cœur de l'activité

Mint Énergie constitue le cœur de l'activité et la principale source de chiffre d'affaires de la société. La marque commercialise des offres d'électricité verte et de gaz auprès des particuliers (BtoC) comme des entreprises (BtoB), avec un positionnement axé sur la flexibilité contractuelle et la traçabilité de l'origine renouvelable de l'énergie fournie. Hors reventes techniques, le segment totalise près de 80 M€ de CA en 2025, très majoritairement porté par l'électricité BtoC, et affiche de la croissance régulière depuis 2023.

### Chiffre d'affaires Mint Énergie, 2019-2025 (M€, hors reventes techniques)



Sources : Société, Euroland Corporate

## BtoC : le métier historique

Le marché de la fourniture d'énergie aux particuliers est un marché de masse, structurellement dominé par EDF sur l'électricité et Engie sur le gaz, mais ouvert à la concurrence depuis 2007.











Un fournisseur alternatif comme Mint n'est pas producteur d'énergie. Il achète de l'électricité sur les marchés de gros ou via des contrats bilatéraux avec des producteurs, et la revend à ses clients résidentiels avec une marge commerciale. Le produit est parfaitement fongible : le réseau de distribution est le même quel que soit le fournisseur, et le client ne perçoit aucune différence dans la qualité de l'électricité livrée. La concurrence se joue donc exclusivement sur le prix, la structure des offres, le positionnement marketing et la qualité de la relation client.

Le client résidentiel souscrit un contrat auprès de son fournisseur, choisit une puissance de compteur et une formule tarifaire (prix fixe ou indexé sur le TRV, voir plus loin pour la définition), et est prélevé mensuellement sur une base estimée dans le cas d'une facturation annuelle. Une régularisation intervient en fin d'année sur la base de la consommation réelle relevée par Enedis. Le client peut également opter pour une facturation mensuelle, où il paie chaque mois la consommation de M-2.

Le changement (switch) d'un fournisseur à l'autre est gratuit, sans frais de résiliation, ce qui maintient un niveau de concurrence élevé et un churn structurellement important dans le secteur, caractéristique que Mint partage avec l'ensemble de ses concurrents alternatifs.

Dans ce contexte, Mint Énergie propose depuis 2017 des offres d'électricité verte aux particuliers, avec un niveau de sophistication plus avancé que par le passé. La gamme BtoC s'articule autour de trois formules standards : Online & Green, Classic & Green et Smart & Green. Elle se distingue par la durée de garantie tarifaire (1 à 3 ans) et le niveau de traçabilité de l'origine renouvelable (de 25 % à 100 % électricité verte et française).

## L'offre BtoC Électricité de Mint

ONLINE & GREEN	CLASSIC & GREEN	SMART & GREEN
<b>-11%</b>	<b>150€ offerts<sup>1</sup></b>	<b>300€ offerts<sup>2</sup></b>
Offre indexée au TRV garanti 1 an	Offre à prix fixe garanti 1 an	Offre à prix fixe garanti 2 ans
<ul style="list-style-type: none"> <li>Remise de 11% indexée sur le kWh HTT par rapport au TRV<sup>2</sup> garantie 1 an</li> <li>Prix de l'abonnement HTT indexé au TRV<sup>1</sup>, au niveau du TRV, garanti 1 an</li> <li>25% électricité verte et française</li> <li>Garanties d'origine*</li> <li>1 arbre planté<sup>2</sup> avec Reforest'Action</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Prix du kWh HTT et de l'abonnement HTT garantis 1 an</li> <li>Réduction de 150€ TTC sur 2 ans<sup>1</sup></li> <li>50% électricité verte et française</li> <li>Garanties d'origine*</li> <li>1 arbre planté<sup>2</sup> avec Reforest'Action</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Prix du kWh HTT et de l'abonnement HTT garantis 2 ans</li> <li>Réduction de 300€ TTC sur 3 ans<sup>2</sup></li> <li>100% électricité verte et française</li> <li>Garanties d'origine*</li> <li>1 arbre planté<sup>2</sup> avec Reforest'Action</li> </ul>
 Sans Engagement  Service France	 Sans Engagement  Prix fixe garanti  Service France	 Sans Engagement  Prix fixe garanti  Service France
<a href="#">Voir les tarifs</a> <a href="#">Souscrire</a>	<a href="#">Voir les tarifs</a> <a href="#">Souscrire</a>	<a href="#">Voir les tarifs</a> <a href="#">Souscrire</a>

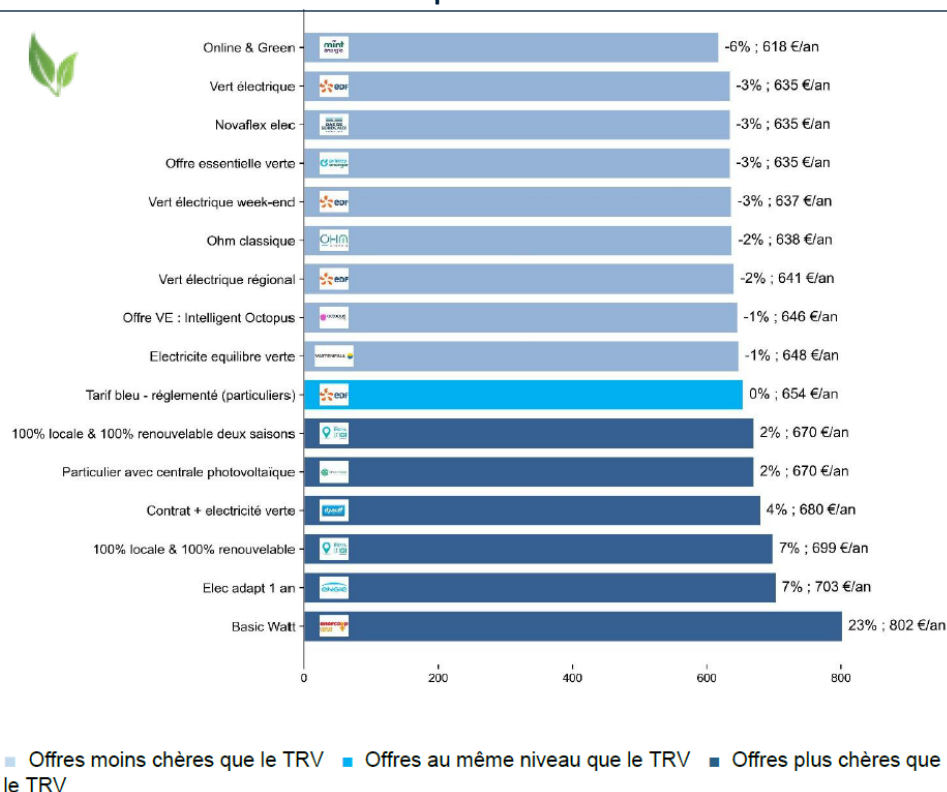
Sources : Société, Euroland Corporate

Sur le segment des offres à prix variable, et selon les données arrêtées au T4 2025 par un comparateur, l'offre Online & Green de Mint se positionne comme l'offre verte la moins chère du marché pour un client type Base (qui n'a pas choisi la formule Heures Pleines/Heures Creuses), à 618 €/an soit une remise de -6% par rapport au tarif réglementé (TRV à 654 €/an).

Elle devance les offres vertes d'EDF, Engie et Société Générale Energies, toutes à -3% du TRV, ainsi qu'Ohm Energie (-2%) et Octopus (-1%).



## Numéro 1 du marché sur les offres à prix variable en formule Base

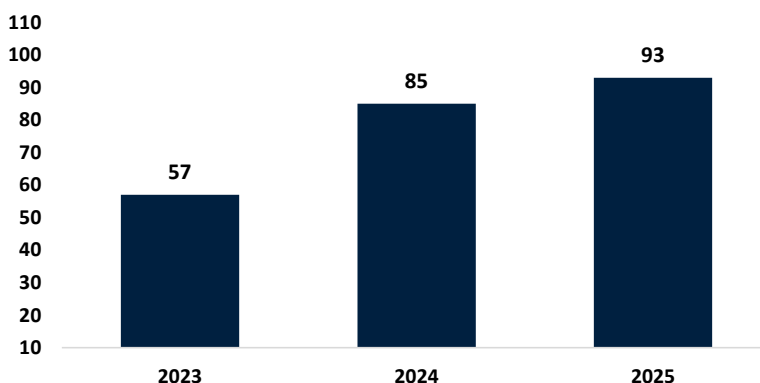


Sources : CRE, énergie-info.fr, Euroland Corporate

Afin de limiter le churn inhérent à un marché où le switch est gratuit et sans friction, Mint a intégré des mécanismes de bonus fidélité directement dans ses offres à prix fixe. Sur l'offre Classic & Green, deux bonus de 75 € sont versés respectivement au bout d'un et de deux ans, soit jusqu'à 150 € cumulés. Sur l'offre Smart & Green, calibrée sur une durée plus longue, deux bonus de 150 € sont versés à deux et trois ans, pour un total pouvant atteindre 300 €. Dans les deux cas, la réduction est déduite directement des mensualités et conditionnée au maintien du contrat actif, créant une incitation financière explicite à la rétention, tout en restant compatible avec l'absence de frais de résiliation imposée par la réglementation.

Et cela semble marcher. En deux ans, le nombre de compteurs géré par Mint (en incluant les clients gaz) a presque doublé, passant de 57 000 à fin 2023 à plus de 90 000 fin 2025.

## Évolution du nombre de compteurs BtoC Mint (k, 2023-2025)



Sources : Société, Euroland Corporate



## **BtoB : Un relais de croissance structurant**

Le marché de la fourniture d'énergie aux professionnels est structurellement différent du segment résidentiel. Les clients (TPE, PME, ETI, grandes entreprises) sont des acheteurs sophistiqués, souvent accompagnés de courtiers en énergie, qui négocient leurs contrats sur la base de leur profil de consommation réel (puissance souscrite, saisonnalité, heures pleines/creuses, été/hiver) et de leur appétence au risque de prix. Contrairement au particulier, les clients professionnels (hors catégorie C5, assimilée à du résidentiel et fournie sur grille tarifaire) font l'objet d'une proposition tarifaire dédiée, basée sur une analyse préalable de son site, de ses compteurs et de ses consommations historiques.

La segmentation réglementaire française distingue les sites selon leur niveau de puissance souscrite. Les compteurs dits C2-C4, correspondant à une puissance supérieure à 36 kVA, constituent la cible naturelle des fournisseurs alternatifs sur le segment professionnel : ils représentent des volumes de consommation suffisants pour justifier une gestion active du portefeuille d'approvisionnement, tout en restant accessibles à des structures commerciales légères. C'est précisément sur ce segment que Mint a concentré son développement BtoB depuis 2023.

L'approvisionnement d'un client professionnel repose sur une logique de couverture à terme : le fournisseur achète par anticipation les volumes d'énergie qu'il s'engage à livrer, sur des horizons pouvant aller de quelques mois à plusieurs années. Cette gestion du risque de prix est au cœur de la valeur ajoutée d'un fournisseur alternatif sur ce segment et elle se traduit concrètement dans la structure des offres proposées.

Mint articule ainsi son offre BtoB autour de trois produits principaux : l'Offre Maitrise, à prix fixe garanti sur 1 à 3 ans avec lissage ou saisonnalisation, qui offre au client une visibilité budgétaire, l'Offre ABC (offre à clics) et l'Offre Bloc + Spot, à prix indexé avec gestion personnalisée du risque, incluant un accès aux opportunités de marché et une option de pré-trimming afin de limiter l'exposition aux pics de prix. Les deux dernières offres sont dites « offres dynamiques ». L'ensemble de l'offre BtoB inclut par ailleurs une option électricité verte et est proposée sans engagement de consommation.

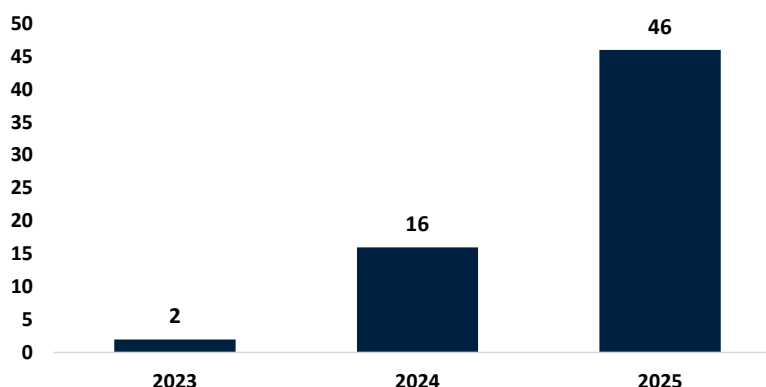
Depuis le lancement formel de l'activité en 2023, la trajectoire commerciale de Mint sur ce segment a été particulièrement soutenue. Le volume contractualisé à livrer a progressé de 102 GWh fin 2024 à 360 GWh fin 2025. En 2025, Mint a livré de manière effective près de 50 GWh à ses clients, soit une multiplication par plus de 20 en trois ans. Cette tendance valide entièrement la capacité opérationnelle de la société à exécuter ses engagements. Plus de 370 contrats ont été signés l'année dernière sur des verticales prioritaires (hôtellerie-restauration, tertiaire, industrie, commerce de détail) pour des clients allant de la TPE à l'ETI.

Parmi les références structurantes figure le Groupe Riccobono, avec un contrat de 50 GWh/an sur 2026-2027, qui illustre la montée en gamme progressive de Mint vers des contreparties de taille plus importante.

Au global, Mint compte à date 850 compteurs C2-C4 et environ 1400 compteurs C5 (assimilés résidentiels).



## Volumes BtoB livrés (GWh, 2023-2025)



Sources : Société, Euroland Corporate







## Gaz : l'offre complémentaire BtoC

Lancée en novembre 2020, l'offre gaz constitue une extension naturelle de la proposition de valeur de Mint Énergie, permettant à la société de proposer à ses clients résidentiels une couverture multi-énergie et de réduire mécaniquement le risque de churn en augmentant le nombre de points de contact contractuels.

La gamme se décline en trois offres : Biogaz Online, Biogaz Classic et Biogaz Smart, toutes indexées sur le Prix Repère du Gaz (PRG) et différenciées par la durée de garantie tarifaire (1, 2 et 3 ans respectivement) ainsi que par le niveau d'incorporation de biogaz français (5 %, 10 % et 15 %).

Le positionnement est cohérent avec l'identité de marque : le gaz commercialisé intègre du biométhane d'origine renouvelable, produit en France par méthanisation, tracé par certificats de garanties d'origine. Les offres Classic et Smart intègrent les mêmes mécanismes de bonus fidélité que sur l'électricité, qui sont conditionnés au maintien du contrat actif.

## L'offre BtoC Gaz de Mint

BIOGAZ ONLINE	BIOGAZ CLASSIC	BIOGAZ SMART
<b>Indexée au PRG</b>	<b>60€ offerts<sup>1</sup></b>	<b>120€ offerts<sup>2</sup></b>
<ul style="list-style-type: none"> <li>Indexée au PRG garanti 1 an</li> <li>5% Biogaz Français avec Garanties d'origine<sup>2</sup></li> <li>1 arbre planté<sup>4</sup> avec Reforest'Action</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Indexé au PRG garanti 2 ans</li> <li>Réduction de 60€ TTC<sup>1</sup></li> <li>10% Biogaz Français avec Garanties d'origine<sup>2</sup></li> <li>1 arbre planté<sup>4</sup> avec Reforest'Action</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Indexée au PRG garanti 3 ans</li> <li>Réduction de 120€ TTC sur 3 ans<sup>2</sup></li> <li>15% Biogaz Français avec Garanties d'origine<sup>2</sup></li> <li>1 arbre planté<sup>4</sup> avec Reforest'Action</li> </ul>
 	 	 
<a href="#">Voir les tarifs</a> <a href="#">Souscrire</a>	<a href="#">Voir les tarifs</a> <a href="#">Souscrire</a>	<a href="#">Voir les tarifs</a> <a href="#">Souscrire</a>

Sources : Société, Euroland Corporate



Sur le plan financier, l'activité gaz affiche une progression rapide depuis son lancement : le CA gaz est passé de 3,0 M€ en 2023 à 7,2 M€ en 2024 (+140%), puis à 9,7 M€ en 2025 (+35%), confirmant une dynamique de conquête soutenue. Le gaz représente désormais environ 11 % du CA total de la société, contre 3,5 % en 2023. Une montée en puissance qui diversifie le mix de revenus et réduit la dépendance exclusive au segment électricité.

## Mint Telecom : l'activité legacy

Mint Mobile est la verticale télécom de Mint, lancée en 2019 dans la continuité de l'ADN historique de la société. Budget Telecom avait précisément été fondée sur la fourniture de services de télécommunications.

Même si du chiffre d'affaires est encore réalisé sur lignes fixes, l'offre se positionne principalement sur le segment des forfaits mobiles responsables et sans engagement, avec un axe de différenciation centré sur la sobriété numérique et l'empreinte carbone du mobile. Concrètement, une fraction de chaque abonnement finance des actions de reforestation via Reforest'Action, au même titre que les abonnements électricité. La communauté Mint a contribué à la plantation de plus de 650 000 arbres à ce jour. La gamme se limite à deux forfaits simples : un forfait 5 Go à 8,99 €/mois et un forfait 90 Go à 12,99 €/mois, tous deux sans engagement, avec appels et SMS illimités en 4G+.

Les clients Mint Énergie bénéficient d'un tarif préférentiel bloqué, sans revalorisation après la première année applicable aux nouveaux clients. C'est un levier de fidélisation cross-produit qui incite à la multi-détention et augmente mécaniquement la rétention clients, ainsi que le coût de sortie de l'écosystème Mint.

## L'offre Mobile de Mint

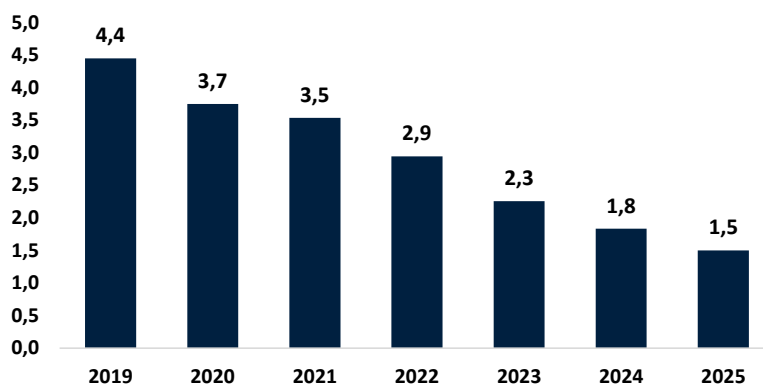
The infographic is set against a green background. At the top, it asks 'Vous êtes clients Mint Energie ?' and states 'Bénéficiez d'un tarif spécial sans condition de durée'. Below this, two offer cards are shown. The first card is for 'Forfait 5Go' with 'appels SMS/MMS illimités', priced at '8€99 /mois' (with a note 'pendant 12 mois puis 12,99€/mois' and 'Prix bloqué à 8,99€/mois pour les clients Mint Énergie'). The second card is for 'Forfait 90Go' with 'appels SMS/MMS illimités', priced at '12€99 /mois' (with a note 'pendant 12 mois puis 17,99€/mois' and 'Prix bloqué à 12,99€/mois pour les clients Mint Énergie'). Both cards feature an illustration of a hand holding a smartphone. Below the offer cards, the heading 'Pourquoi choisir Mint Mobile ?' is followed by four icons in rounded rectangles: 1. 'Une entreprise écoresponsable' with a tree icon. 2. 'Réseau 4G, 4G++ et 5G' with a smartphone icon. 3. 'Un service client en France' with a French flag icon. 4. '94% de nos clients recommandent Mint' with a thumbs-up icon.

Sources : Société, Euroland Corporate



Mint Mobile opère en tant que MVNO (opérateur virtuel), sans infrastructure réseau propre, en s'appuyant sur le réseau d'un opérateur hôte. Cette activité est en déclin structurel car elle n'est plus au centre du modèle de la société. Le chiffre d'affaires généré par la division est passé de 4,4 M€ en 2019 à 1,5 M€ en 2025. Son intérêt stratégique est donc moins financier que relationnel : Mint Mobile est avant tout un outil de fidélisation et de renforcement de l'identité de marque, cohérent avec le positionnement écoresponsable global de la société.

## Évolution du chiffre d'affaires Mint Mobile, 2019-2025 (M€)



Sources : Société, Euroland Corporate

## Mint Solaire : l'autoconsommation comme prolongement de la relation client

Mint Solaire est la verticale dédiée à l'autoconsommation photovoltaïque résidentielle. Le principe est simple : Mint propose aux propriétaires de maisons une solution d'installation de panneaux solaires, de l'étude préalable gratuite jusqu'à la mise en service, en prenant en charge l'ensemble des démarches administratives et techniques.

Le kit comprend des panneaux monocristallins installés en surimposition (évitant les problèmes d'étanchéité), un onduleur ou des micro-onduleurs, et une option batterie de stockage pour valoriser le surplus de production nocturne. Les équipements sont garantis 25 à 30 ans sur les performances et les pièces.

### Le kit Solaire de Mint



→ **Des panneaux photovoltaïques** monocristallins, qui sont installés en surimposition, pour éviter des problèmes d'étanchéité de l'intégration au bâtiment.

**25 à 30 ans de garantie** sur les performances, les pièces et les fixations des panneaux



→ **Un onduleur ou des micro-onduleurs** qui transforment le courant continu produit par les panneaux photovoltaïques en courant alternatif. Pour pouvoir installer les panneaux sur un toit en partie à l'ombre nous préconisons plutôt l'installation de micro-onduleurs.

**10 ans de garantie** pièces pour l'onduleur

**25 à 30 ans de garantie** pièces pour les micro-onduleurs



→ **Une batterie pour stocker le surplus** généré par votre installation et l'utiliser la nuit quand le soleil n'est plus au rendez-vous.



Mint ne réalise pas les installations en propre mais s'appuie sur un réseau d'installateurs certifiés RGE et QualiPV.

La logique de cross-sell avec Mint Énergie est là aussi assez directe : lorsque le client produit plus qu'il ne consomme, le surplus est réinjecté sur le réseau et Mint Énergie se positionne comme acheteur naturel de ce surplus. La relation commerciale, par ailleurs, renforce la rétention de la base clients énergie et s'inscrit dans la stratégie BtoB de rachat de production solaire déjà mise en œuvre avec certains clients professionnels (Ikea France, Bubendorff).

Sur le plan financier, Mint Solaire reste une activité start-up, dont la contribution dans les chiffres est encore très marginale selon nous. Mais le potentiel stratégique et relationnel est conséquent.

## Les points forts de Mint

Mint s'appuie sur plusieurs atouts structurels qui soutiennent son positionnement sur le marché français de la fourniture d'énergie.

### Les forces du modèle Mint



Sources : Société, Euroland Corporate

- La société bénéficie d'une connaissance approfondie du marché de l'électricité, acquise depuis sa création en 2016. Elle a traversé les différents régimes tarifaires successifs (dispositif ARENH, crise des prix de 2021-2022, mise en place du VNU à partir de 2026, voir plus loin) et maîtrise les mécanismes de sourcing, de couverture et de gestion du risque volume propres à l'activité de fournisseur alternatif.
- La société a développé en interne son outil de facturation, qui constitue le cœur de son système d'information. Cette solution propriétaire traite les données de comptage transmises par les gestionnaires de réseau (Enedis, GRDF), calcule les coûts de sourcing par client, produit la facturation et pilote le recouvrement. Le développement interne permet à Mint de s'affranchir des coûts de licence récurrents, d'adapter rapidement l'outil aux évolutions réglementaires et de déployer de nouvelles offres avec un time-to-market réduit.



- Mint dispose de fortes capacités marketing, reposant sur un mix d'acquisition digitale (référencement, affiliation, comparateurs en ligne) qui permet de maîtriser le coût d'acquisition client, poste clé de la rentabilité dans le secteur.
- Le service client est internalisé et basé en France, avec des équipes dédiées assurant la relation client sur l'ensemble du cycle (souscription, facturation, réclamations, résiliation). Cette proximité et cet accompagnement permettent à la société d'avoir de bonnes revues clients. Mint dispose d'une note de 3,8/5 sur Hellowatt (le comparateur de référence), de 3,9/5 sur Google (plus de 2k avis vérifiés) et de 4,7/5 sur Trustpilot (plus de 10k avis vérifiés). Dans un secteur où rares sont les fournisseurs qui ne croulent pas sous les critiques, Mint fait office d'excellent élève.
- La société est engagée dans une démarche RSE structurée, avec une fourniture d'électricité d'origine renouvelable certifiée par garanties d'origine et des engagements formalisés sur la transparence du sourcing et la qualité environnementale de l'offre. Mint est aussi labellisé AFNOR Engagé RSE niveau confirmé depuis 2020.
- L'offre de Mint se caractérise par une logique de services intégrés, combinant fourniture d'électricité, fourniture de gaz, offre mobile et solutions d'énergie solaire (autoconsommation). Cette approche permet d'augmenter l'ARPU et de renforcer la fidélité de la base client.
- La société adresse à la fois le marché des particuliers (BtoC) et celui des professionnels (BtoB), ce qui lui permet de diversifier ses canaux de croissance et de lisser la saisonnalité de la consommation, tout en accroissant sa visibilité, avec des contrats BtoB qui courent sur plusieurs années et qui s'apparentent à du chiffre d'affaires récurrent.
- Enfin, Mint s'appuie sur une équipe expérimentée couvrant l'ensemble de la chaîne de valeur : sourcing et trading d'énergie, systèmes d'information, développement commercial, relation client et conformité réglementaire.

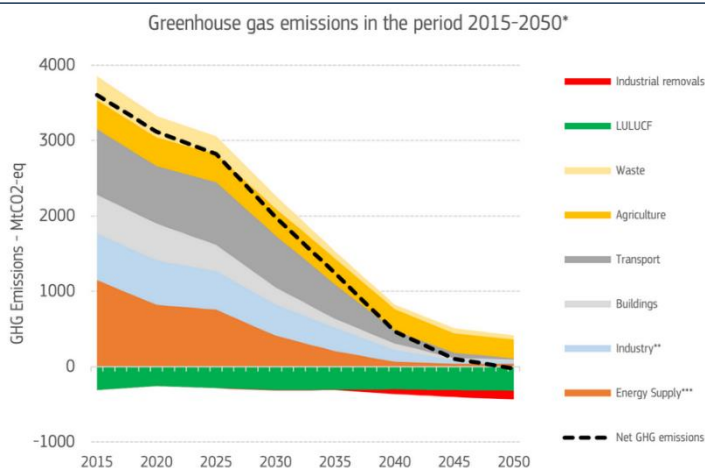


## Un marché en plein essor

### Le cadre réglementaire européen : l'électrification comme vecteur de décarbonation

Le marché européen de l'électricité s'inscrit dans une trajectoire réglementaire de long terme portée par le Green Deal européen et l'objectif de neutralité carbone nette à horizon 2050.

### Objectif d'évolution des émissions de GES, 2015-2050e



Sources : PRIMES, GAINS, GLOBIOM

La directive fixe un développement massif de la production et la consommation d'électricité, avec par exemple un objectif de 42,5% d'ENR dans la consommation totale d'énergie de l'UE d'ici 2030. En parallèle, la Commission a présenté en 2022 le plan REPowerEU, une initiative stratégique visant à réduire la dépendance du continent vis-à-vis du gaz russe, dans une période marquée par la crise énergétique consécutive à la guerre en Ukraine. Ce programme ne se limite pas à une réponse conjoncturelle : il ambitionne également d'accélérer la transition vers un modèle énergétique plus durable en renforçant massivement le recours à l'électricité, aux énergies renouvelables et en améliorant l'efficacité énergétique.

Ce plan s'inscrit dans la continuité du paquet législatif Fit for 55, adopté en 2021, qui constitue l'un des piliers du Pacte vert pour l'Europe. Celui-ci fixe un objectif contraignant de réduction de 55 % des émissions nettes de gaz à effet de serre d'ici 2030, par rapport aux niveaux de 1990. Pour atteindre cette cible, l'Union européenne compte sur une expansion massive des énergies renouvelables, qui devront représenter 42,5 % de la consommation finale brute d'énergie à l'horizon 2030. La concrétisation de cet engagement exige une accélération inédite des capacités de production renouvelable. D'après plusieurs études de référence, il serait nécessaire de porter d'ici 2030 le parc installé à environ 600 GW de solaire photovoltaïque et 500 GW d'éolien.



Ces ordres de grandeur illustrent l'ampleur des investissements requis et le rythme de déploiement exceptionnel attendu à l'échelle du continent.

## ... Ainsi que sa transposition en France

Les ambitions européennes trouvent leur déclinaison nationale dans deux instruments complémentaires : la Stratégie Nationale Bas-Carbone 3 (SNBC 3) et la troisième Programmation Pluriannuelle de l'Énergie (PPE 3), qui forment ensemble la Stratégie Française pour l'Énergie et le Climat (SFEC) couvrant la période 2026-2035.

La SNBC constitue la feuille de route climatique de la France. L'objectif est de réduire de 50 % les émissions brutes d'ici 2030 par rapport à 1990 puis d'atteindre la neutralité carbone en 2050. Concrètement, cela implique de porter le rythme de baisse des émissions à environ 5%/an entre 2022 et 2030.

La PPE 3 est le volet opérationnel de cette stratégie sur le plan énergétique. Publiée par décret le 13 février 2026 après trois ans de débats, elle fixe la feuille de route de production et de consommation d'énergie de la France pour 2026-2035. Ses deux axes structurants sont la réduction de la dépendance aux énergies fossiles et l'électrification durable de l'économie. Sur la demande, la PPE 3 projette une hausse de la consommation d'électricité de +40% entre 2023 et 2035, portée par l'électrification des trois grands secteurs émetteurs : les transports, la mobilité et l'industrie.

La part de l'électricité dans la consommation d'énergie finale doit passer de 27% en 2023 à 34% en 2030 et 39% en 2035, ce qui implique un fort développement des capacités de production. La PPE 3 marque un virage majeur par rapport à la PPE 2 en actant la relance nucléaire : production cible de 380 TWh/an en 2030 et 420 TWh/an en 2035, confirmation de la construction de 6 EPR 2, et optimisation du parc existant de 57 réacteurs. En parallèle, les ENR poursuivent aussi leur déploiement.

Au total, la production électrique décarbonée est ciblée entre 650 et 693 TWh en 2035, contre 544 TWh aujourd'hui, soit une croissance de 20 à 27% en une décennie. Un investissement de 100 Md€ est prévu pour le réseau de transport d'ici 2040.

## Les ambitions françaises en matière d'électrification

		2023	2030	2035
Filières électriques	PRODUCTION D'ÉLECTRICITÉ DÉCARBONÉE <sup>1</sup>	458 TWh	585 TWh	Entre 650 et 693 TWh
	PRODUCTION NUCLÉAIRE	56 réacteurs 320,4 TWh	57 réacteurs en service 380 TWh (Cible haute à 420 TWh)	
	PHOTOVOLTAÏQUE	19,3 GW <sup>6</sup> 22,7 TWh	48 GW ~59 TWh	55 – 80 GW ~67 – 98 TWh
	ÉOLIEN TERRESTRE	21,9 GW <sup>6</sup> 48,7 TWh	31 GW ~68 TWh	35 – 40 GW ~80 – 91 TWh
	ÉOLIEN EN MER	0,84 GW <sup>6</sup> 1,9 TWh	3,6 GW ~14 TWh	15 GW <sup>6</sup> ~59 TWh
	HYDRO-ÉLECTRICITÉ	25,9 GW (avec STEP) <sup>7</sup> 54,2 TWh <sup>7</sup>	26,3 GW (avec STEP) ~54 TWh	28,7 GW (avec STEP) <sup>8</sup> ~54 TWh
Filières non électriques	CHALEUR ET FROID RENEUVELABLES ET DE RÉCUPÉRATION	172 TWh chaleur <sup>6</sup> 1 TWh froid livré par les réseaux	297 TWh chaleur 2 TWh froid livré par les réseaux	328-421 TWh chaleur 2,5 – 3 TWh froid livré par les réseaux
	BIOMÉTHANE injecté dans les réseaux de gaz naturel (objectifs en TWh PCS)	9 TWh	44 TWh*	47 – 82 TWh
	BIOCARBURANTS dans le transport	38 TWh dans le transport	55 TWh dans le transport	70 – 90 TWh (transport et hors transport)
	HYDROGÈNE (capacité d'électrolyse installée)	0 GW	Jusqu'à 4,5 GW (9-19 TWh pci)	Jusqu'à 8 GW (16-40 TWh pci)

Sources : Ministère de la transition écologique, [connaissancesdesenergies.org](https://www.connaissancesdesenergies.org)

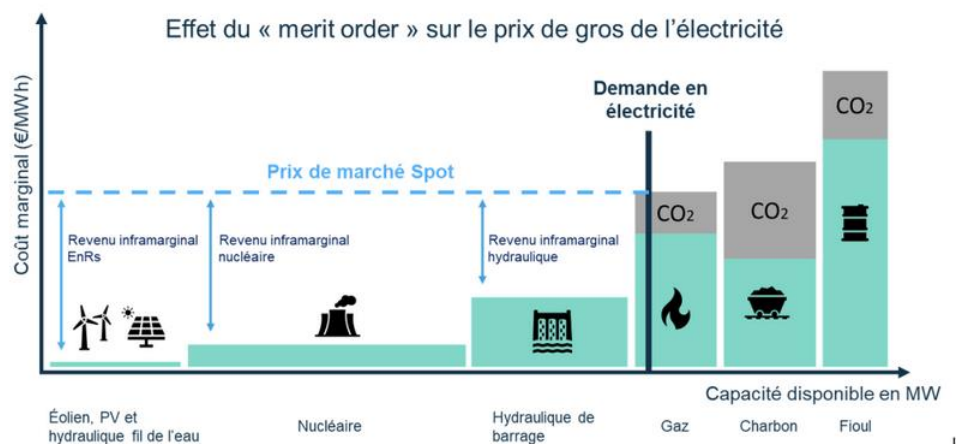


Pour un fournisseur comme Mint, ce cadre programmatique est porteur : la hausse structurelle de la consommation électrique signifie un marché adressable en croissance, tiré par de nouveaux usages (VE, PAC, datacenters) qui s'ajoutent à la base résidentielle existante.

## La formation du prix de l'électron sur le marché européen

Le prix de l'électricité en Europe se forme selon le principe de l'ordre de préséance économique, appelé également merit order. Les centrales de production sont appelées par coût marginal croissant jusqu'à satisfaire la demande à chaque instant. Le prix de marché est fixé par la dernière centrale appelée.

### Le mécanisme du merit order

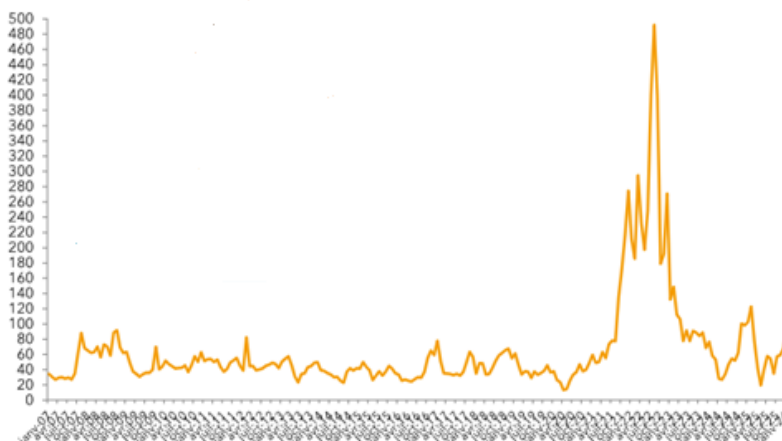


Sources : Engie

En pratique, l'empilement est le suivant : d'abord les renouvelables et le nucléaire (coût marginal quasi nul), puis l'hydraulique, ensuite les centrales à gaz, et enfin le charbon/fioul en pointe. Conséquence structurelle : même si le parc français est composé à environ 70 % de nucléaire, le prix spot est très souvent fixé par le gaz.

C'est ce couplage prix gaz / prix électricité qui explique la flambée de 2021-2022 en France : quand le prix du gaz a été multiplié par 10, le prix spot de l'électricité a suivi mécaniquement, passant d'environ 50 €/MWh en moyenne historique à plus de 200 €/MWh au Q4 2021 et jusqu'à 1 659 €/MWh en pointe au S2 2022, alors même que le coût de production du nucléaire n'avait pas changé.

### Prix spot day-ahead moyen mensuel en France (€/MWh) – 2007-2026



Dans ce contexte, le marché européen de l'électricité a été partiellement réformé par l'adoption en juin 2024 d'un nouveau cadre réglementaire. Cette réforme ne remet pas en cause le merit order, qui reste le mécanisme le plus efficient pour allouer les capacités de production à court terme, mais cherche à en découpler les conséquences pour les consommateurs via les CFD (contract for difference) et les PPA, instruments qui permettent de verrouiller un prix de long terme indépendant de la volatilité du spot.



## Le fonctionnement du marché de gros

Le marché de gros désigne, selon la définition de la CRE, le marché où l'électricité est négociée avant d'être livrée sur le réseau à destination des clients finaux. C'est la pierre angulaire de l'approvisionnement pour tout fournisseur d'énergie : c'est là que se forme le coût de la "matière première" qui sera ensuite revendue au détail aux particuliers et aux professionnels. Ce marché met en relation les producteurs, les fournisseurs alternatifs, les traders et les gros consommateurs industriels. Le marché de gros s'organise selon deux axes : le mode de négociation (gré à gré/OTC ou bourse organisée) et l'horizon temporel (spot ou terme). Ces deux axes se combinent pour offrir aux fournisseurs une palette d'instruments complémentaires, chacun répondant à un objectif différent dans la gestion du risque prix et du risque volume.

**Le marché à terme** (futures/forwards) est l'outil principal de couverture (hedging). Via des bourses organisées, comme EEX ou de gré à gré (OTC), les fournisseurs achètent de l'électricité pour livraison future sur des horizons allant de la semaine au calendrier Y+6. Les principaux produits négociés sont le baseload (ruban 1-24h) et le peakload (8-20h). Un fournisseur prudent couvre son portefeuille clients 12 à 24 mois à l'avance, en empilant des tranches d'achat à mesure que la visibilité sur ses volumes de livraison se précise et que les prix se constituent. C'est sur ce marché que se construit le coût d'approvisionnement. L'intérêt du marché à terme pour les participants est avant tout de gérer le risque prix : en fixant à l'avance le coût d'une partie de ses achats, le fournisseur se protège contre les variations futures du spot.

**Le marché spot** couvre les horizons plus courts. Le day-ahead (EPEX SPOT) fixe, la veille pour le lendemain, le prix pour chaque heure de la journée suivante via un mécanisme d'enchère. C'est ce prix de référence qui sert de base au calcul du TRV (Tarif Réglementé de Vente) et aux offres indexées marché. Le marché intraday permet ensuite des ajustements en continu pour couvrir les écarts entre prévisions et consommation réelle. L'intérêt du marché spot est de gérer le risque volume : ajuster en temps quasi réel les positions d'achat en fonction de la demande effectivement constatée.

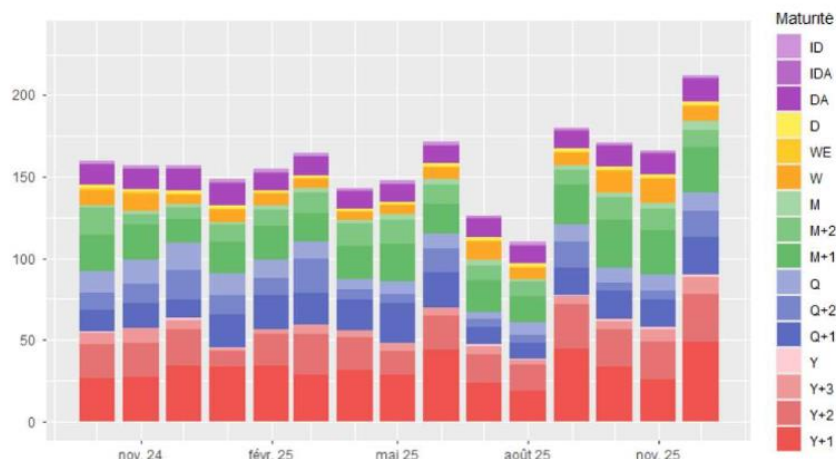
### Le marché de gros de l'électricité en simplifié

	Spot	Futures
Bourse		
Horizon	Day ahead (J+1) ou Intraday	Semaine Mois Trimestre Année
Produits offerts	Baseload Peakload Blocs Heures	Baseload (1-24h) Peakload (8-20h)
Rôle	Risque volume	Risque prix



Dans le prochain graphique, nous présentons les volumes mensuels de transactions sur les marchés de gros selon les différentes maturités. Ces volumes comprennent l'ensemble des transactions sur des contrats pour des livraisons en France (base/point, physique/financier, OTC/bourse).

## Volumes échangés sur les marchés de gros français (GWh)



Sources : CRE

Pour Mint, la capacité à intervenir sur l'ensemble de ces marchés et à construire une politique d'approvisionnement et de couverture performante est un facteur critique de compétitivité et de solidité de la marge brute. L'acquisition du statut de Responsable d'Équilibre fin 2022 a constitué une étape clé dans la montée en maturité de la société : elle lui permet d'acheter en direct sur le spot et l'intraday, notamment sur Nord Pool, de supprimer les coûts d'intermédiation qui pesaient sur ses marges, et également de structurer des PPA (contrats d'achat d'électricité de gré à gré) directement avec des producteurs ENR.

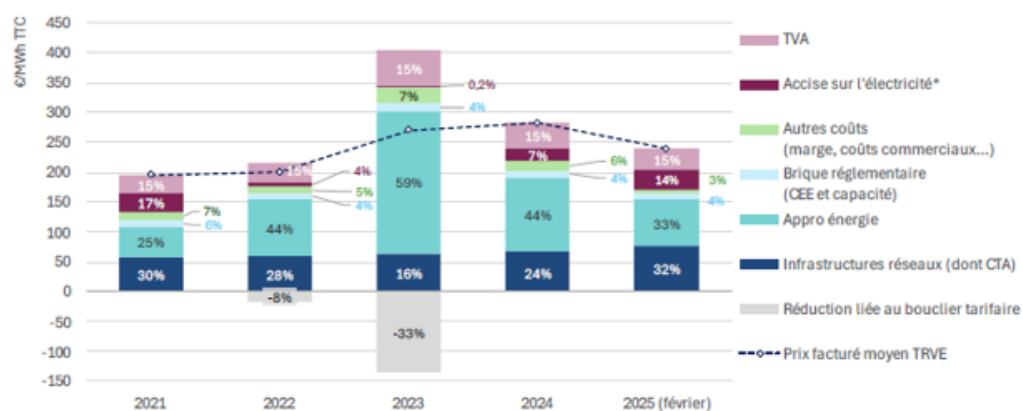
Ces PPA, comme celui signé avec Kallista Energy pour le parc éolien de Brachy, offrent un prix fixe de long terme, déconnecté de la volatilité du spot, et constituent un avantage stratégique dans le nouveau régime post-ARENH (voir plus loin) où la capacité à sécuriser un coût d'approvisionnement prévisible fait toute la différence.

## Du prix de gros au prix de détail en France

Le prix payé par le consommateur final se décompose en trois grands blocs de poids à peu près équivalents. La fourniture d'énergie (30-40% du prix final) correspond au coût d'approvisionnement du fournisseur augmenté de sa marge commerciale. C'est sur cette composante que se joue la concurrence entre fournisseurs. Le transport et la distribution (30-33 %) correspondent au TURPE (Tarif d'Utilisation des Réseaux Publics d'Electricité), fixé par la CRE et reversé à RTE et Enedis. Il est identique quel que soit le fournisseur. Les taxes et contributions (le reliquat) incluent l'accise sur l'électricité (ex-CSPE ou TICFE), la CTA (Contribution Tarifaire d'Acheminement) et la TVA.



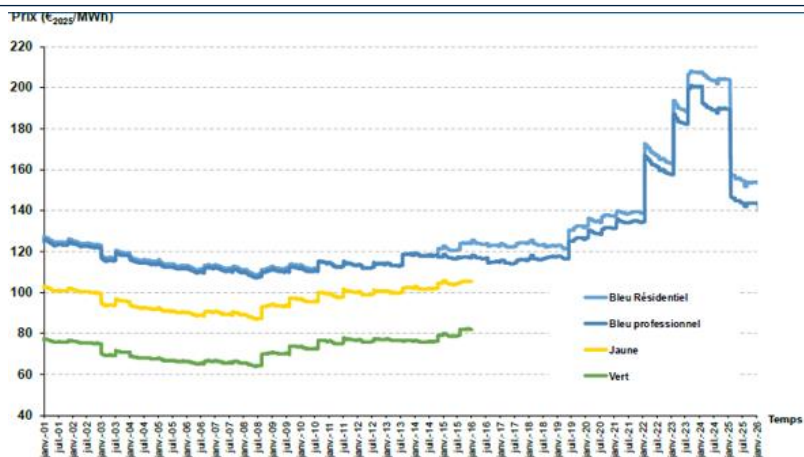
## Évolution des composantes du prix facturé en TRVE résidentiel (€/MWh TTC)



Sources : CRE

Le Tarif Réglementé de Vente (TRV), fixé par la CRE et commercialisé exclusivement par EDF, sert de référence de prix pour l'ensemble du marché résidentiel français. Réévalué chaque année, le TRV est calculé comme la moyenne des prix de livraison des deux années précédentes. C'est autour de ce tarif-pivot que s'est structurée toute l'offre concurrentielle des fournisseurs alternatifs.

## Évolution du TRVE hors taxes en euros constants (2001-2026)



Sources : CRE

La forme la plus courante est l'offre indexée TRV, dans laquelle le fournisseur propose une remise exprimée en pourcentage sur le prix du kWh HT par rapport au tarif réglementé. Un argument commercial simple et lisible pour le consommateur, qui peut comparer instantanément.

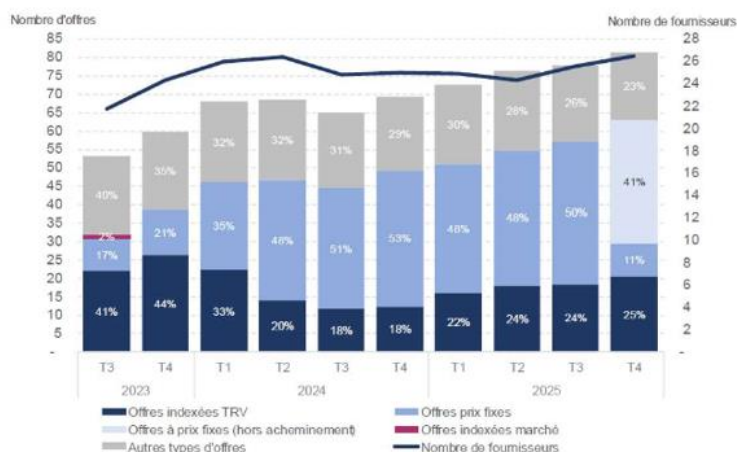
Au-delà de cette formule de base, une gamme d'offres de plus en plus diversifiée s'est développée ces dernières années pour répondre à des profils de risque et de besoins variés : offres à prix fixe (révisable ou non, sur 1 à 3 ans), offres indexées sur les prix de



marché de gros, offres "à clic" permettant au client professionnel de fixer progressivement son prix d'achat, ou encore offres combinant une part d'approvisionnement à terme aux travers de blocs à prix fixe et un complément au spot (type Bloc+Spot, comme celle proposée par Mint à ses clients BtoB).

Cette montée en sophistication reflète à la fois la maturation du marché de détail et l'élévation du niveau d'exigence des consommateurs, particuliers comme professionnels, en matière de transparence, de maîtrise budgétaire et de flexibilité.

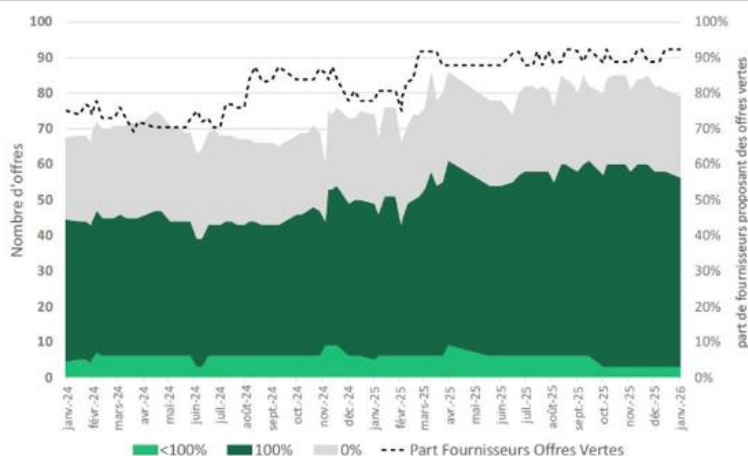
## Évolution du nombre et du type d'offres en résidentiel (2001-2026)



Sources : CRE

Au T4 2025, on dénombrait plus de 80 offres commerciales émanant d'une vingtaine de fournisseurs actifs au niveau national, dont une majorité intégrant désormais une composante "verte" (garanties d'origine ou approvisionnement direct auprès d'un producteur EnR).

## Évolution des offres vertes



Sources : CRE



## De l'ARENH au VNU : la fin d'un régime structurant pour les fournisseurs

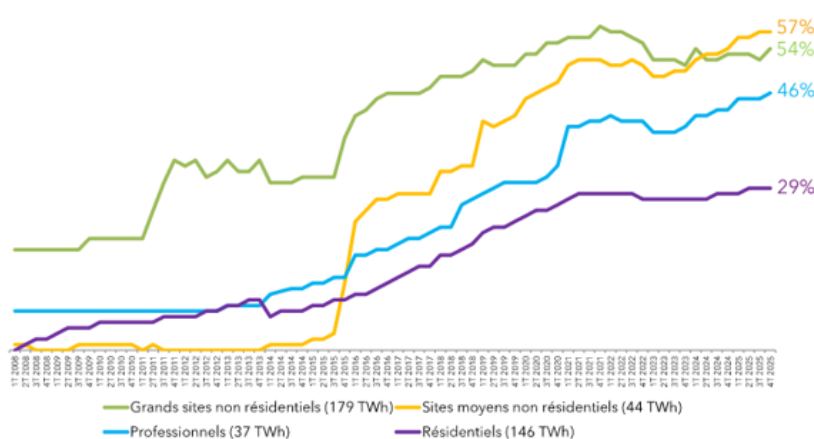
### L'ARENH : un pilier de la concurrence sur le marché de détail français

L'ouverture du marché français de l'électricité à la concurrence, amorcée en 2000 pour les industriels et achevée en 2007 pour les particuliers, s'est heurtée à un obstacle structurel : la domination écrasante d'EDF, qui produit l'essentiel de l'électricité nucléaire française à un coût imbattable (55-63 €/MWh en coût complet selon la CRE).

Pour permettre aux fournisseurs alternatifs qui n'ont pas d'actifs de production propres de rivaliser avec l'opérateur historique, le législateur a instauré en 2010 un mécanisme inédit : l'Accès Régulé à l'Électricité Nucléaire Historique, ou ARENH. Le principe était simple : EDF était contraint de céder aux fournisseurs alternatifs une partie de sa production nucléaire à un prix fixe et régulé, initialement fixé à 40 €/MWh puis porté à 42 €/MWh (et temporairement à 46,2 € en 2022), dans la limite d'un plafond global de 100 TWh par an. Les volumes étaient alloués proportionnellement aux portefeuilles de clients des fournisseurs demandeurs, sur la base de prévisions de consommation transmises à la CRE. Lorsque la demande cumulée dépassait le plafond de 100 TWh, un mécanisme d'écrêtement s'appliquait et le complément devait être acheté sur les marchés de gros, souvent à un prix bien supérieur.

L'ARENH a rempli sa mission première : permettre l'émergence d'une concurrence sur le marché de détail. Sans ce mécanisme, aucun fournisseur alternatif n'aurait pu proposer des prix compétitifs face à EDF. La part de marché des alternatifs est passée de quasiment zéro en 2010 à environ 30 % sur le segment résidentiel et 57 % sur les grands sites non résidentiels en 2025. Une transformation structurelle du marché, largement rendue possible par l'ARENH, bien qu'EDF détienne encore une part de marché de 70% sur le résidentiel.

### Évolution de la part de marché des opérateurs alternatifs



Sources : CRE

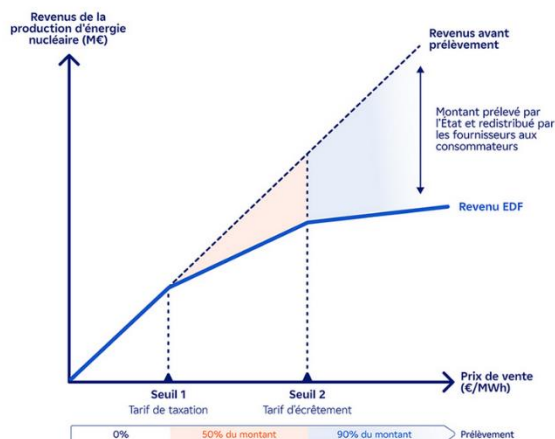
### La fin de l'ARENH : un changement de paradigme au 1er janvier 2026



L'ARENH était conçu comme un dispositif transitoire. Après plusieurs reports, il a définitivement pris fin le 31 décembre 2025. Son remplacement par le Versement Nucléaire Universel (VNU), dans le cadre de la transposition française de la réforme européenne du market design, marque un changement de paradigme pour l'ensemble des fournisseurs alternatifs.

Le VNU repose sur une logique radicalement différente de l'ARENH. EDF vend désormais la totalité de sa production nucléaire au prix du marché. Si ce prix dépasse certains seuils (78 €/MWh pour le seuil 1 et 110 €/MWh pour le seuil 2), une partie des revenus excédentaires (50 % à 90 % selon le niveau de dépassement) est redistribuée aux consommateurs finals, quel que soit leur fournisseur, via une ligne dédiée sur la facture intitulée "Versement Nucléaire Universel". Le point crucial est que cette redistribution va directement au consommateur final, et non au fournisseur. Le fournisseur alternatif devient un simple intermédiaire transparent pour l'application du VNU sur la facture et n'en tire aucun avantage d'approvisionnement.

## Le fonctionnement du Versement Nucléaire Universel



Sources : EDF

## État des lieux du marché de détail français

### Un marché ouvert à la concurrence, mais structuré

Depuis l'ouverture totale du marché de l'électricité à la concurrence en 2007, le paysage des fournisseurs alternatifs s'est considérablement étoffé, faisant émerger cinq grandes familles d'acteurs aux profils et aux modèles économiques distincts.

Face à EDF, fournisseur historique et toujours dominant, se sont positionnés des utilities européens de premier plan, des majors pétro-gazières reconverties, des indépendants nés de la libéralisation, des opérateurs spécialisés dans les énergies renouvelables, et enfin les entreprises locales de distribution héritières des anciennes régies municipales.



## Panorama des fournisseurs alternatifs d'électricité

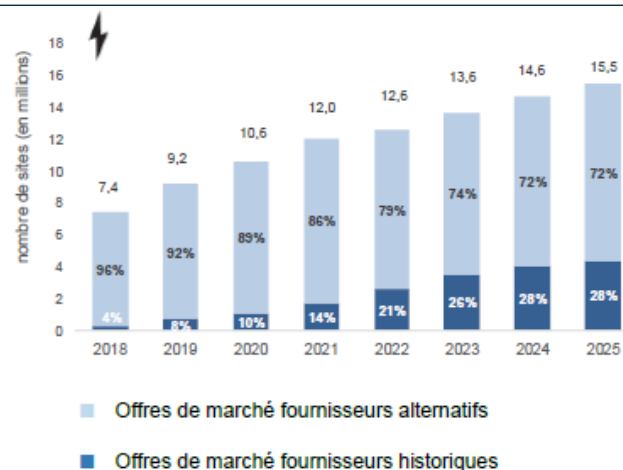


Sources : Euroland Corporate

## Le résidentiel (BtoC)

Le nombre de clients résidentiels avec un contrat d'électricité a atteint les 35 millions en 2025. Ce nombre, en augmentation, est principalement porté par les offres de marché des fournisseurs alternatifs, notamment en électricité (hors gaz naturel) : les fournisseurs ont gagné 556k clients en 2025. Les parts de marché ont évolué de la façon suivante : de 58% à 55% pour les TRVE, de 30,4% à 31,8% pour les offres de marché des fournisseurs alternatifs (dont Mint) et de 11,6% à 12,4% pour les offres de marché des fournisseurs historiques. Sur 7 ans, le nombre de sites résidentiels en offre de marché a presque doublé, passant de 7,4 millions en 2018 à 15,5 millions en 2025.

## Évolution du nombre de sites résidentiels en offre de marché



Sources : CRE



## Le non résidentiel (BtoB)

Sur les clients non résidentiels (environ 5 millions de sites), les fournisseurs alternatifs, avec leurs offres de marché, continuent également de gagner du terrain sur les offres en TRVE. La part de marché des offres de marché des fournisseurs alternatifs est passé de 37,8% à 41% entre 2024 et 2025, soit un gain de 191k sites.

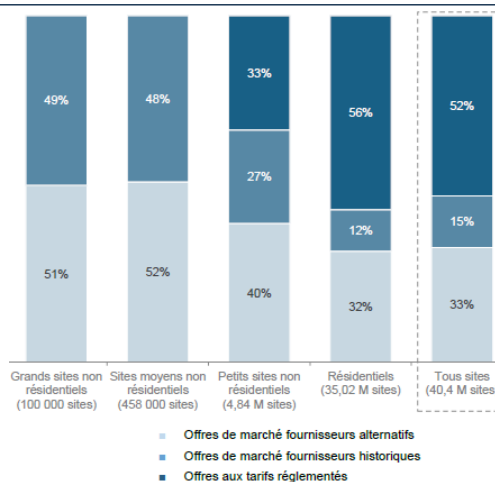
## Évolution du nombre de sites non résidentiels en offre de marché



Sources : CRE

En synthèse, et en intégrant le gaz naturel, la part de marché des offres de marché des fournisseurs alternatifs tous sites confondus (>40m en France) atteint environ 33% en 2025. Nous estimons que cette part de marché est en forte progression sur la décennie écoulée, dans un contexte d'ouverture à la concurrence. À noter que Mint n'adresse qu'une partie du marché total. Les grands sites non résidentiels, ainsi que les sites moyens non résidentiels, en sont exclus.

## Parts de marché par type d'offre au 31/12/2025

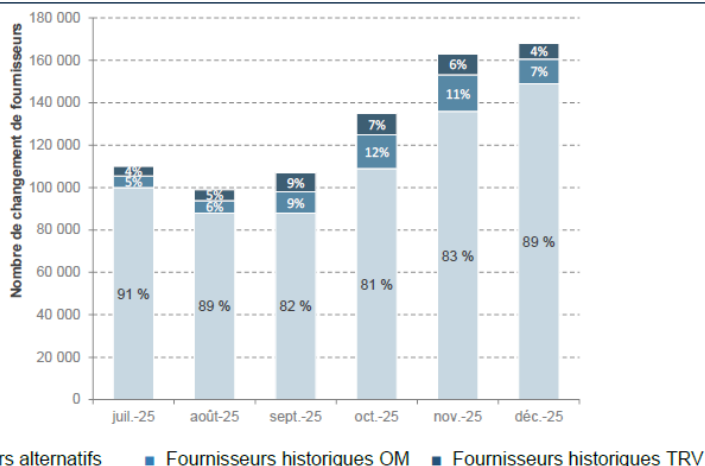


Sources : CRE



Ce constat est renforcé par l'analyse des derniers taux de switch/churn observés par type de fournisseur sur le segment résidentiel. Sur les derniers mois de 2025, les chiffres de switch sont non seulement en progression séquentielle absolue (un peu plus de 160k sur le seul mois de décembre 2025), mais en valeur relative, l'essentiel des changements (81-91 %) se fait vers les fournisseurs alternatifs, confirmant une dynamique de conquête favorable au détriment des fournisseurs historiques, ainsi qu'un gain de parts de marché.

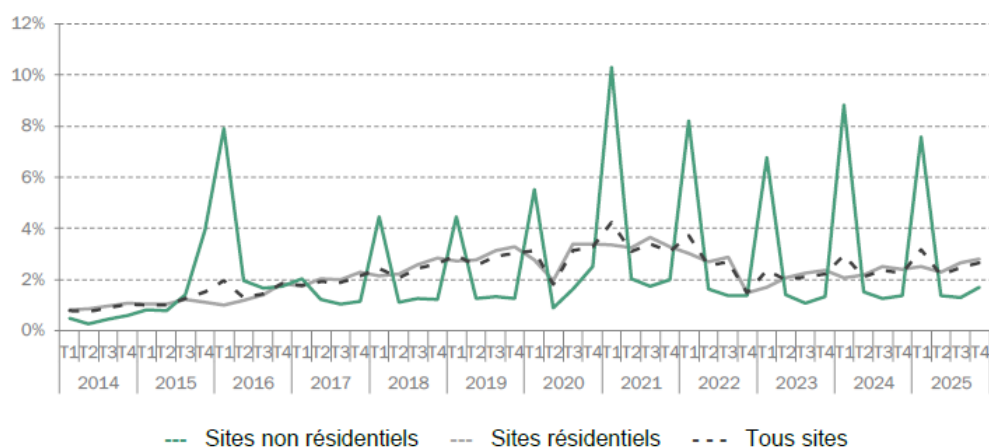
## Mix des changements de fournisseur par type de fournisseur sur le résidentiel



Sources : CRE

Dans l'ensemble, le client d'un fournisseur d'électricité, en résidentiel, est structurellement versatile : les offres sont désormais sans engagement, le changement de fournisseur est gratuit, sans coupure et réalisable en quelques clics. Le taux de switch moyen s'établit autour de 2,5 % par trimestre depuis 2014 sur le segment, soit près de 10 % en base annuelle, un niveau de rotation élevé pour un service essentiel. Cette fluidité du marché constitue à la fois un risque (churn permanent sur la base installée) mais aussi une opportunité substantielle pour les fournisseurs capables de se différencier par la compétitivité de leurs offres, la qualité de service ou le positionnement RSE : dans un marché où le produit est parfaitement fongible, chaque point de prix ou d'image de marque se traduit directement en gains, ou en pertes, de parts de marché.

## Taux de switch 2014-2025



Sources : CRE



## Analyse financière et perspectives

### Une comptabilité qui a évolué au gré des marchés

Les chiffres de Mint se caractérisent par des fluctuations marquées, sans que celles-ci ne constituent pour autant une singularité au sein du secteur. Cette instabilité rend leur lecture plus complexe que pour une société opérationnelle classique.

Les fournisseurs alternatifs d'électricité présentent tous, à des degrés divers, des agrégats financiers très sensibles aux prix de gros, au mix, aux évolutions réglementaires et aux effets de couverture. Ce sont des caractéristiques inhérentes au métier de fournisseur d'électricité. Nous présentons ci-dessous le compte du résultat de la société sur la période 2019-2025.

#### P&L Mint (M€, 2019-2025)

P&L groupe (M€)	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Électricité	30,2	60,4	102,0	148,5	81,6	63,2	73,5
Dont reventes	0,0	0,0	0,0	31,7	38,0	5,5	4,2
Gaz	0,0	0,0	1,6	5,5	3,0	7,2	9,7
Télécommunication	4,4	3,7	3,5	2,9	2,3	1,8	1,4
<b>Chiffre d'affaires</b>	<b>34,6</b>	<b>64,2</b>	<b>107,0</b>	<b>157,0</b>	<b>86,9</b>	<b>72,2</b>	<b>84,7</b>
YoY (%)		85,4%	66,8%	46,7%	-44,7%	-16,9%	17,2%
<b>Marge brute</b>	<b>3,8</b>	<b>9,1</b>	<b>6,0</b>	<b>21,2</b>	<b>29,2</b>	<b>15,4</b>	<b>16,3</b>
%	<b>11,0%</b>	<b>14,1%</b>	<b>5,6%</b>	<b>13,5%</b>	<b>33,6%</b>	<b>21,3%</b>	<b>19,3%</b>
OPEX	-3,0	-6,2	-7,1	-13,6	-9,0	-9,8	-13,7
% CA	8,7%	9,6%	6,6%	8,7%	10,4%	13,6%	16,2%
<b>EBITDA</b>	<b>0,8</b>	<b>2,9</b>	<b>-1,1</b>	<b>7,6</b>	<b>20,2</b>	<b>5,6</b>	<b>2,6</b>
Marge EBITDA (%)	2,3%	4,5%	-1,0%	4,8%	23,3%	7,8%	3,1%
DAP	-0,7	-0,4	-0,9	-1,0	-1,6	-1,6	-2,2
% CA	2,1%	0,6%	0,8%	0,7%	1,8%	2,2%	2,5%
<b>Résultat d'exploitation</b>	<b>0,1</b>	<b>2,5</b>	<b>-2,0</b>	<b>6,6</b>	<b>18,6</b>	<b>4,0</b>	<b>0,4</b>
Résultat financier	0,0	0,0	0,0	0,1	1,5	1,1	1,1
Résultat exceptionnel	-0,5	-0,4	-0,4	-2,3	0,3	-2,5	2,5
Impôts sur les bénéfices	0,0	-0,1	0,0	-0,4	-3,9	-2,2	-0,4
<b>Résultat net</b>	<b>-0,4</b>	<b>2,0</b>	<b>-2,3</b>	<b>4,0</b>	<b>16,5</b>	<b>0,4</b>	<b>3,6</b>
Marge nette	-1,0%	3,1%	-2,2%	2,5%	19,0%	0,6%	4,3%

Sources : Société, Euroland Corporate

Le chiffre d'affaires de Mint est passé de 34,6 M€ en 2019 à 84,7 M€ en 2025, soit une multiplication par 2,4x sur la période (CAGR de +16,1%), mais selon une trajectoire très heurtée qui reflète davantage l'environnement de marché que la dynamique commerciale sous-jacente.

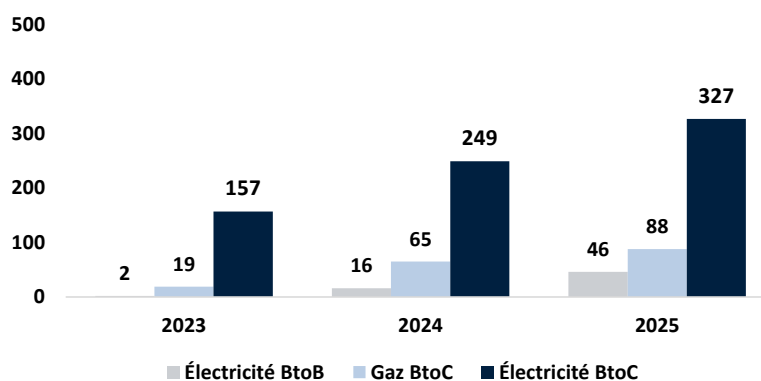
Après une phase de forte croissance entre 2019 et 2022, où le CA a été multiplié par 4,5x pour atteindre 157,0 M€, cumulant effet volume lié à la conquête commerciale et effet prix issu de la flambée des cours de gros post-crise ukrainienne, la société a enregistré deux exercices consécutifs de contraction (-44,7% en 2023, puis -16,9% en 2024) avant un rebond de +17,3% en 2025, porté notamment par le lancement de l'activité BtoB à partir de 2023.



Cette trajectoire est en grande partie le reflet des reventes techniques d'électricité sur le marché, apparues en 2022. Ces reventes correspondent à la valorisation sur les marchés de gros des excédents issus des positions de couverture prises pendant la période de volatilité extrême, et notamment la crise de l'énergie en Europe.

Retraité de cet effet, le CA hors reventes est ressorti à environ 67 M€ en 2024 et 81 M€ en 2025, soit une dynamique plus linéaire et cohérente avec la croissance du portefeuille clients. Si le mix effet prix/volume n'est pas fournie par la société, nous pouvons tout de même penser que la croissance a principalement été tirée par les volumes sur les trois dernières années, dans un contexte de baisse du TRV. Ces derniers, dans l'énergie (électricité + gaz), sont passés de 178 GWh en 2023 à 461 GWh en 2025.

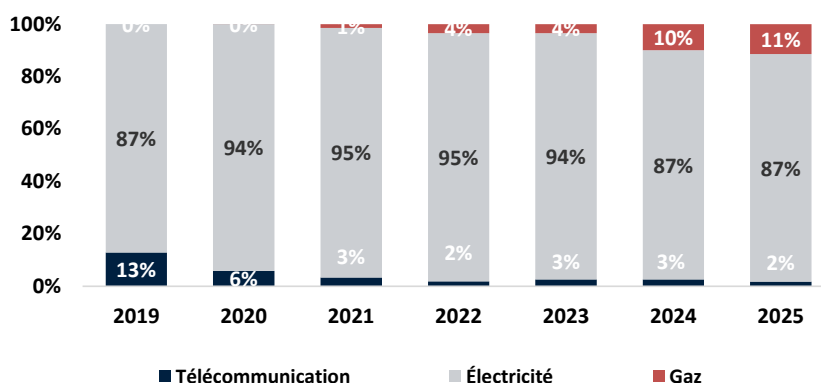
## Volumes commercialisés 2023-2025 (GWh)



Sources : Société, Euroland Corporate

L'essentiel de la lecture du chiffre d'affaires se concentre donc sur les activités d'énergie. Elles ont représenté près de 98% du CA 2025, dans un contexte où la télécommunication a continué de décroître, lentement mais sûrement.

## Mix chiffre d'affaires, 2019-2025 (%)



Sources : Société, Euroland Corporate

Pour un fournisseur d'électricité, la lecture et la compréhension de la marge brute est déterminante afin d'apprécier la performance économique de la société. La marge brute de Mint reflète essentiellement l'écart entre le prix de vente facturé aux clients



finaux et le coût d'approvisionnement en énergie. Ce coût se décomposait en 4 briques :

- 1/ l'ARENH, dispositif réglementé donnant accès à l'électricité nucléaire d'EDF à un tarif fixe de 42 €/MWh dans la limite d'un plafond annuel de 100 TWh réparti entre fournisseurs alternatifs au prorata de leur portefeuille, qui a structuré l'économie du secteur depuis 2011 et s'est éteint fin 2025 pour être remplacé par le Versement Nucléaire Universel (VNU) à partir de 2026
- 2/ les achats sur les marchés de gros (au spot et à terme) destinés à couvrir les volumes excédant les droits ARENH ou à ajuster les positions en fonction de la consommation réelle
- 3/ les certificats (CEE, garanties d'origine, garanties de capacité)
- 4/ la collecte et le reversement de la TURPE à Enedis. Les autres taxes et contributions (Accise, CTA, TVA) sont transparents au P&L et n'impactent que le BFR. Le chiffre d'affaires de Mint est dit HTT (Hors Toutes Taxes), c'est-à-dire hors TVA, Accise et CTA.

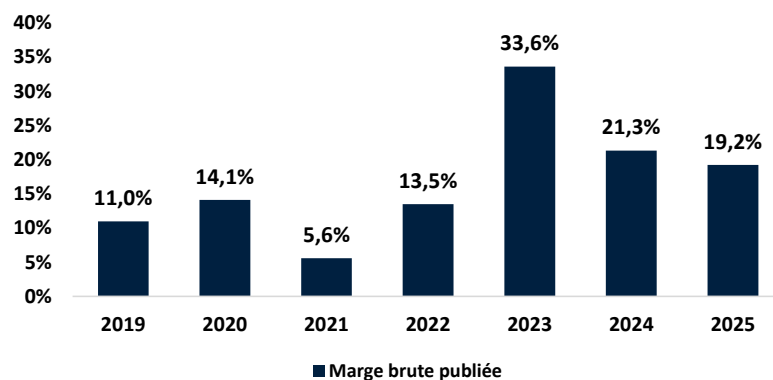
À cet ensemble s'ajoute la politique de couverture : Mint acquiert ses volumes à terme sur la base de prévisions de consommation, ce qui crée des écarts entre volumes couverts et volumes consommés dont les excédents sont revendus sur le marché de gros, générant la ligne "reventes" dont la contribution à la marge dépend du spread entre prix de couverture initial et prix de cession.

Ces reventes sont également liées au principe de *cascading* : les positions sont construites par strates successives dans le temps, avec des achats échelonnés sur plusieurs horizons, qui peuvent mener à une sur-couverture, dont une partie est logiquement revendue.

Ce dispositif explique pourquoi la marge brute de Mint ne peut se lire comme celle d'un pur distributeur : elle intègre à la fois la marge commerciale stricto sensu et un résultat d'arbitrage qui peut être significatif en période de forte volatilité des prix de gros.

En données publiées, la marge brute de la société est passée de 3,8 M€ en 2019 à 16,3 M€ en 2025. Le taux de marge, lui, a été très volatil et a oscillé entre 5,6% et plus de 34% au plus haut de la crise énergétique.

## Taux de marge brute publiée, 2019-2025 (%)



Sources : Société, Euroland Corporate



Cette amplitude tient à deux phénomènes distincts : la lecture conjointe reventes / ARENH, et l'évolution du mix clients.

Contrairement à une lecture intuitive qui les supposerait à marge nulle, les reventes ont porté la marge publiée pendant la crise énergétique : hors reventes, la marge est tombée à 0,5% en 2022 et 13,5% en 2023, contre 13,5% et 33,6% en publié. L'écart traduit le fait que les volumes couverts en amont de la crise à des prix bas ont été revendus sur le marché de gros à des prix très supérieurs, générant un résultat d'arbitrage significatif mais non récurrent. Une fois neutralisée cette contribution, la trajectoire économique devient plus lisible : creux marqué en 2022 (0,5%) lorsque le choc de coûts d'approvisionnement n'était pas encore répercuté sur les prix de vente, puis redressement en 2023 (13,5%) à mesure que le repricing commercial s'opérait, puis véritable accélération en 2024 (23,1%) reflétant le jeu favorable de l'ARENH (volumes obtenus à 42 €/MWh dans un contexte de prix de marché encore élevés mais de coûts moyens en baisse).

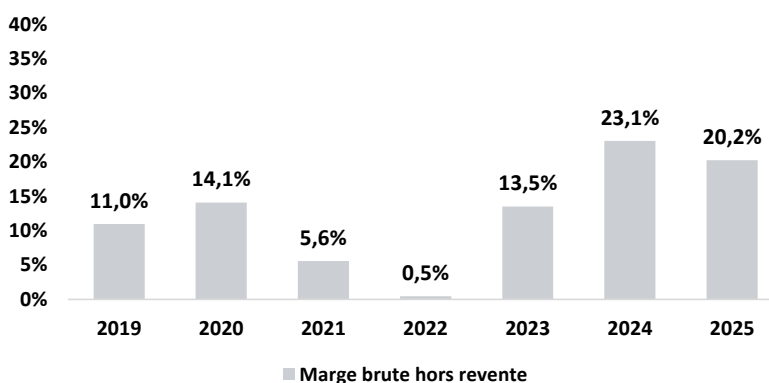
Le creux observé en 2022 mérite par ailleurs d'être nuancé par un élément comptable spécifique : la société a supporté sur l'exercice des compléments de prix ARENH pour un total de 35,7 M€, correspondant au mécanisme de régularisation appliqué aux fournisseurs alternatifs ayant demandé au guichet ARENH des volumes supérieurs à la consommation effective de leur portefeuille.

Ce montant se décompose en deux briques de nature distincte : le CP1 pour 33,7 M€, qui sanctionne l'écart entre le volume ARENH attribué au guichet et la consommation réelle du portefeuille sur la période, et le CP2 pour 2,0 M€, qui correspond plus spécifiquement aux écarts infra-annuels de courbe de charge (décalage entre le profil de consommation prévu et le profil effectivement constaté).

Le poids très dominant du CP1 (94 % du total) traduit le fait que l'essentiel de la régularisation porte sur un surdimensionnement global du volume ARENH demandé, signe que Mint avait calibré sa demande sur une hypothèse de portefeuille supérieure à ce qui s'est effectivement matérialisé.

Au total, calculé sur la différence entre le prix spot moyen de la période avril-octobre 2022 et le tarif ARENH (42 €/MWh), ce complément a eu pour effet de restituer une part significative du gain d'arbitrage capté via la ligne reventes (31,7 M€ sur l'exercice). En net, l'opération a donc été proche de la neutralité, voire légèrement négative, une fois ces compléments comptabilisés en charges d'exploitation.

## Taux de marge brute hors revente, 2019-2025 (%)



Sources : Société, Euroland Corporate

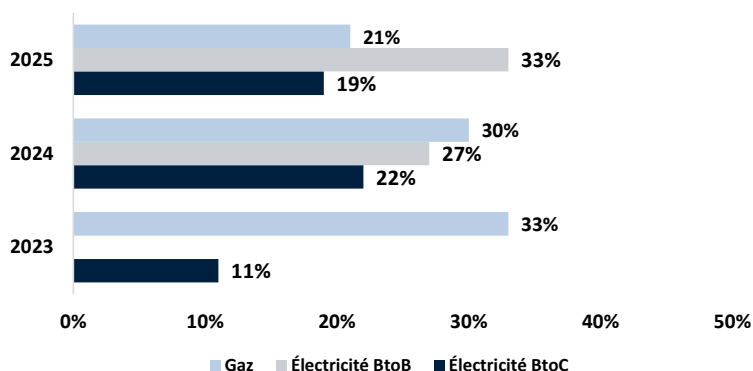


Par ailleurs, la décomposition de la marge brute par segment d'activité, et donc l'effet du mix, met en évidence des écarts considérables : en 2025, la marge brute a atteint 33 % sur l'électricité BtoB et 21 % sur le gaz, contre 19 % sur l'électricité BtoC. Ces écarts sont certainement dus à la maturité et la concurrence sur chacun de ces marchés. Le BtoC, marché de masse à forte intensité concurrentielle, à coûts d'acquisition élevés et à pricing power limité, se comporte comme un segment typiquement commoditisé.

Le BtoB, lancé en 2023, bénéficie d'un pricing power supérieur lié à la nature des offres : contrats sur mesure, indexation complexe, durée plus longue, qui rendent la comparaison frontale plus difficile que sur un marché résidentiel structuré par les comparateurs et le tarif réglementé.

Le gaz bénéficie quant à lui d'un environnement concurrentiel moins saturé depuis la suppression du TRV en 2023, et d'une dynamique de cross-sell sur la base installée électricité qui en fait un produit d'attache plus que d'acquisition.

## Taux de marge brute par segment d'activité énergie, 2023-2025



Sources : Société, Euroland Corporate

Le passage de la marge brute à l'EBITDA fait apparaître le poids significatif de deux postes de charges opérationnelles : le coût d'acquisition client (CAC) et les créances douteuses.

Bien qu'une fraction du coût total soit immobilisée, le CAC, comme pour toute activité concurrentielle et à fort churn, est relativement élevé. Sur le BtoC, Mint s'appuie sur un mix classique du secteur : comparateurs type Selectra rémunérés par commission à la souscription, campagnes digitales, etc. Sur le BtoB, les contrats sont très majoritairement intermédiés par des courtiers en énergie (Opéra Energie, Mon Courtier Énergie, Placedesenergies, etc.) qui captent une part de la marge sous forme de commission.

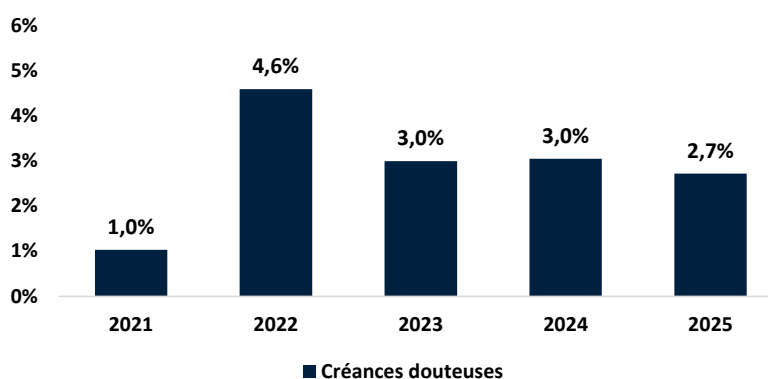
Même si la société tend de plus en plus vers un modèle d'acquisition directe, qui a aussi un coût, ce poste représente toujours une fraction importante du chiffre d'affaires de la société (commissions, communication, marketing, ads...). Le CAC total (part en charges et part capitalisée) représente vraisemblablement entre 5% et 8% du CA selon notre estimation. Pour des raisons comptables, seul le CAC courtier est immobilisé.



Le second poste structurant correspond aux créances douteuses, enjeu récurrent des fournisseurs alternatifs sur le segment résidentiel. Rapporté au chiffre d'affaires, le poids des provisions est passé de 1,0% en 2021 à 4,6% en 2022 (pic reflétant l'impact direct de la hausse brutale des prix de l'énergie pendant la crise sur la solvabilité des clients résidentiels) avant de revenir à 3,0% en 2023-2024 puis à 2,7 % en 2025.

Cette trajectoire de normalisation témoigne d'un travail significatif mené par le groupe sur le poste, via un resserrement des critères de sélection à l'entrée du portefeuille et un arbitrage assumé en faveur de la qualité de signature plutôt que du volume pur.

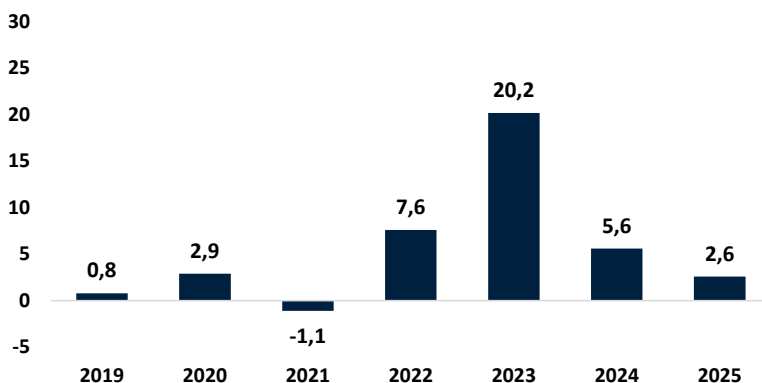
## Part des créances douteuses 2021-2025 (% CA groupe)



Sources : Société, Euroland Corporate

L'EBITDA de Mint a par conséquent suivi une trajectoire très volatile sur la période, passant d'un quasi-break-even en 2019 (0,8 M€) à un pic à 20,2 M€ en 2023 (lié à des reventes de couverture massive pendant la crise à la suite de la refonte du portefeuille clients), avant de redescendre à 5,6 M€ en 2024 et 2,6 M€ en 2025. Cette évolution est directement liée aux éléments précédemment évoqués. À noter que l'EBITDA 2025 inclut deux effets ponctuels négatifs : la provision d'un surcoût de CEE (0,7 M€) ainsi que la dépréciation d'acomptes dans le cadre des poursuites engagées contre le fournisseur de ces CEE (0,9 M€). Retraité de ces one-offs, l'EBITDA de la société serait ressorti à 4,2 M€.

## EBITDA Mint, 2019-2025 (M€)



Sources : Société, Euroland Corporate



L'élément le plus intéressant du bas du compte de résultat de Mint est la part importante des one-offs (exceptionnels) depuis 2024, principalement liée à la sanction CoRDIS.

En 2024, la société a passé par prudence une provision de 6,0 M€ couvrant l'intégralité de la sanction proposée par le membre désigné du CoRDIS dans le cadre de l'instruction ouverte sur l'utilisation du mécanisme ARENH en 2022. La CRE a reproché à Mint d'avoir volontairement réduit son portefeuille clients pour revendre sur le marché de gros les volumes d'ARENH devenus excédentaires.

Cette provision explique à elle seule l'essentiel du résultat exceptionnel négatif 2024 (compensé partiellement par un produit lié au bouclier tarifaire et au gel du TRV en 2022). La décision finale rendue par le CoRDIS le 10 juillet 2025 a ramené la sanction à 3,5 M€, soit un montant sensiblement inférieur à la provision initiale. Cet écart se matérialise dans les comptes 2025 par une reprise de provision de 2,5 M€. La société a interjeté l'appel auprès du conseil d'Etat.

## Un bilan foncièrement solide

Ci-dessous, le bilan simplifié de Mint sur la période 2019-2025.

### Bilan Mint (M€, 2019-2025)

Bilan groupe (M€)	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Actifs non courants	2,9	3,5	5,3	2,7	3,5	4,3	5,4
Stocks et en-cours	0,0	0,0	0,1	0,1	0,7	3,3	0,9
Clients et comptes rattachés	8,4	21,1	28,8	21,0	6,9	11,9	14,8
Autres créances	0,3	7,0	10,9	6,9	4,1	6,0	6,3
Trésorerie et VMP	11,4	22,3	24,3	62,4	57,6	46,2	41,4
<b>Total actif</b>	<b>23,0</b>	<b>54,0</b>	<b>69,4</b>	<b>93,2</b>	<b>72,7</b>	<b>71,6</b>	<b>68,7</b>
<b>Capitaux propres</b>	<b>5,7</b>	<b>8,2</b>	<b>8,2</b>	<b>24,2</b>	<b>35,2</b>	<b>29,2</b>	<b>32,8</b>
<i>Dont avances conditionnées</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>12,0</i>	<i>6,5</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>
Dettes financières	0,3	0,3	8,8	13,8	13,6	10,9	7,5
Provisions	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	6,0	0,5
Dettes fournisseurs	6,2	19,6	20,4	46,4	12,9	12,3	13,3
Autres dettes courantes	10,7	25,8	32,0	8,7	11,0	13,2	14,7
<b>Total passif</b>	<b>23,0</b>	<b>54,0</b>	<b>69,4</b>	<b>93,2</b>	<b>72,7</b>	<b>71,6</b>	<b>68,7</b>

Sources : Société, Euroland Corporate

Ce dernier se caractérise par plusieurs éléments, parmi lesquels :

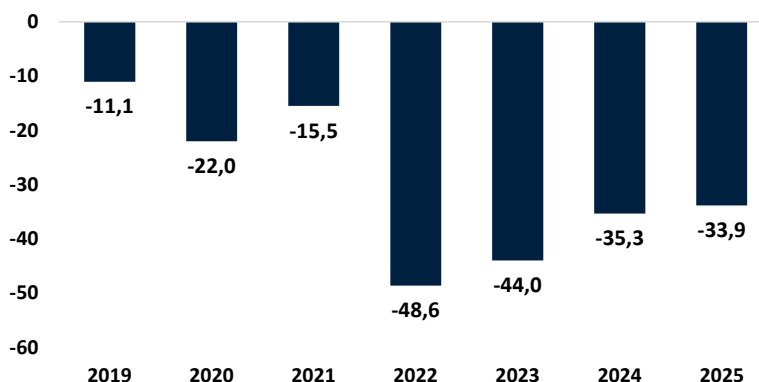
- Des actifs non courants principalement constitués de l'immobilisation d'une partie des coûts d'acquisition clients de la société
- Un BFR structurellement négatif, composé de :
  - o Stocks faibles, qui comprennent des CEE (certificats d'économie d'énergie, dont le volume correspond à ses obligations réglementaires en matière de ventes d'énergie), des CP (Certificats de Capacité, le mécanisme impose aux fournisseurs de détenir des garanties de capacité couvrant la consommation de leurs clients en période de pointe) et des GO (garanties d'origines qui correspondent aux volumes vendus certifiés d'origine renouvelable)



- Créances clients qui évoluent selon le niveau d'activité et le mix. Les clients BtoB disposent notamment de délais de paiement plus longs
- Dettes fournisseurs (EDF période ARENH, contreparties sur les marchés de gros, Enedis pour le TURPE) et autres dettes (principalement fiscales, avec la TICFE, la CTA, etc.) qui couvrent le besoin de financement. Ces dettes incluent naturellement les Compléments de Prix ARENH en 2022
- Une position de trésorerie nette largement excédentaire, symbole du modèle plutôt capital light de la société (hors CAC immobilisés) et en partie autofinancé. Mint a tout de même souscrit à deux PGE pour un total de près de 14 M€ en 2021 et 2022 (résiduel de 7,5 M€ à fin 2025).
- Des capitaux propres qui reflètent l'évolution des résultats de la société, et qui intègrent également les versements anticipés de la CRE au titre du bouclier tarifaire en 2022 et 2023 (comptabilisées en avances conditionnées/autres fonds propres et remboursés depuis).

Au 31/12/2025, Mint affiche ainsi une position de trésorerie nette de 33,9 M€.

## Évolution dette nette, Mint, 2019-2025 (M€)



Sources : Société, Euroland Corporate

Une partie de la trésorerie brute n'est cependant pas librement disponible. L'activité de fourniture d'énergie impose en effet à Mint de fournir des garanties bancaires à première demande (GAPD) à ses contreparties de marché (Nord Pool notamment), à RTE au titre du mécanisme de capacité ou Enedis dans le cadre du contrat de fournisseur, et le cas échéant dans le cadre de ses contrats d'achat à terme.

Ces garanties font l'objet de contre-garanties partielles sous formes de nantissement de DAT au profit des banques. À ce titre, une partie des DAT détenus par la société (et comptabilisés en actifs financiers) est donc nantie afin d'acheter des couvertures et garantir la capacité de croissance future de la société. Leur ampleur tend mécaniquement à croître avec le développement du BtoB, dont les contrats pluriannuels génèrent des engagements de couverture d'autant plus lourds que les horizons s'allongent et que les volumes unitaires augmentent. À date, le montant de ce nantissement s'élève à 7 M€ pour près de 20 M€ de garanties émises.



## Nos estimations à horizon 2028

L'exercice de prévision sur Mint est rendu particulièrement délicat par la conjonction de trois facteurs : la disparition de l'ARENH au 1er janvier 2026 qui redéfinit la structure de marge de l'ensemble du BtoC, la montée en puissance rapide du BtoB dont le mix est transformé par l'arrivée de gros contrats industriels type Riccobono, et l'absence de guidance chiffrée de la part du management.

Ce dernier a communiqué les éléments suivants lors de sa publication de résultats annuels mi-avril :

- BtoC : stratégie orientée valeur et sélectivité, avec le déploiement de nouvelles offres fidélisantes pour accroître la valeur par client
- BtoB : montée en puissance confirmée avec 160 GWh engagés en 2026 et une dynamique commerciale exceptionnelle

Dans l'ensemble, Mint a indiqué s'attendre à une nouvelle progression de ses ventes en 2026, appuyée par un pilotage maîtrisé de sa politique de couverture.

Sur l'horizon projeté, nous tablons sur une croissance moyenne de l'ordre de +7,0% par an, soit un chiffre d'affaires qui devrait atteindre 90,3 M€ en 2026e pour ensuite dépasser les 100 M€ en 2028e, principalement du fait d'un effet volume important dans le BtoB.

### Estimations Euroland - chiffre d'affaires Mint 2026e-2028e

Chiffre d'affaires groupe (M€)	2025	2026e	2027e	2028e
Électricité BtoC	61,7	59,5	57,8	56,0
Électricité BtoB	7,6	19,2	27,5	35,0
Gaz	9,7	10,2	10,7	11,2
Télécommunications	1,5	1,4	1,2	1,1
Reventes techniques	4,2	0,0	0,0	0,0
<b>Total groupe (M€)</b>	<b>84,7</b>	<b>90,3</b>	<b>97,2</b>	<b>103,3</b>
<i>Électricité BtoC</i>		-3,5%	-3,0%	-3,0%
<i>Électricité BtoB</i>		152,6%	43,2%	27,3%
<i>Gaz</i>		5,0%	5,0%	5,0%
<i>Télécommunications</i>		-10,0%	-10,0%	-10,0%
<b>Variation (%)</b>		<b>6,6%</b>	<b>7,6%</b>	<b>6,4%</b>

Sources : Société, Euroland Corporate

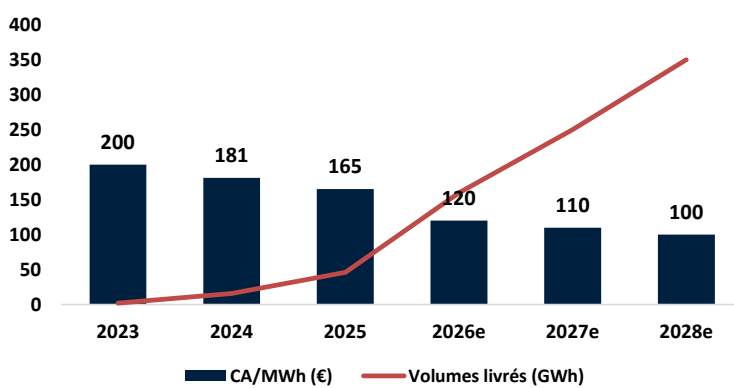
Dans le détail, et par segment :

- **BtoC** : nous pensons que le chiffre d'affaires devrait légèrement reculer sur les trois prochaines années en passant de 61,7 M€ en 2025 à 56,0 M€ en 2028e. Cette projection reflète la stratégie assumée par le management, orientée valeur et sélectivité plutôt que volumes. Le déploiement de nouvelles offres, dont le contenu reste à préciser, doit permettre d'accroître la valeur par client et de compenser la poursuite attendue de l'érosion tarifaire liée à l'intensité concurrentielle et à l'évolution du TRV. Nous rappelons que Mint propose des offres à prix fixe, mais également des offres variables indexées au TRV.



- **BtoB** : nous modélisons une montée en puissance en trois temps, cohérente avec la visibilité contractuelle donnée par la société. Le CA 2026e ressort à 19,2 M€, adossé aux 160 GWh de volumes de livraison déjà engagés, dont 50 GWh pour le Groupe Riccobono sur 2026-2027. Nous anticipons une poursuite de la dynamique à 27,5 M€ en 2027e (+43,2%) puis 35,0 M€ en 2028e (+27,3%), traduisant à la fois une densification du portefeuille sur les verticaux stratégiques (hôtellerie-restauration, tertiaire, industrie) et une normalisation progressive des prix. Ces derniers, particulièrement élevés en 2025 (c165 €/MWh) en raison d'un mix dominé par les TPE/PME, devraient converger vers un niveau plus proche du prix de marché à mesure que les contrats de type ETI prennent du poids. Les prix de l'énergie sur les marchés suivent également une tendance baissière aux dates de commercialisation.

## Estimations CA BtoB – CA/MWh (€) vs volumes livrés (GWh) – 2026e-2028e



Sources : Société, Euroland Corporate

- **Gaz** : nous retenons une prolongation de la dynamique observée en 2025, à un rythme toutefois inférieur (+5%/an en moyenne) pour atteindre 11,2 M€. La croissance reste tirée par l'effet cross-sell avec le portefeuille électricité et par la maturité relative de cette offre, plus récente que l'activité historique.
- **Télécom** : nous anticipons une poursuite du repli à un rythme de -10%/an, qui semble cohérent avec le positionnement non stratégique de cette activité.

Sur l'horizon de prévision, nous pensons que Mint devrait stabiliser sa marge brute en valeur, mais que le taux associé (en % du CA) devrait reculer. Nous modélisons une marge brute qui passe de 16,3 M€ en 2025 à 16,2 M€ en 2028e, soit un taux de marge de 15,7% (-360 bps vs 2025). Cette évolution traduit un effet taille, à travers la progression du chiffre d'affaires, qui devrait être contrebalancé par l'effet mix de la montée en puissance du BtoB dans le CA (de 20% du CA 2025 hors reventes à 34% en 2028e), ainsi que par la dilution de la marge à l'intérieur même de ce segment.

Dans le détail :

- **BtoC** : nous modélisons un taux de marge brute en baisse (de 18,6% à 15%) sur les trois années à venir, qui reflète la perte d'anciens clients à des prix fixes élevés, la normalisation du coût de sourcing de la société ainsi qu'une convergence des offres



de marché vers le TRV, sur lequel la marge brute est inférieure à 10%. Le 15% modélisé reflète, selon nous, une borne haute.

- **BtoB** : la compression du taux de marge brute (de 33% en 2025 à 15% en 2028e) reflète la conséquence mécanique de la normalisation des coûts de l'énergie, la montée en gamme vers les ETI et les industriels, ainsi que vers de plus gros contrats (Riccobono), naturellement moins richement margés. En d'autres termes, nous pensons que les 33% réalisés en 2025 ne sont pas normatifs. Le BtoB permet le changement d'échelle, est structurant pour les volumes et la visibilité, mais a un prix au niveau rentabilité.
- **Gaz et télécoms** : nous extrapolons les niveaux respectifs observés en 2025.

## Estimations Euroland – Marge brute Mint 2026e-2028e

Marge brute groupe (M€)	2025	2026e	2027e	2028e
Électricité BtoC	11,5	10,4	9,2	8,4
Électricité BtoB	2,5	4,8	5,5	5,3
Gaz	2,0	2,1	2,2	2,3
Télécommunications	0,3	0,3	0,2	0,2
<b>Marge brute groupe (M€)</b>	<b>16,3</b>	<b>17,6</b>	<b>17,2</b>	<b>16,2</b>
Électricité BtoC	18,6%	17,5%	16,0%	15,0%
Électricité BtoB	32,9%	25,0%	20,0%	15,0%
Gaz	20,6%	20,6%	20,6%	20,6%
Télécommunications	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%
<b>Marge brute (%)</b>	<b>19,2%</b>	<b>19,5%</b>	<b>17,7%</b>	<b>15,7%</b>

Sources : Société, Euroland Corporate

En matière de rentabilité, nous tablons sur un EBITDA toujours positif sur la période observée, qui devrait passer de 4,2 M€ (en ajusté) en 2025 à 2,4 M€ en 2028e.

La baisse inévitable de la marge brute devrait être partiellement compensée par la bonne maîtrise des OPEX. Sur ce point, l'évolution du CAC, et donc de la partie non immobilisée, reste difficile à prévoir du fait de sa dépendance au mix BtoC/BtoB et du mode d'acquisition (courtiers, acquisition directe...) privilégié, bien qu'elle ne devrait pas trop dévier de la trajectoire de croissance de la société. Les efforts en matière de créances douteuses devraient continuer de porter leurs fruits. Nous les modélisons à 2% du CA sur l'horizon de prévisions.

Dans l'ensemble, nous estimons que la marge d'EBITDA générée par Mint devrait osciller autour de 3,5% sur les trois prochaines années.

Après prise en compte des DAP (en hausse absolue du fait de l'accroissement des CAC immobilisés au bilan) et des autres éléments du compte de résultat, notamment des produits financiers issus de la part de la trésorerie placée, nous pensons que Mint devrait générer un RN supérieur au million d'euros en 2028.

Élément additionnel important : la normalisation et lisibilité du P&L devraient aller en s'améliorant sur les exercices à venir, sous l'effet notamment d'un mix de revenus plus stable, de la fin des impacts techniques et comptables de l'approvisionnement auprès de l'ARENH et du règlement du litige CoRDIS.



## P&L Euroland Mint (M€, 2026e-2028e)

P&L groupe (M€)	2025	2026e	2027e	2028e
Chiffre d'affaires	84,7	90,3	97,2	103,3
YoY (%)		6,6%	7,6%	6,4%
<b>Marge brute</b>	<b>16,3</b>	<b>17,6</b>	<b>17,2</b>	<b>16,2</b>
%	<b>19,3%</b>	<b>19,5%</b>	<b>17,7%</b>	<b>15,7%</b>
OPEX	-12,1	-13,7	-13,8	-13,8
% CA	14,3%	15,1%	14,2%	13,3%
<b>EBITDA ajusté</b>	<b>4,2</b>	<b>3,9</b>	<b>3,4</b>	<b>2,4</b>
Marge EBITDA (%)	5,0%	4,3%	3,5%	2,3%
DAP	-3,8	-4,5	-3,9	-2,1
% CA	4,4%	5,0%	4,0%	2,0%
<b>Résultat d'exploitation</b>	<b>0,4</b>	<b>-0,6</b>	<b>-0,5</b>	<b>0,3</b>
Résultat financier	1,1	1,1	1,1	1,1
Résultat exceptionnel	2,5	0,0	0,0	0,0
Impôts sur les bénéfices	-0,4	-0,1	-0,1	-0,3
<b>Résultat net</b>	<b>3,6</b>	<b>0,3</b>	<b>0,4</b>	<b>1,0</b>
Marge nette	4,3%	0,4%	0,5%	1,0%

Sources : Société, Euroland Corporate

Côté génération de cash, Mint présente une dynamique saine pour les années à venir malgré un FCF négatif sur la période d'estimation. La capacité d'autofinancement se stabilise au-dessus de 2 M€ sur la période estimée, mais est absorbée par deux postes structurels : 1/ une variation de BFR modérément consommatrice (-1,0 à -1,8 M€/an sur 2026–2028e), reflet de la croissance de la top line et du rallongement des délais clients inhérent à la montée en puissance du segment B2B professionnel, et 2/ un CAPEX récurrent de l'ordre de 3,5 M€/an, qui reflète la partie capitalisée du coût d'acquisition client (CAC).

La résultante est un FCF légèrement négatif sur toute la séquence, ce qui n'est pas en soi préoccupant : la position de trésorerie nette devrait être largement préservée et se maintenir au-dessus de 30 M€.

Les années historiques présentées reflètent notre reconstitution propre à partir du bilan de la société.

## Estimations Euroland – FCF Mint 2026e-2028e

Calcul FCF simplifié (M€)	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e
Capacité d'autofinancement	19,5	2,7	9,0	4,9	4,4	3,2
Variation BFR	-14,9	-7,8	1,5	-1,4	-1,5	-1,0
<b>Flux de trésorerie généré par l'activité</b>	<b>4,7</b>	<b>-5,1</b>	<b>10,5</b>	<b>3,4</b>	<b>2,9</b>	<b>2,1</b>
CAPEX	-2,0	-3,1	-3,7	-3,9	-3,9	-3,1
<b>FCF</b>	<b>2,7</b>	<b>-8,2</b>	<b>6,8</b>	<b>-0,5</b>	<b>-1,0</b>	<b>-1,0</b>
Variation emprunts	-5,7	-9,2	-3,4	-3,6	-3,6	-0,7
Autres	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Variation trésorerie	-3,1	-17,4	3,4	-4,1	-4,6	-1,7
<b>Dette/(trésorerie) nette</b>	<b>-44,0</b>	<b>-35,3</b>	<b>-33,9</b>	<b>-33,4</b>	<b>-32,4</b>	<b>-31,4</b>

Sources : Société, Euroland Corporate



## Valorisation et objectif de cours

### Quelques considérations sur le parcours boursier et la valorisation

Coté depuis fin 2006, le titre Mint a connu un parcours boursier assez erratique.

#### Cours depuis IPO Mint



Sources : Factset, Euroland Corporate

Le titre a évolué au fil des années au rythme des transformations de la société et des cycles énergétiques. Le cours connaît un premier pic autour de l'IPO, avant d'entamer une longue descente qui reflète les difficultés structurelles du modèle télécom. Avec la diversification progressive mais lente vers l'énergie à partir de 2017, le titre repart de l'avant, pour nettement accélérer avec l'entrée d'Eoden au capital en 2019.

L'action s'emballe en 2020 avec le lancement de l'OPA amicale d'Eoden à 10 €/action, valorisant les capitaux propres de la société à 64 M€. Ce pic coïncide avec l'apogée opérationnelle : 120 000 clients, CA de 64 M€, lancement du gaz. La crise énergétique de 2022-2023 provoque un nouveau décrochage sévère. Depuis cette période, le titre est reparti de l'avant et affiche une hausse de +40% sur trois ans, soit une nette surperformance de l'indice CAC Small.

#### Cours Mint vs CAC Small, base 100 avril 2023



Sources : Factset, Euroland Corporate



Pour autant, à la capitalisation boursière actuelle, Mint est valorisé une trentaine de millions d'euros, soit une VE légèrement négative si l'on retranche la position de trésorerie nette de la société au 31/12/2025 de 33,9 M€. Dit autrement, le marché valorise aujourd'hui à zéro des actifs opérationnels qui ont généré plus de 80 M€ de CA lors du dernier exercice fiscal pour une marge d'EBITDA retraitée supérieure à 5%.

Nous avançons deux explications à cette situation :

- La structure actionnariale présente un flottant réduit, avec une faible liquidité (environ 10k titres échangés par jour) qui limite l'accès du titre aux investisseurs institutionnels ;
- Une lisibilité passée des chiffres, et notamment du P&L, plutôt compliquée et dégradée par la crise de 2022 (reventes techniques, avances conditionnées, one-offs CoRDIs...), qui s'accompagne d'une forte volatilité des résultats et de la difficulté pour un investisseur externe à lire les niveaux de rentabilité normalisée.

Ces facteurs de décote nous semblent toutefois appelés à s'estomper, en particulier sur le plan de la lisibilité des résultats. Avec la relative normalisation des prix de l'électricité et la stabilisation du cadre réglementaire, les comptes devraient retrouver une structure plus lisible, permettant à un investisseur externe d'appréhender plus aisément les niveaux de rentabilité normalisée. Concernant la liquidité du titre, des catalyseurs potentiels existent, même si leur matérialisation reste à confirmer. C'est dans ce contexte de décote historique significative, mais de fondamentaux en cours de normalisation, que s'inscrit notre valorisation par DCF.

## DCF = valorisation de 7,00 €/action

Pour évaluer la société, nous avons retenu dans un premier temps l'approche par DCF, modélisé sur 10 ans. Nous dérivons une valorisation de 7,00 €/action via cette méthode.

Les principales hypothèses du DCF sont les suivantes :

- **Chiffre d'affaires** : Nous tablons sur un TCAM 2026-2034e de +4,5%, plutôt prudent mais en phase avec l'évolution du modèle économique de la société et en ligne avec les perspectives de croissance de la demande électrique industrielle en France, tirée par l'électrification des usages
- **Marge d'EBITDA** : Nous prenons l'hypothèse d'une marge d'EBITDA normative de 4,5%, cohérente avec les niveaux historiques de la société hors éléments exceptionnels, et qui reflète la structure économique d'un fournisseur alternatif opérant sur marges d'intermédiation étroites
- **CAPEX** : Nous attendons des CAPEX autour de 3% du CA en moyenne sur la durée du DCF afin de refléter l'immobilisation d'une fraction des CAC, destinée à renforcer l'actif principal de Mint : son portefeuille clients
- **Taux d'imposition** : 25%
- **Un WACC de 10,1%, basé sur :**
  - o Un taux sans risque de 3,8% (source : Banque de France au 10/06/2026)
  - o Une prime de risque de 6,0% (source : Fairness Finance au 10/06/2026)
  - o Un beta unlevered de 1,05
  - o Un taux de croissance à l'infini de 2%
  - o Une position de trésorerie nette largement positive



## DCF Mint SA, Euroland (M€)

En M€	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	2034e	2035e
<b>Chiffre d'affaires</b>	<b>90,3</b>	<b>97,2</b>	<b>103,3</b>	<b>109,3</b>	<b>114,9</b>	<b>120,0</b>	<b>124,7</b>	<b>128,7</b>	<b>132,1</b>	<b>134,7</b>
Croissance (%)	6,6%	7,6%	6,4%	5,7%	5,1%	4,5%	3,9%	3,2%	2,6%	2,0%
<b>Résultat opérationnel courant</b>	<b>-0,6</b>	<b>-0,5</b>	<b>0,3</b>	<b>1,6</b>	<b>1,7</b>	<b>1,8</b>	<b>1,9</b>	<b>1,9</b>	<b>2,0</b>	<b>2,0</b>
MOC (%)	-0,7%	-0,5%	0,3%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%
- Impôts	-0,1	-0,2	-0,4	-0,4	-0,4	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5
Taux d'IS (%)	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%
+ DAP nettes	4,5	3,9	2,1	3,3	3,4	3,6	3,7	3,9	4,0	4,0
en % du CA	5,0%	4,0%	2,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%
<b>Cash flow opérationnel</b>	<b>3,8</b>	<b>3,3</b>	<b>2,0</b>	<b>4,5</b>	<b>4,7</b>	<b>5,0</b>	<b>5,1</b>	<b>5,3</b>	<b>5,4</b>	<b>5,6</b>
BFR	-4,5	-3,0	-2,0	-2,1	-2,2	-2,3	-2,4	-2,5	-2,6	-2,6
en % du CA	-5,0%	-3,1%	-1,9%	-1,9%	-1,9%	-1,9%	-1,9%	-1,9%	-1,9%	-1,9%
- Variation du BFR	-1,4	-1,5	-1,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
- Investissements opérationnels	-3,9	-3,9	-3,1	-3,3	-3,4	-3,6	-3,7	-3,9	-4,0	-4,0
en % du CA	4,4%	4,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%
<b>Free Cash flow</b>	<b>-1,6</b>	<b>-2,1</b>	<b>-2,1</b>	<b>1,3</b>	<b>1,4</b>	<b>1,5</b>	<b>1,5</b>	<b>1,5</b>	<b>1,6</b>	<b>1,6</b>
<b>Free Cash flow actualisé</b>	<b>-1,5</b>	<b>-1,8</b>	<b>-1,7</b>	<b>1,0</b>	<b>0,9</b>	<b>0,9</b>	<b>0,8</b>	<b>0,7</b>	<b>0,7</b>	<b>0,6</b>
Somme des FCF actualisés	0,6									
Valeur terminale actualisée	7,9									
<b>Valeur d'entreprise</b>	<b>8,5</b>									
Dette nette	-33,4									
Actifs financiers	0,1									
Intérêts minoritaires	0,0									
<b>Valeur des capitaux propres</b>	<b>41,9</b>									
Nombre d'actions (k)	5 960,1									
<b>Valeur par action (€)</b>	<b>7,0</b>									

Sources : Société, Euroland Corporate

La valeur d'entreprise de Mint ressort intégralement portée par la valeur terminale, les flux de la période explicite étant négatifs ou marginaux. Ce résultat traduit la nature profonde du modèle économique de Mint : la valeur de la société réside moins dans sa capacité à générer des flux immédiats que dans la constitution progressive d'un portefeuille clients, actif incorporel par nature. Les coûts d'acquisition clients, partiellement immobilisés, sont à lire comme un investissement dont la rentabilité se matérialise sur la durée de vie des contrats. En ce sens, la compression des FCF sur la période explicite est le symétrique comptable d'une création de valeur qui, elle, s'exprime dans la valeur terminale.

Ci-dessous, nous présentons la sensibilité de notre valorisation aux hypothèses de taux d'actualisation, de croissance perpétuelle et de marge opérationnelle normative.

### Matrices de sensibilité Mint SA

		Taux de croissance à l'infini				
		1,0%	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%
WACC	9,1%	7,1	7,2	7,4	7,6	7,8
	9,6%	6,9	7,1	7,2	7,4	7,6
	10,1%	6,8	6,9	7,0	7,2	7,3
	10,6%	6,7	6,8	6,9	7,0	7,2
	11,1%	6,6	6,7	6,8	6,9	7,0
		Marge opérationnelle				
		0,5%	1,0%	1,5%	2,0%	2,5%
WACC	9,1%	6,0	6,7	7,4	8,1	8,8
	9,6%	5,9	6,6	7,2	7,8	8,5
	10,1%	5,9	6,5	7,0	7,6	8,2
	10,6%	5,8	6,4	6,9	7,4	7,9
	11,1%	5,8	6,3	6,8	7,2	7,7

Source : Euroland Corporate



## Transactions comparables = valorisation de 8,00 €/action

L'absence de sociétés cotées directement comparables à Mint nous conduit à écarter la méthode des comparables boursiers. Nous nous tournons en conséquence vers la méthode des transactions comparables.

Cette méthode nous semble particulièrement pertinente dans le cas de Mint. D'une part, le marché français de la fourniture d'électricité demeure fragmenté et offre de nombreuses opportunités de consolidation : les transactions y sont donc une réalité opérationnelle, et les multiples qui en ressortent constituent des références de marché cohérentes. D'autre part, Mint se trouve elle-même en position d'acquéreur potentiel, forte d'une trésorerie nette largement excédentaire.

La transaction de référence retenue est le rachat des activités françaises de Vattenfall par Alterna Energy en février 2026. En appliquant le multiple de l'opération (4,5x EV/EBITDA) à notre estimation d'EBITDA 2026e, et post retraitement usuel d'une prime de contrôle de 20% sur la VE (cash exclu), nous dérivons une valeur des capitaux propres de Mint de 8,00 €/action.

### Approche par transaction comparable Mint SA, Euroland (M€)

Date	Pays	Cible	Acquéreur	VE	Chiffre d'affaires	EBITDA	Marge EBITDA (%)	Multiple EBITDA payé	M€
févr-26	France	Vattenfall FR	Alterna Energie	75	461	16,5	4%	4,5x	
								3,9	EBITDA 2026e
								17,8	VE induite
								0,2	Décote
								14,2	VE post décote
								-33,4	Dettes nettes
								0,1	Actifs financiers
								47,7	Vcp
								6,0	Nombre d'actions (m)
								8,0	Valeur/action (€)

Sources : Epsilon Research, Euroland Corporate

## 7,50 €/action, recommandation Achat

La moyenne équipondérée de nos deux approches fait ressortir une valorisation de Mint SA à 7,50 €/action, soit un potentiel de hausse de +50%.



## Annexes financières

Compte de résultat (M€)	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e
Chiffre d'affaires	64,2	107,0	157,0	86,9	72,2	84,7	90,3	97,2	103,3
<b>Excédent brut d'exploitation</b>	<b>2,9</b>	<b>-1,1</b>	<b>7,6</b>	<b>20,2</b>	<b>5,6</b>	<b>2,6</b>	<b>3,9</b>	<b>3,4</b>	<b>2,4</b>
Résultat opérationnel courant	2,5	-2,0	6,6	19,1	4,2	0,4	-0,6	-0,5	0,3
Résultat opérationnel	2,5	-2,0	6,6	18,6	4,0	0,4	-0,6	-0,5	0,3
Résultat financier	0,0	0,0	0,1	1,5	1,1	1,1	1,1	1,1	1,2
Impôts	-0,1	0,0	-0,4	-3,9	-2,2	-0,4	-0,1	-0,2	-0,4
Mise en équivalence	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Part des minoritaires	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Résultat net part du groupe</b>	<b>2,0</b>	<b>-2,3</b>	<b>4,0</b>	<b>16,5</b>	<b>0,4</b>	<b>3,6</b>	<b>0,4</b>	<b>0,5</b>	<b>1,1</b>
Bilan (M€)	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e
Actifs non courants	3,5	5,3	2,7	3,5	4,3	5,4	4,8	4,8	5,9
dont goodwill	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
BFR	-17,2	-12,6	-27,1	-12,3	-4,4	-6,0	-4,5	-3,0	-2,0
<b>Disponibilités + VMP</b>	<b>22,3</b>	<b>24,3</b>	<b>62,4</b>	<b>57,6</b>	<b>46,2</b>	<b>41,4</b>	<b>37,3</b>	<b>32,7</b>	<b>31,0</b>
Capitaux propres	8,2	8,2	24,2	35,2	29,2	32,8	33,1	33,6	34,7
Emprunts et dettes financières	0,3	8,8	13,8	13,6	10,9	7,5	3,9	0,3	-0,4
<b>Total Bilan</b>	<b>54,0</b>	<b>69,4</b>	<b>93,2</b>	<b>72,7</b>	<b>71,6</b>	<b>68,7</b>	<b>66,5</b>	<b>65,4</b>	<b>68,3</b>
Tableau de flux (M€)	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e
Marge Brute d'autofinancement	3,1	-1,8	8,4	19,5	2,7	9,0	4,9	4,4	3,2
Variation de BFR	9,0	-4,6	14,6	-14,9	-7,8	1,5	-1,4	-1,5	-1,0
<b>Flux net de trésorerie généré par l'activité</b>	<b>12,1</b>	<b>-6,4</b>	<b>23,0</b>	<b>4,7</b>	<b>-5,1</b>	<b>10,5</b>	<b>3,4</b>	<b>2,9</b>	<b>2,1</b>
Investissements opérationnels nets	-1,6	-2,0	-2,1	-2,0	-3,1	-3,7	-3,9	-3,9	-3,1
<b>FCF</b>	<b>10,5</b>	<b>-8,4</b>	<b>20,9</b>	<b>2,7</b>	<b>-8,2</b>	<b>6,8</b>	<b>-0,5</b>	<b>-1,0</b>	<b>-1,0</b>
Investissements financiers nets	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Flux nets de trésorerie liés aux investissements</b>	<b>-1,6</b>	<b>-2,0</b>	<b>-2,1</b>	<b>0,0</b>	<b>-3,1</b>	<b>-3,7</b>	<b>-3,9</b>	<b>-3,9</b>	<b>-3,1</b>
Augmentation de capital	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Variation emprunts	0,0	8,5	17,0	-5,7	-9,2	-3,4	-3,6	-3,6	-0,7
Dividendes versés	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Autres	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Flux nets de trésorerie liés au financement</b>	<b>0,0</b>	<b>8,5</b>	<b>17,0</b>	<b>-5,7</b>	<b>-9,2</b>	<b>-3,4</b>	<b>-3,6</b>	<b>-3,6</b>	<b>-0,7</b>
Variation de trésorerie	10,5	0,0	37,9	-3,1	-17,4	3,4	-4,1	-4,6	-1,7
Ratios (%)	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e
<b>Variation chiffre d'affaires</b>	<b>85,4%</b>	<b>66,8%</b>	<b>46,7%</b>	<b>-44,7%</b>	<b>-16,9%</b>	<b>17,2%</b>	<b>6,6%</b>	<b>7,6%</b>	<b>6,4%</b>
Marge EBE	4,5%	-1,0%	4,8%	23,3%	7,8%	3,1%	4,3%	3,5%	2,3%
<b>Marge opérationnelle courante</b>	<b>3,9%</b>	<b>-1,9%</b>	<b>4,2%</b>	<b>22,0%</b>	<b>5,9%</b>	<b>0,5%</b>	<b>-0,7%</b>	<b>-0,5%</b>	<b>0,3%</b>
Marge opérationnelle	3,9%	-1,9%	4,2%	21,5%	5,6%	0,5%	-0,7%	-0,5%	0,3%
Marge nette	3,1%	-2,2%	2,5%	19,0%	0,6%	4,3%	0,4%	0,5%	1,1%
CAPEX (% CA)	2,5%	1,9%	1,3%	2,3%	4,3%	4,4%	4,4%	4,0%	3,0%
BFR (% CA)	-26,8%	-11,7%	-17,3%	-14,1%	-6,2%	-7,0%	-5,0%	-3,1%	-1,9%
<b>ROCE</b>	<b>ns</b>	<b>ns</b>	<b>ns</b>	<b>ns</b>	<b>ns</b>	<b>ns</b>	<b>ns</b>	<b>ns</b>	<b>6,3%</b>
ROCE hors GW	ns	18,4%	ns	ns	ns	ns	ns	ns	6,3%
ROE	24,7%	ns	16,4%	46,9%	1,5%	11,0%	1,1%	1,5%	3,2%
Payout	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Dividend yield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Ratios d'endettement	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e
<b>Gearing (%)</b>	<b>-270%</b>	<b>-188,0%</b>	<b>-200,8%</b>	<b>-124,9%</b>	<b>-121,2%</b>	<b>-103,4%</b>	<b>-100,7%</b>	<b>-96,3%</b>	<b>-90,4%</b>
Dettes nettes/EBE	-7,6	14,1	-6,4	-2,2	-6,3	-13,0	-8,5	-9,5	-13,1
EBE/charges financières	102,4	18,2	120,6	14,5	5,9	5,5	3,7	3,0	2,1
Valorisation	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e
Nombre d'actions (en millions)	10,4	5,9	5,9	5,9	6,0	6,0	6,0	6,0	6,0
Nombre d'actions moyen (en millions)	10,4	8,1	5,9	5,9	5,9	6,0	6,0	6,0	6,0
Cours (moyenne annuelle en euros)	6,6	8,0	3,4	3,1	3,3	5,1	5,0	5,0	5,0
(1) Capitalisation boursière moyenne	68,6	65,3	19,8	18,3	19,8	30,2	29,8	29,8	29,8
(2) Dette nette (+)/trésorerie nette (-)	-22,0	-15,5	-48,6	-44,0	-35,3	-33,9	-33,4	-32,4	-31,4
(3) Valeur des minoritaires	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
(4) Valeur des actifs financiers	0,0	2,1	0,7	1,1	0,9	0,1	0,1	0,1	0,1
Valeur d'entreprise = (1)+(2)+(3)-(4)	46,6	47,7	-29,5	-26,7	-16,4	-3,7	-3,6	-2,6	-1,7
VE/CA	0,2	0,3x	ns	ns	ns	ns	ns	ns	ns
<b>VE/EBE</b>	<b>4,1</b>	<b>61,0x</b>	<b>ns</b>	<b>ns</b>	<b>ns</b>	<b>ns</b>	<b>ns</b>	<b>ns</b>	<b>ns</b>
VE/ROC	5,7	ns	ns	ns	ns	ns	5,2x	4,5x	ns
<b>P/E</b>	<b>18,9</b>	<b>ns</b>	<b>5,0x</b>	<b>ns</b>	<b>ns</b>	<b>8,4x</b>	<b>83,2x</b>	<b>60,4x</b>	<b>26,7x</b>
P/B	4,7	5,7x	0,8x	0,5x	0,7x	0,9x	0,9x	0,9x	0,9x
P/CF	ns	ns	0,9x	3,9x	ns	2,9x	8,7x	10,3x	14,0x
<b>FCF yield (%)</b>	<b>22,5%</b>	<b>ns</b>	<b>ns</b>	<b>ns</b>	<b>ns</b>	<b>ns</b>	<b>ns</b>	<b>ns</b>	<b>ns</b>
Données par action (€)	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e
<b>Bnpa</b>	<b>0,34</b>	<b>-0,39</b>	<b>0,67</b>	<b>2,88</b>	<b>0,10</b>	<b>0,61</b>	<b>0,06</b>	<b>0,08</b>	<b>0,19</b>
Book value/action	0,8	1,4	4,1	6,0	4,9	5,5	5,6	5,6	5,8
Dividende /action	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00



## Système de recommandations :

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

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

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

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

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

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

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

## Historique de recommandations :

Achat : Depuis le 11/06/2026

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

« Disclaimer / Avertissement »



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

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

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

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

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

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

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

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

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

