

Agripower

Energie

Achat	<i>Potentiel</i>	74%
Objectif de cours		15,00 €
Cours au 04/12/2020 (c)		8,60 €
Euro next Paris		
Reuters / Bloomberg	ALAGA.PA / ALGA:EN	

Performances (%)	Ytd	1m	3m	12m
Perf. Absolue	-15,7%	-4,2%	-8,2%	-33,8%
Perf CAC Small	1,1%	19,3%	16,3%	7,7%

Informations boursières

Capitalisation (M€)	20,3
Nb de titres (en millions)	2,36
Volume moyen 12 mois (titres)	5 531
Extrêmes 12 mois	7,90 € 12,10 €

Actionnariat

Flottant	48,4%
Fondateurs & management	51,6%

Données financières (en M€)

au 30/06	2020	2021e	2022e	2023e
CA	7,7	9,5	15,0	25,0
var %	6,5%	23,3%	58,5%	66,4%
EBE	0,1	0,2	1,3	2,8
%CA	1,7%	1,8%	9,0%	11,0%
ROC	0,1	0,2	1,3	2,8
%CA	1,8%	1,8%	8,9%	11,0%
RN	0,0	0,1	1,3	2,4
%CA	0,5%	1,5%	8,4%	9,8%
Bnpa (€)	0,02	0,06	0,54	1,04
ROCE (%)	5%	5%	27%	35%
ROE (%)	1%	3%	22%	32%
Gearing (%)	-77%	-71%	-58%	-43%
Dette nette	-3,2	-3,1	-3,3	-3,3
Dividende n (€)	0,00	0,00	0,16	0,31
Yield (%)			2%	4%

Ratios

	2020	2021e	2022e	2023e
VE/CA (x)	2,4	1,9	1,2	0,7
VE/EBE (x)	141,7	107,1	13,6	6,6
VE/ROC (x)	132,6	109,0	13,6	6,6
PE (x)	596,3	155,7	17,3	8,9

Analyste :

Sid Bachir
01 44 70 20 76
sbachir@elcorp.com

Avec la participation de François Przyplata

La valeur ajoutée du renouvelable

- Agripower est un acteur français se positionnant dans l'intégration d'unités de méthanisation destinées au monde agricole. Le modèle d'Agripower s'articule autour de l'étude, la conception, l'installation et la maintenance d'unités de méthanisation individuelles ou collectives.
- Au regard des perspectives de croissance, de rentabilité et du niveau de valorisation, nous considérons le cours comme un point d'entrée.
- Maîtrisant la chaîne de valeur, Agripower est aujourd'hui un acteur de référence sur le marché de la méthanisation. Fort de plus de 50 unités installées en France et avec près de 10 % de part de marché, la société est aujourd'hui leader sur le segment des unités individuelles agricoles.
- Bénéficiant d'un pipe très qualifié et d'une forte visibilité sur les prochaines années avec le développement de nouveaux projets, le groupe s'attend à une croissance soutenue sur les prochains exercices, lui permettant d'atteindre un CA 2024 de 40,0 M€ (TCAM de 50,9%).
- Caractérisée par un business model avec de faibles charges fixes ainsi que sans capex, la société devrait selon nous générer rapidement du cash post-covid, lui permettant de renforcer son bilan. Par ailleurs la récente introduction en bourse qui a permis de lever 5,7 M€ devrait lui permettre d'accélérer son déploiement géographique.
- Dimensionné pour faire face à sa croissance, le modèle actuel d'Agripower lui permet de mener les différents projets envisagés sans avoir à augmenter ses capacités. Ainsi, le Groupe pourrait voir ses marges s'améliorer de 9,2 pts d'ici 2023 et atteindre 11,0%.
- Notre valorisation d'Agripower fait ressortir un objectif de cours à 15,00 €. Compte tenu du potentiel de hausse (+74%), initions la couverture avec une opinion à l'Achat.

Sommaire

ARGUMENTAIRE D'INVESTISSEMENT	3
SWOT	4
UN ACTEUR DE L'ÉNERGIE VERTE	5
HISTORIQUE	6
UNE MAÎTRISE TECHNIQUE DE LA MÉTHANISATION À LA FERME	7
UN SAVOIR FAIRE MAÎTRISÉ	8
DES PARTENARIATS SOLIDES	12
UNE RÉPONSE AUX ENJEUX ÉCONOMIQUE ET ENVIRONNEMENTAUX	14
LE BIOGAZ UNE INDUSTRIE EN TRANSFORMATION	19
UN CADRE RÉGLEMENTAIRE FAVORABLE	19
UNE FILIÈRE DYNAMIQUE	20
UN MARCHÉ ATOMISÉ	22
PERSPECTIVES STRATÉGIQUES ET FINANCIÈRES	23
UNE FORTE VISIBILITÉ DE GÉNÉRATION DU CHIFFRE D'AFFAIRES	23
UNE SOCIÉTÉ DIMENSIONNÉE POUR FAIRE FACE À SA CROISSANCE	25
UN LEVIER SUR LA RENTABILITÉ	26
UNE STRUCTURE RENFORCÉE	27
UNE GÉNÉRATION DE CASH EN AMÉLIORATION	28
VALORISATION D'AGRIPOWER	29
VALORISATION PAR LES DCF	29

Argumentaire d'investissement

Un expert de la méthanisation

Spécialiste des solutions environnementales destinées au monde agricole, Agripower est un acteur de référence dans l'intégration d'unités de méthanisation individuelles et collectives. Proposant une offre de solutions clés en main, Agripower offre à ses clients une maximisation de leur rentabilité tout en les inscrivant pleinement dans la transition énergétique. Interlocuteur unique de l'exploitant, la société adresse l'ensemble des segments de la méthanisation: l'agriculture, l'industrie agro-alimentaire, l'industrie de transformation de produits organiques et les collectivités

Un track-record solide et une forte visibilité sur l'avenir

Agripower a su se construire un track-record solide ces dernières années en matière d'intégration d'unités de méthanisation individuelles et collectives. Avec plus de 50 unités développées, construites, et des projets d'envergure tels qu'Agrigaz, Agripower se positionne comme un véritable expert sur toute la chaîne de valeur. A date, Agripower dispose de 99 projets d'unités de méthanisation dans le carnet de commandes.

Une stratégie établie...

Capitalisant à la fois sur son expertise et sur une forte visibilité de son pipe commercial, Agripower poursuit son développement 1/ en continuant le développement de projets de méthanisation collectives et individuelles, 2/ en renforçant son maillage territorial et 3/ en étoffant sa gamme de solution d'unités de méthanisation

... Au service de la croissance rentable

Les projets déjà sécurisé permettent à Agripower de bénéficier d'une forte visibilité sur la croissance de son chiffre d'affaires. Ainsi, sur la période 2020-23e, nous anticipons un TCAM du CA de +48,2%. En outre, le modèle actuel d'Agripower lui permet de mener les différents projets envisagés sans avoir à changer de taille, lui assurant ainsi des marges au dessus des 11%.

SWOT

Forces

- Un leader de la méthanisation agricole
- Des partenariats de qualité (Weltec, Bioelectrique)
- Réseau de prescripteurs importants (Triskalia, Agrial, Eurial et Uneal)
- Un carnet de commandes important offrant une excellente visibilité (29,0 M€)
- Une qualité dans l'installation et la performance des unités
- Une introduction en bourse réussie (5,7 M€ levés)

Faiblesses

- Environnement concurrentiel important (plus de 250 acteurs)
- Dépendance fournisseurs
- Procédure administrative lourde et un marché très réglementé (UE, Code de l'énergie, la France, ICPE, etc.)

Opportunités

- Un soutien affirmé de l'État (Plan PPE)
- Une conscience écologique qui prend de l'ampleur
- Un potentiel de diversification géographique
- Décret du 24 Novembre 2020 bonifiant le prix d'achat du biogaz issu d'effluent agricoles

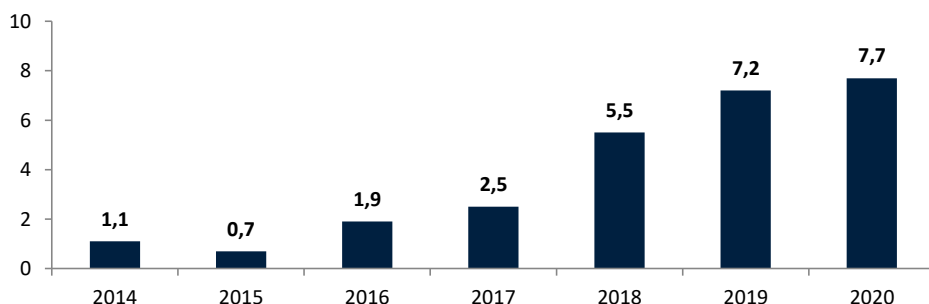
Menaces

- Une baisse des prix de l'électricité
- Un risque de liquidité dû au délai de paiement
- Un retard et un surcoût dans la construction des unités, entraînant une mise en jeu des garanties et un versement de pénalités

Agripower : un acteur de l'énergie verte

Fondé en 2012 par Eric Lecoq, Agripower est un acteur spécialisé dans l'intégration d'unités de méthanisation destinées au monde agricole. Le modèle d'Agripower s'articule autour de l'étude, la conception, l'installation et la maintenance d'unités de méthanisation individuelles ou collectives permettant de transformer des matières intrants organiques (déchets) en biogaz. Spécialisé dans l'accompagnement de projets de méthanisation, le groupe propose des solutions clés en mains offrant à ses clients une maximisation de leur rentabilité tout en les inscrivant pleinement dans la transition énergétique. Fort de 50 unités de méthanisation installées en France (dont 45 unités individuelles) sur un parc de 588 unités à fin septembre 2018 (dernière donnée disponible de l'ADEME), la société détient à cette date 8,5% du marché national et se positionne déjà en temps que leader sur la méthanisation individuelle. Cotée depuis Novembre 2019 sur Euronext Growth, Agripower s'est développée de manière organique, enregistrant un TCAM de CA de +38,3% depuis 2014 pour atteindre un CA de 7,7 M€ en juin 2020.

Evolution du CA d'Agripower depuis 2014 en M€



Source : Euroland Corporate

Après avoir dédié 2 ans à la R&D pour la mise au point de solutions de méthanisation basées sur des choix technologiques de rupture et après avoir noué des partenariats solides (Weltec, Bioelectric), le Groupe installe sa première unité de méthanisation en 2014 (250 kW).

Principalement implanté dans le Grand-Ouest, région de référence en France dans le secteur de la méthanisation, Agripower entend accélérer son développement sur le territoire national, en définissant 3 zones de développement prioritaires (à savoir Lille, Lyon et Toulouse) avec pour objectif d'atteindre un chiffre d'affaires de 40 M€ à horizon 2024. Pour ce faire, le Groupe peut s'appuyer sur un effectif commercial renforcé avec l'arrivée de deux ingénieurs commerciaux et d'un technicien de maintenance, ce qui devrait permettre de renforcer le maillage géographique d'Agripower. En outre, le succès de l'introduction en bourse a permis de lever 5,7 M€ et devrait ainsi permettre à la société de mener à bien la réalisation de ses objectifs stratégiques et financiers ambitieux.

Après avoir connu un S1 2019/20 très dynamique (CA de 5,2 M€, soit 70% du CA 2018-19), Agripower a connu un net ralentissement de l'activité au S2. Les mesures de confinement ont ainsi entraîné un fort ralentissement commercial ainsi que des difficultés de mise en œuvre des chantiers en cours. En dépit de la crise de la Covid-19, Agripower a pu installer au cours de l'exercice 15 unités de méthanisation, lui permettant de réaliser un chiffre d'affaires de 7,7 millions d'euros, en croissance de 6,9%. Le ralentissement de l'activité couplé à la structuration du Groupe (renforcement des équipes commerciales et de direction) entraîne un recul du résultat d'exploitation à 0,1 M€ (vs 0,7 M€). La gestion rigoureuse des charges d'exploitation dans cette période de développement permet cependant à la société d'afficher un RN à l'équilibre dans un contexte fortement dégradé.

Historique

2012 : Création de la société Agripower et début de l'activité de méthanisation. Signature d'un partenariat avec Weltec, fournisseur d'équipement de méthanisation.

2013 : Finaliste de « l'appel à projet micro-méthanisation » lancé par l'ADEME.

2014 : Installation de la première unité de méthanisation (250 kW) et signature d'un partenariat avec Bioelectric, fournisseur d'équipement de méthanisation. Mise en service de la première unité de méthanisation individuelle dans l'ouest de la France.

2016 : Forte croissance avec une traction commerciale importante dans la région Grand-Ouest.

2017 : Collaboration avec le bureau de contrôle QualiConsult. Première unité de méthanisation installée dans le nord de la France. Agripower compte 17 unités installées et fonctionnelles.

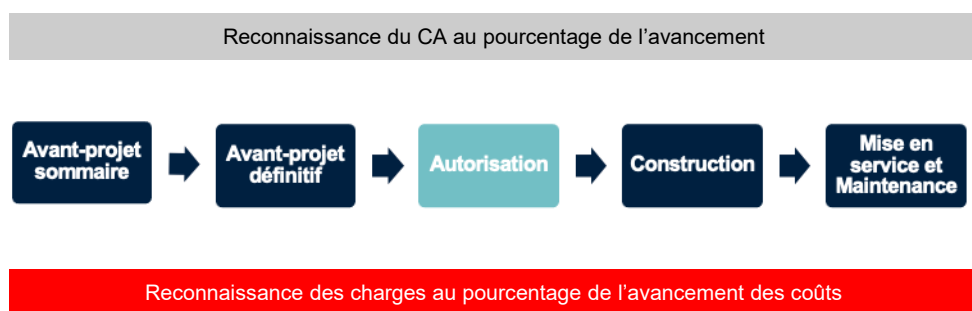
2019 : Apparition dans le classement « Les champions de la croissance » des Echos et dans le FT1000 Europe en étant d'ailleurs n° 1 sur les énergies renouvelables. Agripower compte 50 unités installées et fonctionnelles. Introduction sur Euronext Growth avec une levée de 5,7 M€.

2020 : Mise en service d'Agrigaz, une des unités de méthanisation les plus importantes en France.

Un savoir-faire maîtrisé

Véritable spécialiste de l'intégration de solutions d'énergies renouvelable, Agripower a développé ces dernières années une véritable expertise dans la construction d'unités de méthanisation, aussi bien à destination des agriculteurs que des industriels de l'agroalimentaire. Cette expertise se décline à travers la maîtrise de la quasi-totalité de la chaîne de valeur, de la prospection à la mise en service industrielle, en passant par l'analyse, la modélisation financière, le financement et la construction des complexes, ainsi que la mise en service et la maintenance. Selon le type de l'unité de méthanisation agricole (individuelle ou collective), l'installation peut prendre entre 18 et 36 mois.

Chaîne de valeur des projets de méthanisation



Source : Euroland Corporate

L'avant-projet sommaire



La première étape, l'avant-projet sommaire (APS), consiste à définir le scénario optimal et le chiffrage technico-économique. Pour se faire, la société va réaliser une étude et des travaux d'ingénierie préliminaire, définir les ressources en substrats méthanisables et valoriser le digestat et le biogaz.

L'avant-projet définitif



L'avant-projet définitif (APD) permet quant à lui de dimensionner l'unité de méthanisation, jusque dans son exploitation. L'équipe va décrire de manière approfondie le scénario retenu, analyser économiquement le projet, effectuer une valorisation énergétique ainsi qu'un bilan socio-environnemental tout en prenant en compte les aspects réglementaires et les prescriptions techniques.

L'autorisation



L'autorisation ICPE/Permis/contrat ERDF GRDF est la seule étape du processus non prise en charge par Agripower. Mais à travers les deux premières étapes, la société aura mis à disposition de son client l'ensemble des données nécessaires aux différents dossiers, et donc à la réalisation de ces demandes. La société va néanmoins accompagner l'exploitant dans ses démarches administratives afin qu'il puisse obtenir le permis d'exploitation et les contrats d'énergie.

Construction



L'étape de construction consiste à piloter la construction de l'unité de méthanisation de l'exploitant. Agripower va alors s'occuper de commander le matériel auprès de ses fournisseurs avant de suivre la construction en détachant un coordinateur (sous-traitance) qui supervisera la bonne gestion de la construction.

Mise en service & maintenance



La dernière étape, à savoir la mise en service & maintenance, permet d'assurer la montée en charge et de former l'exploitant. A la fin de la construction, le groupe va réaliser des tests et des vérifications pré-opérationnelles dans le but de certifier la bonne installation de l'unité de méthanisation. Il va ensuite former le client à la sécurité, à l'exploitation et à la maintenance de 1er niveau de son installation, mais garantie toutefois la maintenance la première année et propose même un contrat d'assistance à distance avec des visites préventives si l'exploitant le désire. L'objectif d'Agripower est de rendre l'exploitant le plus autonome possible sur les éventuelles pannes afin de limiter leur coût et la perte d'exploitation associée.

Exemples d'unités de méthanisation



Unité individuelle - Bioelectric



Unité collective – Weltec

Source : Société

Méthanisation individuelle

Agripower a développé des unités de « méthanisation individuelle ». Ces projets d'une durée de 18 à 24 mois sont facturés 300 K€ (200-250 K€ facturés par Agripower) et sont à destination des exploitations agricoles de taille intermédiaire (cheptel de 100 à 200 bovins). Agripower a pu développer des séries d'unités standards de 22, 33 et 44 kW fonctionnant uniquement à partir de lisier (excrément d'animaux) permettant au Groupe de diminuer de manière drastique le coût de fabrication industrielle, ainsi que la durée des chantiers tout en offrant un recul et une fiabilité du matériel. Au 30 Juin 2020, la société avait installé 65 unités individuelles en France, soit une puissance totale de 1 639 kWh. Le marché de ces unités est conséquent puisqu'on estime à 15 000 le nombre potentiels d'unités individuelles. Au 30 Juin 2020, Agripower avait déjà un carnet de commandes équivalent à 19,4 M€ avec 94 unités à réaliser d'ici les deux années à venir.

Types d'unités de méthanisation individuelle



Source : Société

Méthanisation collective

Le second type d'unité développé par Agripower est l'unité de « méthanisation collective ». Ces projets, d'une durée de 24 à 36 mois et d'une taille de 10 à 12 M€, sont à destination de groupes d'agriculteurs ou d'industriels de l'agroalimentaire. L'objectif pour ces derniers est de générer une activité économique à part entière, puisque l'unité permet de traiter les déchets organiques tout en vendant des énergies renouvelables.

Ces unités, capables de valoriser davantage de biogaz, ont des puissances allant de 250 kWe à 2 MWe. De ce fait, ce type d'unité permet aux investisseurs de générer de meilleures économies d'échelles et de diminuer les charges d'exploitation compte tenu de la taille plus importante de ce type d'unité installée. Le financement et la rentabilité de ces projets sont également meilleurs même s'ils entraînent des contraintes administratives plus conséquentes et une intégration de technologies supplémentaires.

L'un des projets collectifs phare de la société est le projet « Agrigaz ». Ce dernier a pris forme sous l'impulsion d'un collectif de 40 agriculteurs et d'un industriel de l'agroalimentaire. L'objectif de ce projet est de valoriser 200 tonnes de déchets et de matières fermentescibles par jour afin d'injecter de façon annuelle 2,5 M de m³ de bio-méthane dans le réseau public de distribution de gaz, soit l'équivalent de la consommation annuelle de 1 700 foyers en chauffage.

Au 30 Juin 2020, la société avait installé 6 unités de méthanisation collectives dans le Grand Ouest et affichait un carnet de commandes de 9,5 M€ avec 5 projets à venir d'ici les deux prochaines années.

Projet Agrigaz



Des partenariats solides

Un modèle capable d'absorber la croissance

Fort d'une équipe de 5 commerciaux au 30/06/2020, Agripower s'adresse directement à l'ensemble des segments de la méthanisation : l'agriculture, l'industrie agro-alimentaire, l'industrie de transformation de produits organiques et les collectivités. Au cours de l'exercice 2019/20, Agripower a su délivrer 1 unité collective et 14 unités individuelles. En outre, Agripower a eu recours à ses différents partenariats avec les coopératives agricoles, lui assurant ainsi une partie de ses contrats obtenus. La société bénéficie également de deux partenariats avec des constructeurs dans le cadre de la fourniture de composants nécessaires à la fabrication des unités de méthanisation (conteneurs, digesteurs, etc.). La société a ainsi fait le choix d'un modèle qui internalise uniquement la valeur ajoutée sans outil de production. Cela permet à la société de s'assurer une parfaite flexibilité en fonction du rythme de montée en puissance de ses ventes futures, sans charge de structure conséquente. Cela lui permet également de proposer une gamme étendue d'unités de méthanisation débutant à 22 kW pour les unités individuelles et à 250 kW pour les unités collectives.

Partenariats avec des fournisseurs - constructeurs

Depuis sa création, Agripower a mis en place une multitude de partenariats avec des fournisseurs – constructeurs afin de proposer à ses clients les meilleures solutions. Partenaires depuis juin 2012, la société allemande Weltec Biopower accompagne Agripower sur tous ses projets d'unités collectives et industrielles supérieurs à 250kWe, ou l'équivalent en injection de biométhane. Fort de 20 ans d'expérience, le groupe allemand jouit d'une notoriété internationale et a participé à plus de 300 projets (dont 18 en France) dans 32 pays et propose du matériel de production pour unités de méthanisation.

Agripower est également partenaire du groupe belge Bioelectric depuis 2014. La société sous-traite cette dernière dans le cadre de la construction d'unités individuelles. Spécialiste des unités individuelles (< 50 kW), le groupe belge affiche une dizaine d'années d'expériences. Fort d'une présence dans 12 pays en Europe, le groupe a déjà participé à plus de 200 projets de petites unités de méthanisation. Afin de compléter son offre de solutions d'unités de méthanisation (<50 kW et >250 kW), Agripower devrait nouer de nouveaux partenariats. En effet, les solutions actuelles ne permettent pas de répondre aux projets compris entre >50 kW et <250 kW de puissance. Un troisième partenariat constructeur est ainsi envisagé pour étoffer l'offre de la société.

Partenariats constructeurs



Partenariats avec des coopératives agricoles

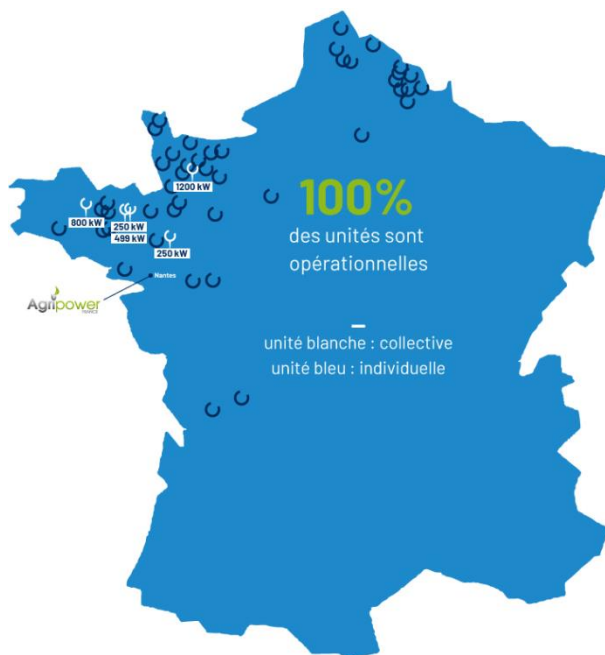
Agripower a également noué des partenariats avec des coopératives agricoles à des fins commerciales. En effet, ces coopératives jouent le rôle de prescripteurs des solutions Agripower auprès de leurs adhérents. Ainsi, les quatre partenariats avec Triskalia (18 000 agriculteurs), Agrial (13 000 agriculteurs), Eurial (4 500 agriculteurs) et Uneal (7 000 agriculteurs) permettent à Agripower de développer son activité et de remplir son carnet de commandes. Dans le même esprit, la société s'est constituée un réseau d'une douzaine de partenaires composé de sociétés locales spécialisées dans la construction de bâtiments agricoles, dans le contrôle laitier et dans la distribution de matériels agricoles.

Partenaires agricoles



Source : Euroland Corporate

Unités installées par Agripower



Source : société

Une réponse aux enjeux économiques et environnementaux

Les unités de méthanisation individuelles et collectives développées par Agripower permettent de produire des énergies renouvelables et offrent une réponse à de nombreux enjeux d'ordre écologique et économique. La méthanisation permet de répondre aux enjeux du traitement des déchets organiques, de la réduction des émissions de gaz à effet de serre et de l'intégration de l'agroécologie dans les pratiques. En effet, le biogaz produit est valorisé énergétiquement sous forme d'électricité et de chaleur (chaleur, biométhane et électricité), permettant par la même occasion une meilleure gestion des intrants à l'origine du biogaz (diminution du stockage et de l'odeurs des déchets solides organiques et liquides). En outre, son utilisation présente de nombreux atouts pour les exploitations agricoles ainsi que pour les territoires.

Les atouts pour l'exploitation agricole

- Créer un revenu complémentaire, stable, sans corrélation avec les cours des matières premières (cours du lait, de la viande ou des céréales) tout en permettant aux exploitants agricoles de diversifier leurs activités. Cela permet aussi indirectement à l'exploitation de diminuer le coût de sa production.
- Produire de la chaleur pour différentes activités (séchage de fourrage, chauffage de bâtiments d'élevage, chauffage d'habitations, production d'algues...).
- Produire du digestat qui se substitue aux engrais de synthèse,
- Réduire les odeurs des effluents d'élevage épandus,
- Valoriser des cultures intermédiaires par la méthanisation.

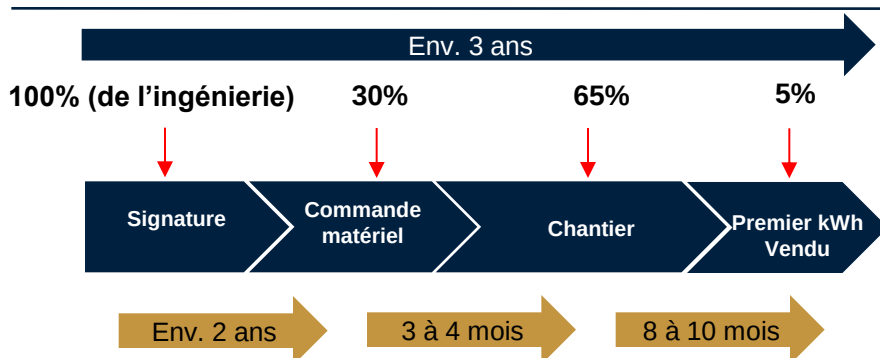
Les atouts pour le territoire :

- Valoriser en agriculture les déchets organiques,
- Développer l'autonomie énergétique,
- Réduire les émissions de gaz à effet de serre par substitution à l'usage d'énergie fossile ou d'engrais chimiques,
- Créer ou maintenir des emplois sur les exploitations agricoles (un emploi par tranche de 300 kWe en moyenne),
- Améliorer l'image du territoire grâce à la consommation d'électricité ou de gaz issu d'une énergie renouvelable.

Le Business model de Agripower

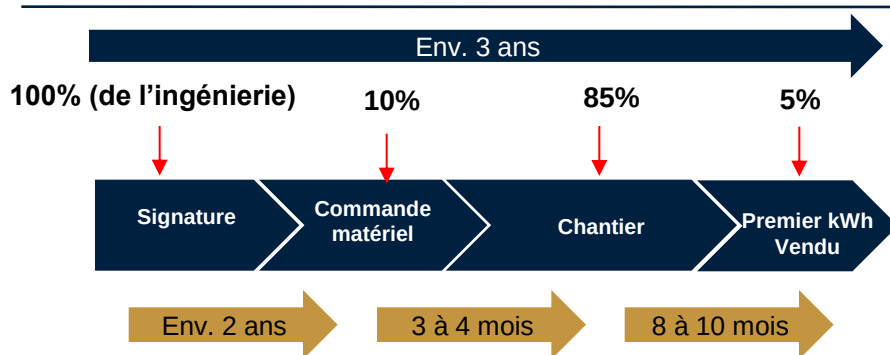
S'étalant de 18 à 36 mois, les projets réalisés par Agripower sont principalement des contrats de long terme conclus avec des exploitants agricoles et/ou des industriels de l'agroalimentaire. Afin de reconnaître son chiffre d'affaires et la marge réalisée, la société applique la méthode de l'avancement. La marge prévisionnelle relative aux installations techniques est déterminée par la direction pour chaque unité. Elle inclut des coûts internes comportant principalement des frais d'études et des coûts externes correspondant à la réalisation technique et opérationnelle de l'installation. La marge est appréhendée proportionnellement à l'avancement des travaux et services exécutés à la date de clôture par les équipes d'Agripower.

Cycle de paiement unité collective agricole



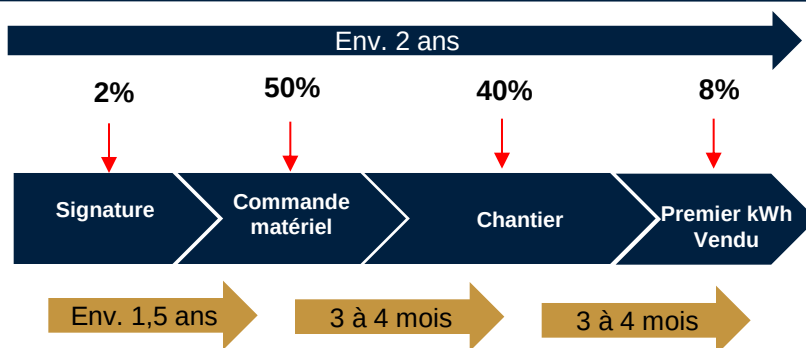
Source : Société

Cycle de paiement unité industrielle



Source : Euroland Corporate

Cycle de paiement unité individuelle



Source : Euroland Corporate

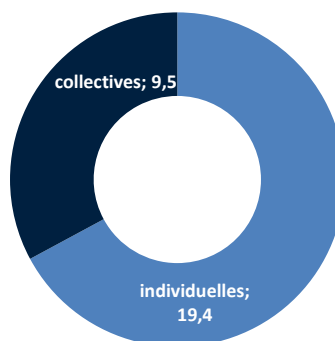
Au cours des 18 premiers mois, Agripower ne porte que très peu de risques. En effet, le premier encaissement du client et le premier décaissement au fournisseur interviennent environ un an et demi après la signature du contrat, lorsque le client reçoit les approbations administratives et l'accord de financement de la banque. De ce fait, Agripower ne supporte que des coûts fixes pendant cette période, correspondant principalement aux frais de personnels.

Lors du premier paiement, Agripower a encaissé 50% de la facture totale et n'a payé que 30% du prix d'achat total au fournisseur. Cette situation lui permet de présenter un solde de trésorerie net positif. Entre la réception des unités auprès du fournisseur et l'installation auprès du client, Agripower présente un solde de trésorerie négatif de 3 à 4 mois avant le deuxième paiement de 40%.

Un backlog offrant de la visibilité

Avec un chiffre d'affaires embarqué de 28,9 M€ au 30 juin 2020, Agripower profite d'une excellente visibilité sur sa topline pour les exercices futurs. Sur le segment de la méthanisation collective, la société devrait réaliser 5 chantiers d'ici 2022-23 pour un montant cumulé de 9,5 M€. Sur ce segment, le track-record de la société (6 projets depuis 2012) lui permet de constater une sollicitation croissante sur les projets d'envergure. En effet, la mise en service de site projets comme Agrigaz (un des plus important en France) contribue au rayonnement d'Agripower sur le marché de la méthanisation. Le segment méthanisation individuelle n'est pas en reste avec 94 unités à réaliser d'ici l'exercice 2022/23. Ainsi, l'activité individuelle devrait connaître une évolution soutenue sur les 2 prochains exercices mais devrait également profiter de l'intensification du maillage commercial (recrutement de 2 ingénieurs commerciaux) qui a déjà permis de retrouver un rythme de signature équivalent d'avant la crise de la Covid-19.

Carnet de commandes (en M€)



Source : Société

Le biogaz, une industrie en transformation

Le secteur du biogaz s'inscrit dans une dynamique d'évolution profonde qui accélère sa structuration, permettant à la filière d'atteindre progressivement sa maturité industrielle. D'après Xerfi, deux facteurs ont été déterminants pour instaurer cette dynamique : 1/ un cadre réglementaire solide, favorable et durable et 2/ des technologies de plus en plus fiables et performantes.

Dans ce contexte, une nouvelle transition énergétique de l'industrie agricole et agroalimentaire s'amorce avec le remplacement progressif des combustibles fossiles par des énergies renouvelables. En effet, ces industries très énergivores voient de nouveaux enjeux apparaître, nécessitant une transition vers l'utilisation d'énergies renouvelables en autoconsommation pour alimenter leurs sites de production. La méthanisation semble aujourd'hui bien positionnée pour assurer cette transition énergétique.

C'est dans ce contexte qu'Agripower s'inscrit aujourd'hui, en tant qu'intégrateur de solutions de méthanisation. Capitalisant sur une expertise de plusieurs années à travers la conception d'unités individuelles et collectives, le Groupe a déjà sa place parmi les leaders français de la méthanisation à la ferme, principalement en raison de la qualité et de la performance de ses installations.

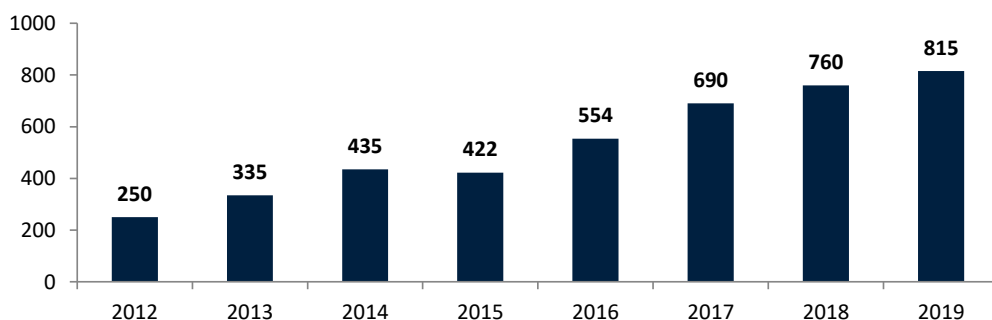
Un cadre réglementaire favorable

Le marché du biogaz bénéficie du soutien de l'Etat. En effet, l'Etat entretient une réglementation généreuse à l'égard de la production de biogaz (tarifs d'achat, obligation d'achat, appels d'offres publics, etc.), sur laquelle repose grandement le projet d'indépendance énergétique en gaz d'ici 2050 envisagé par l'ADEME. Ce soutien public affirmé fait la promesse implicite d'un avenir industriel à la filière et offre dans le même temps une meilleure visibilité aux acteurs de l'industrie. De plus le récent arrêté du 24 novembre 2020 fixant les conditions d'achat du biométhane injecté vient bonifier celui issu des unités utilisant les effluents d'élevage. En effet, les unités utilisant une proportion d'effluent d'élevage supérieure à 60% dans les intrants vont profiter de prix d'achats plus attractif. Le cadre réglementaire est donc favorable et durable, et donc propice à l'accroissement de l'activité des acteurs du marché du biogaz notamment Agripower.

Une filière dynamique

Le chiffre d'affaires de la filière française du biogaz ne cesse de progresser d'année en année. Il est ainsi passé de 109 M€ en 2008 à plus de 815 M€ en 2019. Le secteur s'est fortement développé depuis 2017 avec la mise en service de nombreuses installations, principalement des unités de méthanisation à la ferme. La croissance de l'activité est tirée de manière équivalente par la vente d'équipements et la construction de nouveaux sites depuis 2015, alors que la vente d'énergie ne représentait jusque-là que 30% du chiffre d'affaires.

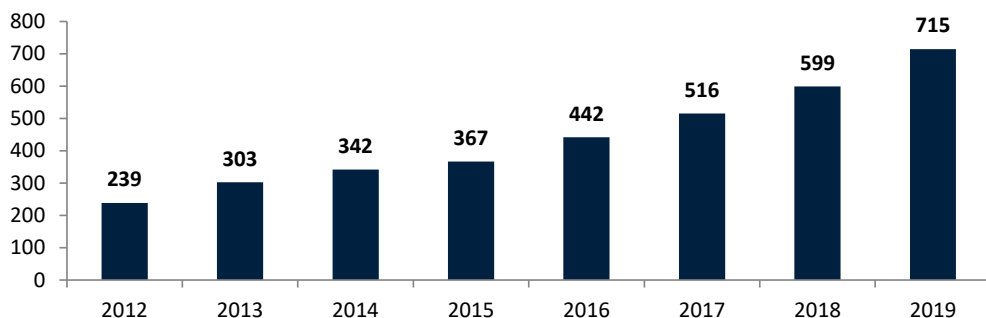
Chiffre d'affaires de la filière biogaz en France (en M€)



Source : Xerfi

Pas moins de 31 sites d'injection et 106 installations de production électrique à partir de biogaz ont été mis en service sur les trois premiers trimestres de 2019. Sous l'impulsion des nouvelles mises en service, les productions d'électricité et de chaleur à partir du biogaz ont progressé d'environ 7% en 2019. À moyen terme, le rythme d'installation de nouvelles unités va s'accélérer. D'après le scénario Xerfi, le parc français atteindra 1 390 sites de valorisation électrique du biogaz pour une puissance cumulée de 650 MW en 2024.

Evolution du parc d'unités installées



Source : Xerfi

A l'horizon 2024, tous les voyants sont au vert pour la filière, comme en témoigne l'allongement de la file d'attente des nouveaux projets. Au 30 septembre 2019, celle-ci comptait 68 MW de production électrique et 21 TWh de capacité d'injection de nouvelles installations. Et les appels d'offres prévus par la PPE devraient encore l'allonger. Les nombreuses nouvelles unités qui seront raccordées dans les prochaines années (130/an pour la production électrique et 80/an pour le biométhane injecté d'après notre scénario) et la montée en puissance du parc (notamment en augmentant le taux d'utilisation des capacités dans le biométhane) vont significativement soutenir la croissance du revenu *via* celle de la vente d'énergie. Ainsi, le chiffre d'affaires des acteurs du biogaz devrait croître de 17% en moyenne à l'horizon 2024, après une hausse de 7% en 2019.

Un marché atomisé

Si le marché du biogaz tend vers sa maturité industrielle, de nombreux acteurs composent son écosystème intensifiant la concurrence et atomisant ce marché de niche.

Avec près de 250 sociétés, le marché du biogaz présente des acteurs variés. Néanmoins, très peu affichent une expertise ainsi qu'un business model comparable à celui d'Agripower. De plus, les entreprises comparables sont pour la plupart des constructeurs et des exploitants d'un seul produit. Ces sociétés sont pour la plupart des filiales de grands conglomérats, avec des ressources financières conséquentes.

Sur un marché de la méthanisation atomisé, Agripower joue un rôle de leader avec un taux de pénétration actuel proche de 10% sur le segment des unités à la ferme. Son expertise ainsi que son track-record lui permet de capter de nombreux nouveaux projets face à des acteurs variés, à savoir :

- Les leaders tels que Suez et Veolia, spécialisés dans la méthanisation industrielle et présents sur l'ensemble de la chaîne de valeurs ;
- Les challengers tels que Waga Energy ou Fonroche (présent sur l'ensemble de la chaîne de valeurs) ;
- Les unités isolées telles que Naskeo ou Evalor, qui évoluent principalement sur le segment des unités individuelles.

Environnement concurrentiel

Les leaders



Les challengers



Les unités isolées

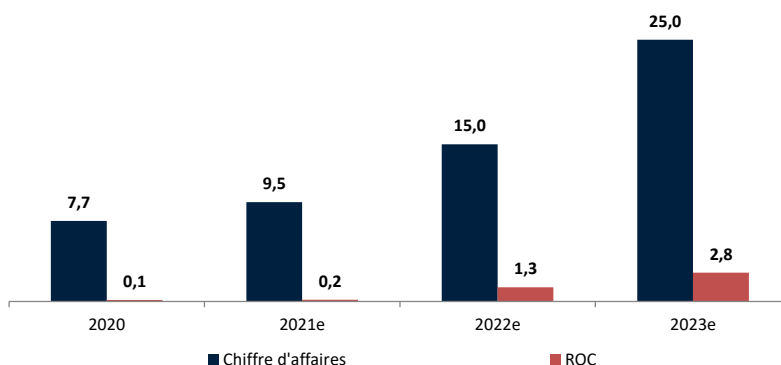


Source : Euroland Corporate

Perspectives stratégiques et financières

Compte tenu de son positionnement de spécialiste sur des marchés de niche et d'un backlog qui lui procure une excellente visibilité, nous sommes confiants dans la capacité d'Agripower à croître dans ses activités sur les 3 prochaines années.

Prévisions de CA et de ROC pour la période 2020-23 (en M€)



Source : Euroland Corporate

Misant à la fois sur son expertise et sur une forte visibilité de son pipe commercial, Agripower souhaite poursuivre son développement 1/ en continuant le développement de projets de méthanisation à destination de l'industrie agricole et agroalimentaire, 2/ en renforçant son maillage territorial en France et 3/ en étoffant sa gamme de solution d'unités de méthanisation. Ainsi, sur la période 2020-23e, nous anticipons un TCAM du CA de +48,2%.

Une forte visibilité de génération du chiffre d'affaires

Le track record d'Agripower en matière de conduite de projets d'envergure dans les énergies renouvelables a permis à la société d'acquérir une véritable expertise dans le développement d'unités de méthanisation. De nombreux projets (99 au total au 30/09/2020) sont actuellement à des stades de maturité différente (permis de construire acceptés/déposés) assurant au groupe une forte visibilité pour les prochaines années.

Sur le S1 2020/21, l'activité d'Agripower devrait pâtir des mesures de confinement prises en octobre 2020. En effet, bien que la société ait maintenu son activité, nous attendons par prudence un CA S1 en baisse compte tenu de l'effet du 1^{er} confinement sur le CA S2 2019/20 (2,5 M€ au S2 vs 5,2 au S1). L'activité devrait retrouver la croissance dès le S2 2020/21.

Cette croissance sera alimentée entre 2021 et 2023 par :

- La construction de 94 projets d'unités de méthanisation individuelle pour un montant global de 19,4 M€.
- La construction de 5 projets de méthanisation collective pour un montant de 9,5 M€.
- La signature de nouveaux projets

L'ensemble de ces projets est déjà sécurisé par Agripower, certains sont déjà en cours d'avancement en 2020 pour une livraison finale dans les deux ans à venir. Nous sommes confiants dans la capacité de l'entreprise à exécuter le carnet de commandes existant de 28,9 M€, compte tenu 1/ du track-record dans l'exécution des projets historiques et 2/ des nombreuses opportunités de croissance offertes par le marché français du biogaz.

Pour son développement futur, la société mise sur son déploiement commercial en France. Présente dans le Nord et le Nord-Ouest, elle a analysé les zones prioritaires en France incluant les villes de Lille, Lyon et Toulouse. Agripower a déjà installé 12 unités de méthanisation à Lille et dispose déjà d'intérêts pour installer entre 10 et 15 unités dans les prochaines années dans ces trois villes. En outre, profitant d'un backlog important dans la méthanisation à la ferme, la société bénéficie déjà d'une activité conséquente à venir pour les deux prochaines années, comme en témoigne son carnet de commandes.

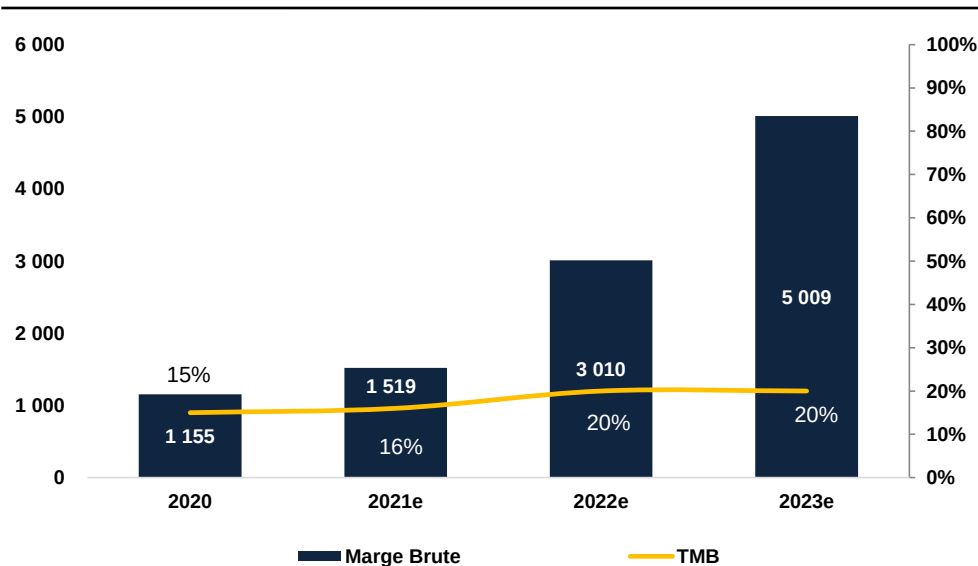
Pour s'étendre, la société a d'ores et déjà recruté des commerciaux et quelques personnes à différents postes stratégiques (DAF, gestion de projet...) de façon à structurer ses équipes et ses offres ainsi que développer son réseau de partenaires coopératives agricoles et d'apporteurs d'affaires pour accompagner ses ambitions commerciales. Un nouveau service de maintenance premium a récemment été mis en place afin d'accroître ses revenus.

Une société dimensionnée pour faire face à sa croissance

Le modèle d'Agripower lui permet de mener les différents projets envisagés sans avoir à changer significativement de taille. En effet, la construction des différentes unités de méthanisation, qu'elles soient individuelles ou collectives, est sous-traitée, seuls le développement et la conduite du projet restent à la charge des équipes d'Agripower. Nous tablons ainsi sur une légère augmentation des charges de personnel correspondant aux recrutements de commerciaux.

Chaque projet fait appel à des coûts directs (sous-traitance...), les charges externes sont donc corrélées au dimensionnement de chaque projet et à l'avancée de chaque projet. L'exercice 2019/20 a vu son taux de marge brute baisser significativement en lien avec la suspension de plusieurs projets compte tenu du contexte sanitaire. La contribution progressive de projets de plus grande taille devrait permettre au groupe d'afficher un taux de marge brute normatif de 20% en 2022/23.

Evolution de la marge brute et du taux de MB 2019/20-2022/23

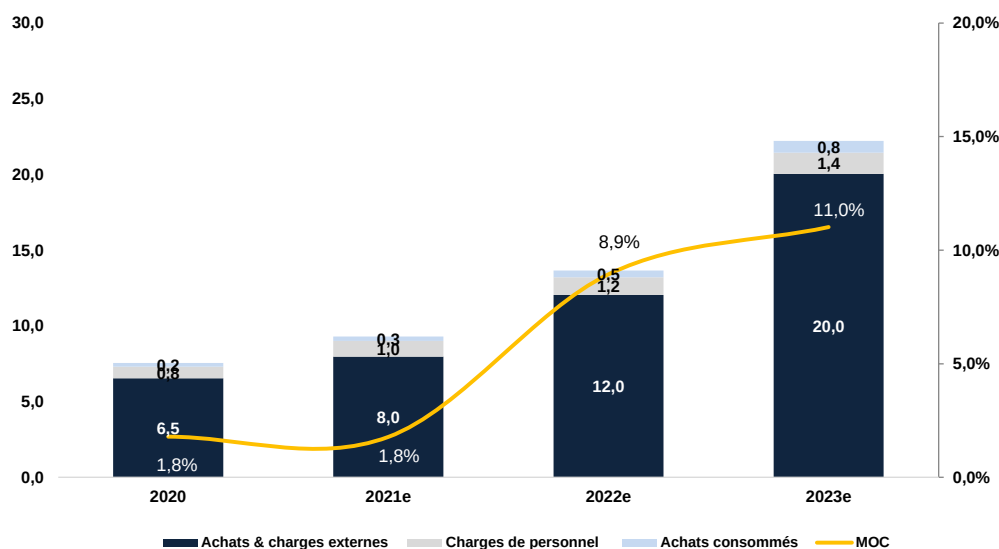


Source : Euroland Corporate

Un levier sur la rentabilité

Caractérisé par un business model avec de faibles charges fixes (charges de personnel équivalentes à 9,9% du CA en 2020) ainsi que par l'absence de capex (Agripower ne détient pas les unités de méthanisation), Agripower va naturellement bénéficier de la forte croissance de son chiffre d'affaires et pérenniser sa rentabilité. Si l'exercice 2020/21 devrait être impacté par l'effet du confinement sur le S1, nous tablons sur une MOC à 2 chiffres pour les exercices post-covid. Ainsi, alors que les charges de personnel devraient légèrement augmenter sous l'effet des recrutements pour renforcer les capacités commerciales et structurer l'équipe de direction, nous attendons une MOC de 11,0% en 2022/23 à 2,8 M€.

Evolutions des principaux postes de charges (en M€)



Source : Euroland Corporate

Une structure financière solide

En juillet 2019, Agripower a procédé à son introduction en bourse qui lui a permis de lever 5,7 M€. Cette dernière va lui permettre de financer la très forte hausse de son activité au cours des 3 prochains exercices. Avec une trésorerie de 4,0 M€ pour des fonds propres de 4,2 M€ au 30/06/2020, Agripower présente une situation bilancielle solide. La société devra néanmoins fournir des efforts en matière de gestion du BFR (postes clients, stocks, choix des fournisseurs), ce dernier étant le principal poste qui pourrait venir grever la génération de cash.

Structure financière prévisionnelle (2019-2023)

	2020	2021e	2022e	2023e
Trésorerie	4,0	3,8	4,0	4,1
Dette financière	0,7	0,7	0,7	0,7
Endettement net	-3,2	-3,1	-3,3	-3,3
Capitaux propres	4,2	4,4	5,6	7,7
<i>Gearing (%)</i>	<i>-77%</i>	<i>-71%</i>	<i>-58%</i>	<i>-43%</i>

Source : Euroland Corporate

Compte de résultat prévisionnel

	2020	2021e	2022e	2023e
Chiffre d'affaires	7,7	9,5	15,0	25,0
<i>Var %</i>	<i>6,5%</i>	<i>23,3%</i>	<i>58,5%</i>	<i>66,4%</i>
EBE	0,1	0,2	1,3	2,8
ROC	0,1	0,2	1,3	2,8
<i>MOC (%)</i>	<i>1,8%</i>	<i>1,8%</i>	<i>8,9%</i>	<i>11,0%</i>
RNpg	0,0	0,1	1,3	2,4
<i>Marge nette (%)</i>	<i>0,5%</i>	<i>1,5%</i>	<i>8,4%</i>	<i>9,8%</i>

Source : Euroland Corporate

Une génération de cash en amélioration

Compte tenu du redressement attendu des résultats et du fait de l'absence d'investissements inhérents à son business model, Agripower devrait voir sa génération de cash s'améliorer sur les prochains exercices (post-covid). Cela devrait notamment permettre à la société de procéder au versement d'un dividende, avec un objectif de distribution de 30% de son résultat net.

Tableau de flux de trésorerie

En M€	2020	2021e	2022e	2023e
Cash flow opérationnel	-0,1	-0,1	0,2	0,5
dont var. de BFR	-0,1	-0,3	-1,1	-2,0
Cash flow d'investissement	-0,3	0,0	0,0	0,0
Cash flow de financement	4,1	0,0	0,0	-0,4
dont augmentation de capital	5,2	0,0	0,0	0,0
dont var. des dettes financières	-1,1	0,0	0,0	0,0
dont dividendes	0,0	0,0	0,0	-0,4
Variation de la trésorerie nette	3,8	-0,1	0,2	0,1

Source : Euroland Corporate

Valorisation d'Agripower

Pour valoriser la société, nous avons retenu une seule méthode de valorisation, celle de l'actualisation des flux futurs de trésorerie (DCF). La méthode des comparables boursiers n'est pas retenue en raison d'un échantillon limité.

Valorisation par les DCF

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

- **Croissance du chiffre d'affaires** : nous retenons un TCAM de 48,2% entre l'exercice 2019/20 et 2022/23. Cette hypothèse prend en compte la montée en puissance des nombreux projets dans le pipe (99 au total sur 2 ans) ainsi que des futurs projets.
- **Rentabilité opérationnelle** : nous prenons l'hypothèse d'une marge normative de 15,0%.
- **Impôts** : compte tenu des 2,9 M€ de déficits reportables au 30/06/2020, nous estimons qu'Agripower devrait bénéficier d'un taux d'imposition très faible jusqu'en 2022/23.
- **Besoin en fonds de roulement** : un BFR de 20,0% du CA à partir de l'exercice 2021.
- **Investissements** : ne détenant pas les unités de méthanisation construite, Agripower n'a pas d'investissements.
- **Un taux d'actualisation (WACC) de 12,55 % basé sur :**
 - un taux sans risque de 0,0% ;
 - une dette nette -3,2 M€
 - une prime de risque de 6,50%
 - un bêta de 1,93

Tableau des DCF

En K€	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e
Chiffre d'affaires	9,5	15,0	25,0	40,1	46,1	53,0	58,3	61,2	64,3	65,2
variation (%)	23,3%	58,5%	66,4%	60,0%	15,0%	15,0%	10,0%	5,0%	5,0%	1,5%
Résultat opérationnel courant	0,2	1,3	2,8	5,4	6,9	7,9	8,7	9,2	9,6	9,8
Taux de marge opérationnelle couran	1,8%	8,9%	11,0%	13,5%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%
- Impôts	0,0	-0,1	-0,3	-1,8	-2,3	-2,6	-2,9	-3,1	-3,2	-3,3
Taux d'IS (%)	0,0%	-4,0%	-10,6%	-33,3%	-33,3%	-33,3%	-33,3%	-33,3%	-33,3%	-33,3%
+ DAP nettes	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
en % du CA	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Cash Flow opérationnel	0,2	1,3	2,5	3,6	4,6	5,3	5,8	6,1	6,4	6,5
BFR	1,9	3,0	5,0	8,0	9,2	10,6	11,6	12,2	12,8	13,0
en % du CA	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%
- Variation du BFR	-0,3	-1,1	-2,0	-3,0	-1,2	-1,4	-1,1	-0,6	-0,6	-0,2
- Investissements opérationnels	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
en % du CA	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Free Cash flow	-0,1	0,2	0,5	0,6	3,4	3,9	4,8	5,5	5,8	6,3
Free Cash flow actualisé	-0,1	0,2	0,3	0,4	2,0	2,0	2,2	2,2	2,1	2,0

Source : Euroland Corporate

Matrice de sensibilité

	Taux de croissance à l'infini				
	0,50%	1,00%	1,50%	2,00%	2,50%
11,55%	16,1	16,5	17,0	17,4	18,0
12,05%	15,2	15,6	15,9	16,4	16,8
12,55%	14,4	14,7	15,0	15,4	15,8
13,05%	13,6	13,9	14,2	14,5	14,9
13,55%	12,9	13,2	13,4	13,7	14,0

Source : Euroland Corporate

Conclusion

Notre valorisation de Agripower par DCF ressort à 15,0 € par action avec un WACC de 12,55% et une croissance à l'infini de 1,5%. Nous initions la couverture d'Agripower avec une opinion à Achat.

Compte de résultat (M€)	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Chiffre d'affaires	7,2	7,7	9,5	15,0	25,0
Excédent brut d'exploitation	0,7	0,1	0,2	1,3	2,8
Résultat opérationnel courant	0,7	0,1	0,2	1,3	2,8
Résultat opérationnel	0,7	0,1	0,2	1,3	2,8
Résultat financier	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0
Impôts	-0,1	0,0	0,0	-0,1	-0,3
Mise en équivalence	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Part des minoritaires	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Résultat net part du groupe	0,5	0,0	0,1	1,3	2,4
Bilan (M€)	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Actifs non courants	0,0	0,3	0,3	0,3	0,3
dont goodwill	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
BFR	1,8	1,6	1,9	3,0	5,0
Disponibilités + VMP	0,3	4,0	3,8	4,0	4,1
Capitaux propres	-1,0	4,2	4,4	5,6	7,7
Emprunts et dettes financières	1,9	0,7	0,7	0,7	0,7
Total Bilan	4,5	7,6	8,1	10,1	13,9
Tableau de flux (M€)	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Marge Brute d'autofinancement	0,5	0,0	0,1	1,3	2,4
Variation de BFR	-0,6	-0,1	-0,3	-1,1	-2,0
Flux net de trésorerie généré par l'activité	0,1	-0,1	-0,1	0,2	0,5
Investissements opérationnels nets	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Investissements financiers nets	0,0	-0,3	0,0	0,0	0,0
Flux nets de trésorerie liés aux investissements	0,0	-0,3	0,0	0,0	0,0
Augmentation de capital	0,0	5,2	0,0	0,0	0,0
Variation emprunts	0,2	-1,1	0,0	0,0	0,0
Dividendes versés	-0,3	0,0	0,0	0,0	-0,4
Autres	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Flux nets de trésorerie liés au financement	-0,1	4,1	0,0	0,0	-0,4
Variation de l'endettement financier net	0,1	3,8	-0,1	0,2	0,1
Ratios (%)	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Variation chiffre d'affaires	44,2%	6,5%	23,3%	58,5%	66,4%
Marge EBE	10%	2%	2%	9%	11%
Marge opérationnelle courante	10%	2%	2%	9%	11%
Marge opérationnelle	10%	2%	2%	9%	11%
Marge nette	7%	0%	1%	8%	10%
Investissements opérationnels nets/CA	0%	0%	0%	0%	0%
BFR/CA	25%	21%	20%	20%	20%
ROCE	26%	5%	5%	27%	35%
ROCE hors GW	26%	5%	5%	27%	35%
ROE	-48%	1%	3%	22%	32%
Payout	52%	0%	0%	30%	30%
Dividend yield	1%	0%	0%	2%	3%
Ratios d'endettement	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Gearing (%)	-160%	-77%	-71%	-58%	-43%
Dettes nette/EBE	2,2	-25,0	-18,0	-2,4	-1,2
EBE/charges financières	6,5	1,1	6,0	46,6	99,0
Valorisation	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Nombre d'actions (en millions)	2,4	2,4	2,4	2,4	2,4
Nombre d'actions moyen (en millions)	1,9	2,4	2,4	2,4	2,4
Cours (moyenne annuelle en euros)		9,3	9,3	9,3	9,3
(1) Capitalisation boursière moyenne	0,0	21,8	21,8	21,8	21,8
(2) Dette nette (+)/ trésorerie nette (-)	1,6	-3,2	-3,1	-3,3	-3,3
(3) Valeur des minoritaires	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
(4) Valeur des actifs financiers	0,0	0,0	0,0	0,0	1,0
Valeur d'entreprise = (1)+(2)+(3)-(4)	1,6	18,6	18,7	18,6	17,5
PER	49,9	596,3	155,7	17,3	8,9
VE / EBE	35,8	141,7	107,1	13,6	6,6
VE / ROC	35,1	132,6	109,0	13,6	6,6
VE / CA	3,6	2,4	1,9	1,2	0,7
P/B	ns	5,2	5,0	3,9	2,8
Données par action (€)	2019	2020	2021	2022	2023
Bnpa	0,20	0,02	0,06	0,54	1,04
Book value/action	-0,4	1,8	1,8	2,4	3,3
Dividende /action	0,11	0,00	0,00	0,16	0,31

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 des recommandations sur les 12 derniers mois :

Achat : depuis le 07/12/2020

Accumuler :

Neutre : (-)

Alléger : (-)

Vendre : (-)

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.

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

* Animation boursière comprenant un suivi régulier en terme d'analyse financière avec ou non liquidité

Disclaimer

La présente étude est diffusée à titre purement informatif et ne constitue en aucune façon un document de sollicitation en vue de l'achat ou de la vente des instruments financiers émis par la société objet de l'étude.

Cette étude a été réalisée par et contient l'opinion qu'EuroLand Corporate s'est forgée sur le fondement d'information provenant de sources présumées fiables par EuroLand Corporate, sans toutefois que cette dernière garantisse de quelque façon que ce soit l'exactitude, la pertinence ou l'exhaustivité de ces informations et sans que sa responsabilité, ni celle de ses dirigeants et collaborateurs, puisse être engagée en aucune manière à ce titre. Il est important de noter qu'EuroLand Corporate conduit ses analyses en toute indépendance, guidée par le souci d'identifier les atouts, les faiblesses et le degré de risque propre à chacune des sociétés étudiées. Toutes les opinions, projections et/ou estimations éventuellement contenues dans cette étude reflètent le jugement d'EuroLand Corporate à la date à laquelle elle est publiée, et peuvent faire l'objet de modifications par la suite sans préavis, ni notification.

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 objet de la présente étude, 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 mentionnée dans la présente étude, 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. Les performances passées et données historiques ne constituent en aucun cas une garantie du futur. Du fait de la présente publication, ni EuroLand Corporate, ni aucun de ses dirigeants ou collaborateurs ne peuvent être tenus responsables d'une quelconque décision d'investissement.

Aucune partie de la présente étude ne peut être reproduite ou diffusée 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, seules les personnes considérées comme « personnes autorisées ou exemptées » selon le « Financial Services Act 1986 » du Royaume-Uni, ou tout règlement passé en vertu de celui-ci ou les personnes telles que décrites dans la section 11 (3) du « Financial Services Act 1986 (Investment Advertisement) (Exemption) order 1997 » peuvent avoir accès à ce document. Celui-ci ne saurait être distribué ou communiqué, directement ou indirectement, à tout autre type de personne. Toute personne qui viendrait à être en possession de cette publication doit s'informer et respecter de telles restrictions. De même, cette publication ne peut être diffusée aux États-Unis ni à ses ressortissants. Les valeurs mobilières faisant l'objet de cette publication n'ont pas été enregistrées auprès de la Securities and Exchange Commission et envoyer ces études à un résident des États-Unis est interdit.

Il est possible que EuroLand Corporate ait conclu avec l'émetteur sur lequel porte l'analyse financière un contrat en vue de rédiger et diffuser une (ou plusieurs) publication(s), laquelle (lesquelles) a (ont) été relue(s) par celui-ci. Toutefois, le cas échéant, ces publications ont été réalisées par EuroLand Corporate de façon indépendante, conformément à la déontologie et aux règles de la profession.

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