

Capitalisation (M€)	12,3	Ticker	ALAGA.PA / ALGA:EN	Energie
Objectif de cours	1,70 €	Nb de titres (en millions)	12,0	Etude
Cours au 06/02/2026	1,02 €	Volume moyen 12m (titres)	12 358	09/02/2026
Potentiel	66,7%	Extrêmes 12m (€)	0,75€/1,36€	

## Nouveau départ

### A retenir

- Nous repassons à Achat sur le titre avec un OC de 1,70 €
- Le potentiel des activités détenues en propre n'est pas encore capté par la valorisation du titre
- Opinion favorable sur le dossier

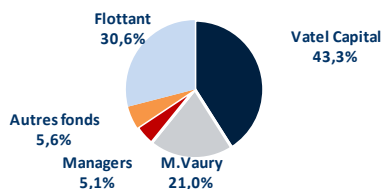
#### Données financières (en M€)

au 30/06	FY25	FY26e	FY27e	FY28e
CAnet	3,7	12,4	17,5	22,1
var %	168,0%	234,8%	41,6%	26,7%
EBE	-2,6	0,5	1,0	1,4
% CA	-70,4%	4,2%	5,6%	6,2%
ROC	-4,0	0,3	0,7	1,0
% CA	-109,3%	2,7%	4,1%	4,7%
RN	-3,9	0,3	0,7	1,0
% CA	-104,5%	2,4%	4,0%	4,6%
Bnpa (€)	-1,08	0,02	0,06	0,09
ROCE (%)	-59,9%	2,1%	4,1%	5,6%
ROE (%)	-119,0%	2,8%	6,1%	8,2%
Gearing (%)	16,3%	-1,0%	1,8%	0,4%
Dette nette	0,5	-0,1	0,2	0,0
Dividende n (€)	0,0	0,0	0,0	0,0
Yield (%)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

#### Multiples de valorisation

	FY25	FY26e	FY27e	FY28e
VE/CA (x)	0,4	0,3	0,2	0,2
VE/EBE (x)	ns	7,7	4,4	3,0
VE/ROC (x)	ns	12,1	6,1	4,0
P/E (x)	ns	41,1	17,5	11,9

#### Actionnariat



#### Performances boursières



Agripower est en train d'écrire une nouvelle page de son histoire. Après une longue période de transition, le groupe, entre de bonnes mains, est maintenant restructuré et recentré autour de trois axes stratégiques : 1/ la construction ou la conversion d'unités de méthanisation en injection biométhane pour compte de tiers, 2/ le développement des prestations de services et 3/ le démarrage de la production pour compte propre à travers la prise de participation directe dans des unités (modèle IPP). Selon nous, la probabilité de succès du « nouveau » Agripower n'est pas encore pleinement intégrée par le marché ni reflétée dans la valorisation de la société. Nous repassons à Achat (vs sous-revue) sur le titre, avec un objectif de cours de 1,70 €, soit un potentiel de hausse de +67%.

**Contexte : pourquoi Agripower a (presque) tourné le dos à la méthanisation à la ferme ?**

Lors de son introduction en bourse à la fin de l'année 2019, Agripower avait articulé son positionnement stratégique autour de deux piliers clairement identifiés. D'une part, la société misait sur le développement pour compte de tiers de la méthanisation agricole de proximité, en particulier des projets dits « à la ferme », fondés sur la cogénération. D'autre part, elle ambitionnait de se positionner sur des unités de taille plus significative, à vocation territoriale ou industrielle, intégrant parfois l'injection de biométhane. Ce modèle dual apparaissait alors cohérent avec l'environnement de marché de l'époque et avec les dispositifs réglementaires en vigueur. Il permettait à Agripower d'adresser une clientèle diversifiée tout en constituant progressivement un portefeuille de références étoffé.

L'arrivée, à la fin de l'année 2023, de la nouvelle équipe dirigeante a toutefois marqué un tournant stratégique majeur. Celle-ci s'est traduite par une revue approfondie du modèle économique du groupe, du pipeline commercial et par une redéfinition de ses priorités opérationnelles. Les travaux menés ont notamment mis en lumière la faible viabilité économique d'une large partie des projets de méthanisation à la ferme, conduisant logiquement à la décision d'en organiser l'arrêt progressif.



Cette inflexion stratégique est indissociable de l'évolution du cadre réglementaire français. Au cours des années 2010, les projets de petite taille en cogénération bénéficiaient de tarifs d'achat de l'électricité garantis sur de longues périodes, ce qui en assurait la rentabilité pour les exploitants agricoles. Progressivement, les pouvoirs publics ont toutefois réorienté les mécanismes de soutien vers l'injection de biométhane, jugée plus efficiente que la cogénération. Cette réorientation s'est accompagnée d'une dégradation relative des conditions tarifaires applicables aux petites installations et, surtout, de la disparition programmée du cadre historique sur lequel reposait l'équilibre économique des projets agricoles unitaires.

L'aboutissement de cette trajectoire réglementaire est intervenu avec l'arrêté du 8 septembre 2025, mettant fin au tarif dit « BG16 », qui couvrait les petites unités de cogénération. Ce dispositif garantissait un prix de vente de l'électricité sur longue durée, condition essentielle à la sécurisation de la rentabilité d'un projet « à la ferme ».

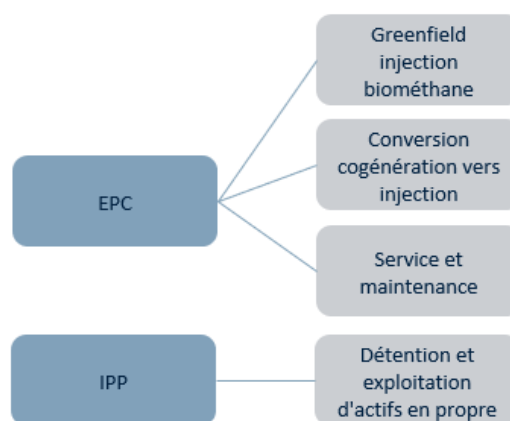
## Le modèle actuel d'Agripower

À l'issue de l'arrêt progressif (et presque complet, voir plus loin) des activités de méthanisation à la ferme, Agripower s'est recentré sur les unités de méthanisation en injection biométhane. Le groupe agit à présent toujours en tant qu'EPC pour compte de tiers avec 1/ le développement, la conception et l'installation de nouveaux méthaniseurs (dits « greenfield »), 2/ la conversion d'unités déjà existantes (brownfield) en injection biométhane et 3/ la poursuite des prestations de services récurrentes sur les unités du parc installé (maintenance et gestion pour compte de tiers).

Avec pour ambition de remonter la chaîne de valeur et de devenir une plateforme complète pour l'infrastructure du gaz vert en France, Agripower a également lancé fin 2024 une activité dite « IPP », à travers laquelle il prend des participations via sa filiale Agripower Partner (détenue à 100%) dans des unités de méthanisation brownfield ou greenfield. La société est ainsi devenue productrice de biométhane pour compte propre.

Consolidée à partir de la fin de l'exercice 2025-2026, l'activité de détention et d'exploitation d'actifs de production d'énergie renouvelable en propre constitue un tournant majeur pour l'equity story du titre. Elle va permettre au groupe d'accroître progressivement son intégration verticale, de réaliser des marges significativement supérieures (et plus stables) que celles de ses activités historiques, de générer des flux de trésorerie importants, d'intégrer de la récurrence dans son mix de chiffre d'affaires et aussi de détenir un portefeuille d'actifs productifs, avec de la valeur.

## Le modèle opérationnel d'Agripower



Sources : Société, Euroland Corporate

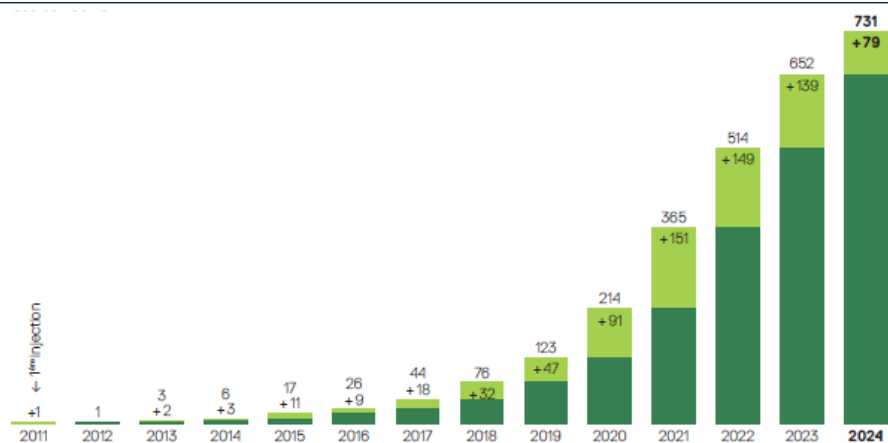


## Pourquoi s'intéresser de nouveau à Agripower ?

### 1/ Parce que le groupe bénéficie d'une position stratégique sur un marché en plein essor...

D'après GRDF, à fin 2024, le marché français du biométhane poursuit une trajectoire de croissance soutenue depuis plusieurs années, portée par l'augmentation continue des volumes injectés dans les réseaux. Selon les données publiées par le service statistique du ministère de la Transition écologique et relayées par les gestionnaires de réseaux, la production annuelle injectée atteint 11,6 TWh, ce qui correspond à une progression d'environ 15 % par rapport à 2023, confirmant le caractère structurel de l'expansion de la filière. Cette montée en puissance repose sur un parc d'environ 731 installations (pour l'injection biométhane) en service au 31 décembre 2024, contre un peu plus de 650 un an plus tôt.

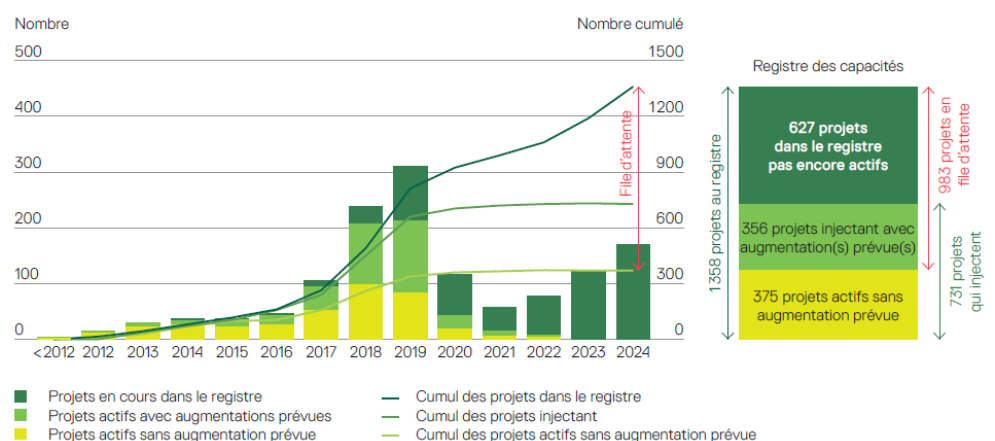
### Nombre d'installations en injection biométhane en France (2011-2024)



Sources : GRDF, Euroland Corporate

Par ailleurs, près de 1 000 projets supplémentaires sont recensés dans les files d'attente administratives et techniques, représentant un potentiel futur de l'ordre de 14 à 15 TWh/an. Ces chiffres, issus des tableaux de bord officiels du ministère et des gestionnaires de réseaux, traduisent une visibilité élevée sur la poursuite du développement du marché à court et moyen terme.

### Nombre de projets en cours dans le registre du ministère



Sources : GRDF, Euroland Corporate

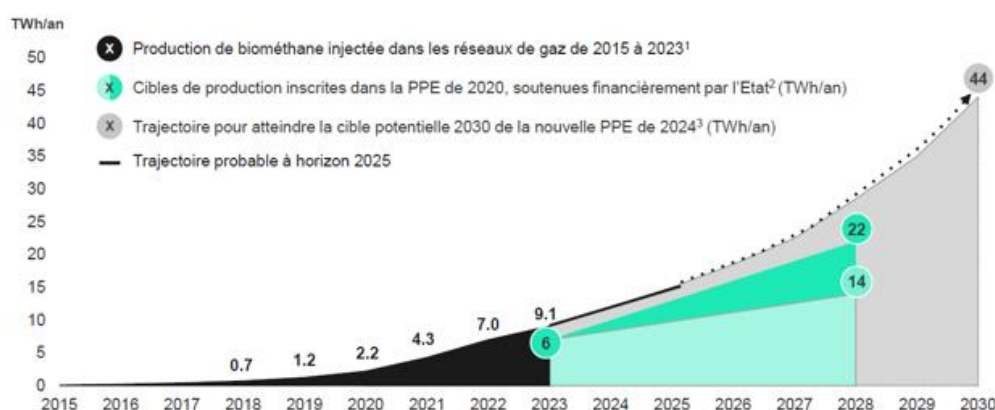


## A/ ... Stimulé par les objectifs de politique énergétique...

Dans le cadre de la politique énergétique française, la filière du biométhane occupe une place de plus en plus importante comme levier de décarbonation, de sécurité d'approvisionnement et de soutien à l'économie territoriale. Ces ambitions s'articulent étroitement avec les objectifs nationaux définis par la Programmation pluriannuelle de l'énergie (PPE), la Stratégie nationale bas-carbone (SNBC) et les engagements de neutralité carbone à l'horizon 2050.

À l'horizon 2030, la PPE 2025-2035 fixe un objectif clair pour la filière : atteindre 50 TWh de production annuelle de biogaz, dont environ 44 TWh de biométhane injecté dans les réseaux de gaz distribués. Cette cible correspond à une multiplication par plus de trois des niveaux actuels de production. Cette ambition sectorielle s'inscrit dans une trajectoire cohérente avec les engagements climatiques nationaux. La SNBC prévoit une réduction significative des émissions de gaz à effet de serre à 2030 et une neutralité carbone à 2050, ce qui implique une forte substitution des combustibles fossiles par des sources d'énergie renouvelables, parmi lesquelles le biométhane occupe une place stratégique par sa capacité à décarboner le mix gazier tout en étant produit localement.

### La trajectoire PPE sur la production de biogaz (2015-2050)



Sources : SIA Partners, Euroland Corporate

## B/ ... Et par des mécanismes de soutien à l'offre et à la demande

### a/ Guichets ouverts – tarifs d'achat réglementés

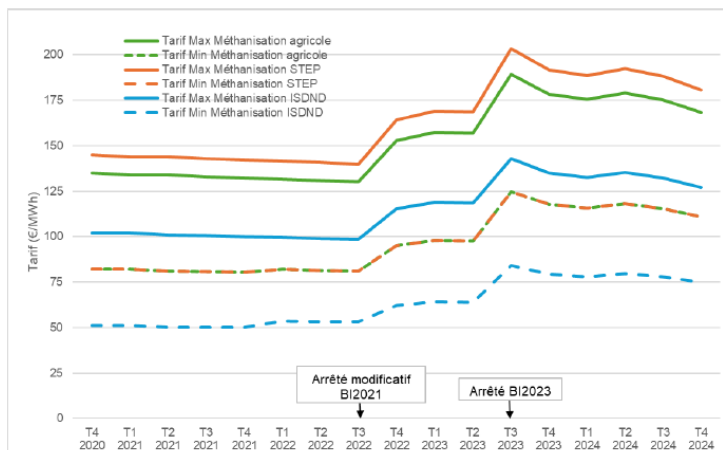
La production de biométhane injecté en France bénéficie historiquement d'un mécanisme de guichet ouvert donnant accès à un tarif d'achat garanti pendant quinze ans, fixé par arrêté ministériel. Ce tarif repose sur une combinaison d'un prix de base, de primes liées à la nature des intrants utilisés et d'une dégressivité progressive en fonction de la capacité des installations, ce qui vise à ajuster le niveau de soutien à l'économie des projets selon leur taille.

Les réformes réglementaires intervenues en 2022 et 2023 ont modifié la formule d'indexation des tarifs afin de mieux refléter l'évolution des coûts. Cette évolution a conduit une large majorité des installations déjà sous contrat à signer des avenants pour intégrer ces nouvelles modalités. Les volumes produits au-delà de la capacité annuelle contractuelle ne bénéficient plus



du tarif réglementé et sont désormais valorisés au prix du marché de gros du gaz, lequel s'est établi entre 25 et 38 €/MWh en moyenne mensuelle en 2024, contre un tarif d'achat moyen d'environ 127 €/MWh pour les volumes soutenus. Ce différentiel très marqué renforce l'enjeu du dimensionnement initial des projets et de la discipline d'exploitation.

## Tarifs min et max applicables aux installations en injection



Sources : CRE, EuroLand Corporate

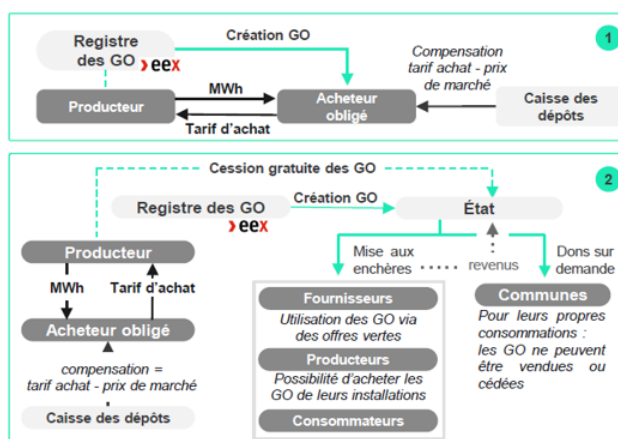
## b/ Les appels d'offre pour les plus gros projets

Pour les unités dépassant 25 GWh PCS par an, ce guichet ouvert est complété par un mécanisme d'appel d'offres, qui attribue des contrats d'achat de quinze ans sur la base des prix proposés par les candidats. Le premier cycle, lancé en 2022 pour un volume total de 1,5 TWh, avait été suspendu en raison d'un risque de sous-souscription avant d'être finalement organisé début 2024, à l'issue duquel les autorités ont statué sur les projets retenus. Ce dispositif marque une évolution vers une mise en concurrence accrue des projets les plus importants et une recherche de maîtrise du coût global du soutien public.

## c/ Les garanties d'origine (GO)

Les GO constituent un instrument complémentaire permettant de certifier l'origine renouvelable du biométhane injecté, chaque MWh produit donnant lieu à l'émission d'un certificat électronique. Pour les contrats anciens, ces garanties sont valorisées par l'acheteur, une part importante de cette valorisation venant réduire les charges de service public de l'énergie, sauf dans le cas d'un usage carburant où la totalité peut être conservée. Pour les contrats récents, ces certificats sont désormais inscrits au bénéfice de l'État sur un registre national

## Le mécanisme des garanties d'origine



Sources : SIA Partners, EuroLand Corporate



Pierre LAURENT - Head Equity Research - 01 44 70 20 78 - plaurent@elcorp.com



### c/ Les Certificats de Production de Biogaz (CPB)

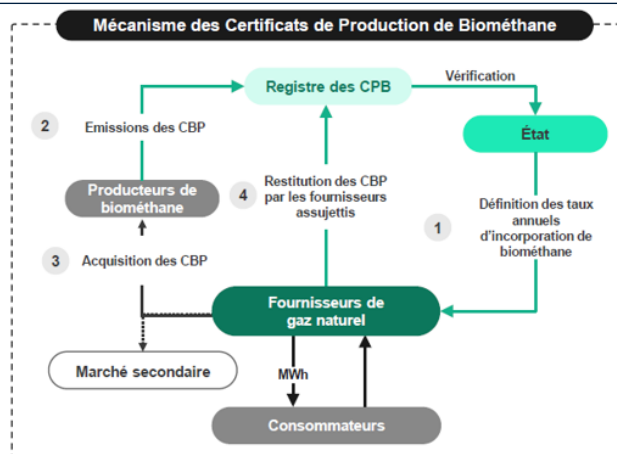
Les certificats de production de biogaz constituent enfin le dernier dispositif destiné à compléter les mécanismes historiques de soutien au biométhane injecté, dans une logique de transition progressive vers un financement davantage fondé sur le marché. Le principe a été introduit par la loi « Climat et Résilience » d'août 2021, puis précisé par un décret publié en avril 2022. Le dispositif est ensuite devenu pleinement opérationnel avec un décret et un arrêté paru en juillet 2024, qui ont fixé les règles pratiques de mise en œuvre, les obligations pesant sur les fournisseurs de gaz et les modalités de contrôle.

À partir de ce cadre, les fournisseurs sont soumis à une obligation croissante de restitution de certificats proportionnelle aux volumes de gaz qu'ils commercialisent, chaque certificat correspondant à un MWh de biométhane produit et injecté. Les producteurs peuvent ainsi céder ces certificats aux fournisseurs concernés, ce qui crée une source de revenus complémentaire aux contrats d'achat réglementés.

La montée en puissance du dispositif est volontairement graduelle afin de ne pas déstabiliser l'économie des projets existants et de permettre des ajustements en fonction de l'évolution des coûts de production et du rythme réel de développement de la filière. La supervision de l'ensemble relève de la Commission de régulation de l'énergie, chargée d'en suivre les effets économiques et de veiller à la cohérence globale du cadre de soutien.

D'un point de vue stratégique, ces certificats marquent une évolution importante du modèle économique du biométhane, en préparant un basculement progressif d'une partie de la rémunération vers des mécanismes de marché, sans remise en cause immédiate des tarifs d'achat existants.

#### Le mécanisme des CPB



Sources : SIA Partners, Euroland Corporate

### d/ La « dépenalisation » de la conversion des unités en cogénération

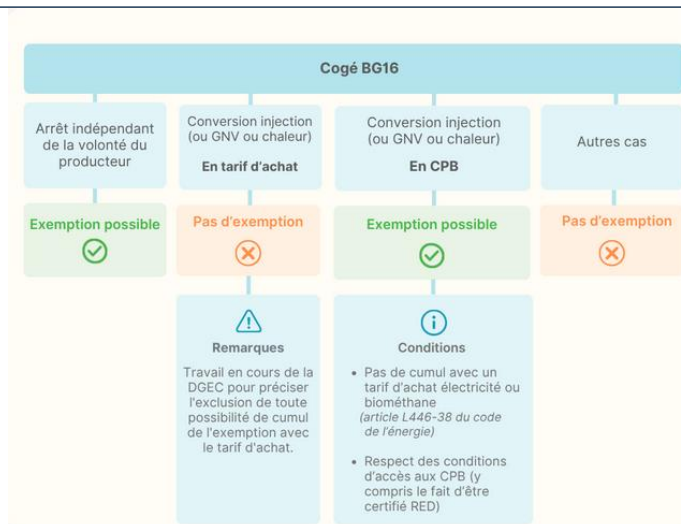
Cette évolution devrait être accélérée par la publication au Journal Officiel de l'arrêté du 8 septembre 2025, qui modifie en profondeur le cadre applicable aux unités de cogénération biogaz sous contrat d'achat d'électricité. Comme indiqué précédemment, ce texte met fin au tarif BG16 pour les nouvelles installations, mais introduit surtout la faculté nouvelle pour les exploitants en place de résilier leur contrat sans pénalité, sous réserve d'un arrêt définitif de la cogénération et d'une reconversion du site. Les options de conversion explicitement prévues





portent sur l'injection de biométhane dans les réseaux de gaz naturel, l'utilisation du biométhane comme carburant alternatif, ou la valorisation du biogaz sous forme de chaleur. Ce dispositif vise ainsi à lever l'un des principaux freins économiques à la transformation des unités existantes, en facilitant le basculement vers des modes de valorisation jugés plus cohérents avec la stratégie énergétique nationale.

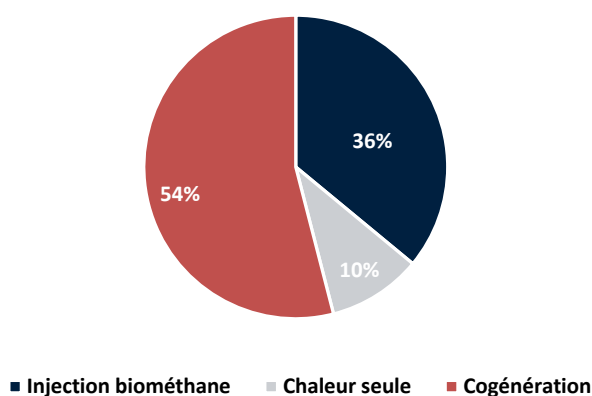
## De la cogénération à l'injection



Sources : GRDF, Euroland Corporate

À fin 2024, toujours selon GRDF, la France comptait un peu plus de 2 000 installations de production de biogaz, dont une bonne moitié en cogénération. Les sources s'accordent à dire que sur ce millier d'unités, entre 700 et 900 seraient éligibles à la conversion en injection biométhane. Un potentiel substantiel pour Agripower.

## Le mix des 2 021 unités de méthanisation en France en 2024



Sources : ODRe, Euroland Corporate

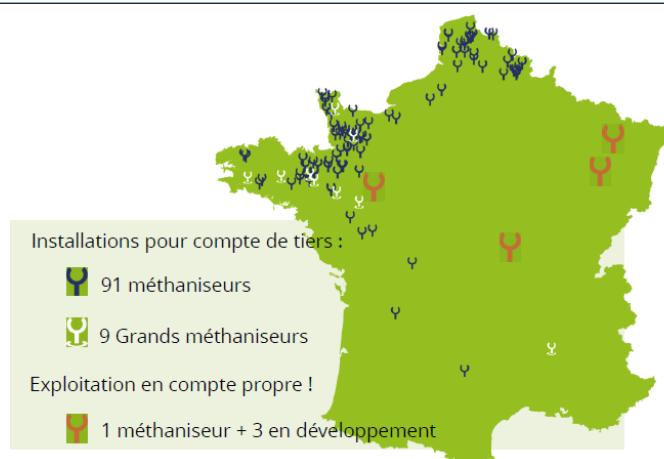


## 2/ Parce que le groupe dispose d'atouts importants

### A/ Un track record EPC de 100 installations

Le track record d'Agripower apparaît comme une force indéniable de son modèle. Acteur historique du biogaz en France depuis plus d'une décennie, le groupe a supervisé la construction de 100 unités pour compte de tiers sur le territoire français, soit environ 5% du parc national, pour une puissance installée de près de 6 MW en cogénération et environ 800 Nm<sup>3</sup>/h en injection biométhane.

### Les unités de méthanisation installées par Agripower



Sources : Société, Euroland Corporate

La crédibilité opérationnelle est renforcée par un positionnement de plus en plus orienté vers les projets d'injection, en cohérence avec l'évolution du marché, comme décrit précédemment. 10 grandes unités ont déjà été livrées ou converties, ce qui démontre la capacité du bureau d'études du groupe à travailler sur tous les sujets (unités en greenfield, conversion/repowering en brownfield) ainsi que sa vaste expertise en matière de construction et d'O&M.

### B/ Des partenariats stratégiques qui sont un levier structurant

Agripower s'appuie sur des partenariats forts, qui constituent l'un des piliers de son positionnement stratégique sur le marché français de la méthanisation agricole. Cette approche repose, d'une part, sur un partenariat industriel de long terme avec Weltec Biopower et, d'autre part, sur un réseau étendu de coopératives agricoles régionales, véritables relais commerciaux auprès des exploitants.

Le partenariat avec Weltec, noué en 2012, couvre la conception, la construction et la maintenance d'unités de méthanisation destinées à l'injection de biométhane en France, tant sur des projets de petite taille que sur des installations industrielles. Agripower commercialise prioritairement la technologie de son partenaire (des digesteurs en acier inoxydables plutôt qu'en béton) en contrepartie de conditions d'approvisionnement préférentielles qui améliorent la compétitivité économique des projets. Ces digesteurs offrent une durée de vie pouvant atteindre plus de 25 ans, une forte résistance à la corrosion et une modularité permettant un montage rapide.

Cette coopération s'est déjà traduite par la réalisation de huit centrales par Agripower sur les vingt-trois installations Weltec recensées en France, soit environ 35 % du parc du partenaire,





témoignant d'une relation opérationnelle étroite et d'un savoir-faire reconnu dans le déploiement de cette technologie. La coopération entre les deux acteurs a d'ailleurs été récemment renforcée avec la signature début janvier d'un accord visant à accélérer le déploiement de la technologie Weltec en France et à l'international. Dans un marché appelé à se structurer autour d'acteurs capables d'industrialiser des solutions complexes, ce partenariat apparaît ainsi comme un avantage compétitif majeur, susceptible d'accompagner la stratégie de montée en gamme sur des méthanisations de plus grande taille.

Par ailleurs, Agripower a constitué depuis plusieurs années un réseau dense de partenariats avec une dizaine de coopératives agricoles réparties sur l'ensemble du territoire français. Ces accords jouent un rôle central dans la génération d'opportunités commerciales, en offrant un accès direct à un large vivier d'exploitations agricoles et en facilitant la pénétration de nouveaux bassins régionaux.

Le réseau comprend des acteurs de premier plan, représentant plusieurs dizaines de milliers d'agriculteurs, à l'image d'Alliance BFC en Bourgogne-Franche-Comté, d'Eurea en Auvergne-Rhône-Alpes, d'Eureden en Bretagne, du Groupe Bernard, d'Unéal dans le nord de la France, ainsi que de grands groupes nationaux tels qu'Agrial, Eurial et Terrena. Au-delà des potentiels volumes générés, cette implantation territoriale constitue une barrière à l'entrée significative pour de nouveaux acteurs, réduit les coûts d'acquisition commerciale et confère à Agripower une position privilégiée auprès du monde agricole.

## Les partenaires agricoles d'Agripower



Sources : Société, EuroLand Corporate

## C/ Un « nouveau » management pleinement investi depuis fin 2023

Après plusieurs exercices marqués par une sous-performance opérationnelle et stratégique, Agripower a engagé fin 2023 une transformation en profondeur de sa gouvernance et de son organisation, plaçant le renouvellement managérial au cœur de la trajectoire de redressement et de création de valeur. Les arrivées de Guillaume Labarrière en novembre 2023 - nommé DG puis PDG - et de Damien Poirier-Coutansais - nommé directeur général délégué dès septembre 2023 - se sont traduites par le lancement rapide et structuré d'une revue complète du projet industriel et stratégique du groupe.

Initialement présenté comme transitoire, ce tandem s'est finalement inscrit dans la durée, imposant progressivement une nouvelle discipline opérationnelle et une orientation stratégique clarifiée. L'équipe dirigeante resserrée — composée de quatre cadres clés — a par ailleurs



participé à l’augmentation de capital de 8 M€ réalisée fin 2025 et détient désormais 5 % du capital, illustrant un alignement renforcé avec les actionnaires.

La gouvernance a également été consolidée par la nomination, fin novembre, d’un nouvel administrateur indépendant, portant leur nombre à trois sur un total de quatre membres au conseil.

D/ Un newsflow positif, avec la concrétisation de plusieurs projets

Au cours des derniers mois, le newsflow d’Agripower s’est révélé nettement positif, porté par une séquence de signatures de projets significatifs en injection biométhane. Plusieurs contrats, tant en greenfield qu’en brownfield, ont été annoncés entre juin et décembre 2025. Ces projets, dont la construction/conversion sera confiée Agripower, devraient s’accompagner d’une prise de participation systématique de la part de la société (voir plus loin).

Au total, depuis juin 2025 (hors Méthélec), Agripower a signé pour près de 15 M€ de nouveaux contrats de travaux, traduisant l’excellente dynamique commerciale de la société.

Un newsflow très dynamique

Juin 2025	Contrat de travaux greenfield de 4,6 M€ dans la Meuse
Sept 2025	Contrat de travaux brownfield de 3,5 M€ dans la Meuse
Sept 2025	Contrat de travaux greenfield de 3,3 M€ dans la Sarthe
Dec 2025	Contrat de travaux greenfield de 3,0 M€ dans la Mayenne
Dec 2025	Contrat d’études Bio GNV de 0,3 M€ au Sénégal

Sources : Société, Euroland Corporate

3/ Parce que la diversification vers l’IPP est créatrice de valeur

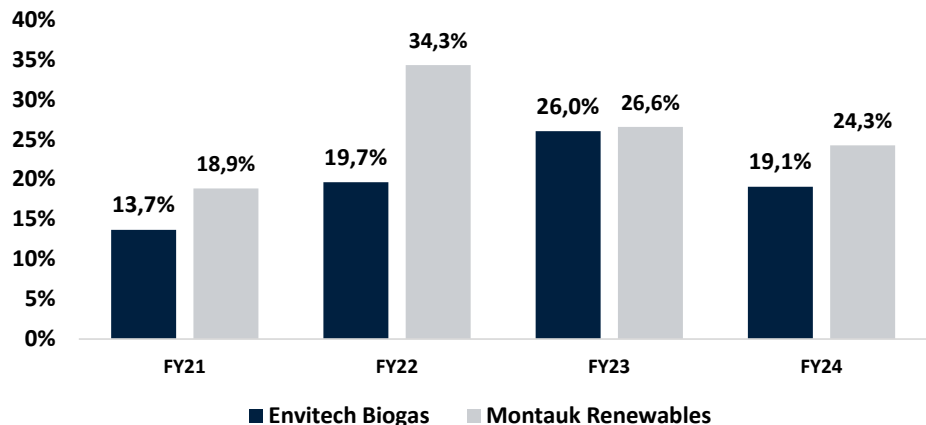
A/ Un potentiel économique important

Historiquement positionné comme acteur de référence dans la construction et la maintenance d’unités de méthanisation, Agripower a entamé en 2024 une évolution stratégique majeure vers un modèle de producteur indépendant d’énergie (IPP). Cette nouvelle casquette va profondément transformer le profil économique d’Agripower. Là où l’EPC repose sur des revenus ponctuels dépendants du cycle de signature des projets, la production d’énergie génère des flux récurrents, contractualisés sur longue durée avec l’offtaker (le client) et souvent indexés à l’inflation.

Cette visibilité accrue s’accompagne d’un niveau de rentabilité sensiblement supérieur. L’activité d’IPP est conçue pour délivrer une marge EBITDA comprise entre 25% et 35% selon la taille et le profil de l’unité exploitée. Pour référence, nous affichons dans le prochain graphique les marges d’EBITDA générées ces dernières par deux comparables cotés d’Agripower, Envitech Biogas en Allemagne et Montauk Renewables aux Etats-Unis. Les deux sociétés sont entre autres productrices de biométhane pour compte propre. Malgré des différences de maturité, de taille ou encore de mix d’activités à naturellement prendre en compte, la marge d’EBITDA moyenne sur la période observée ressort à plus de 20%.



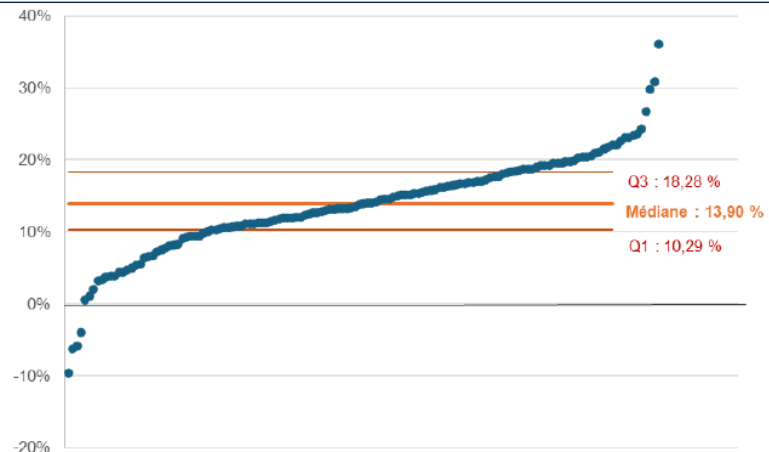
## Marges d'EBITDA peers IPP Agripower (FY21-FY24, %)



Source : Euroland Corporate

Par ailleurs, dans son rapport intitulé « Bilan technique et économique des installations de production de biométhane injecté » écrit en 2024, la CRE a analysé en détail la rentabilité économique de centaines de projets en injection de biométhane. Le régulateur calcule un TRI projet médian avant impôts et sans subventions supérieur à 10% pour les installations agricoles territoriales (le cœur de métier d'Agripower) mises en service avant 2022.

## TRI projet médian avant impôts des méthanisations agricoles territoriales



Sources : CRE, Euroland Corporate

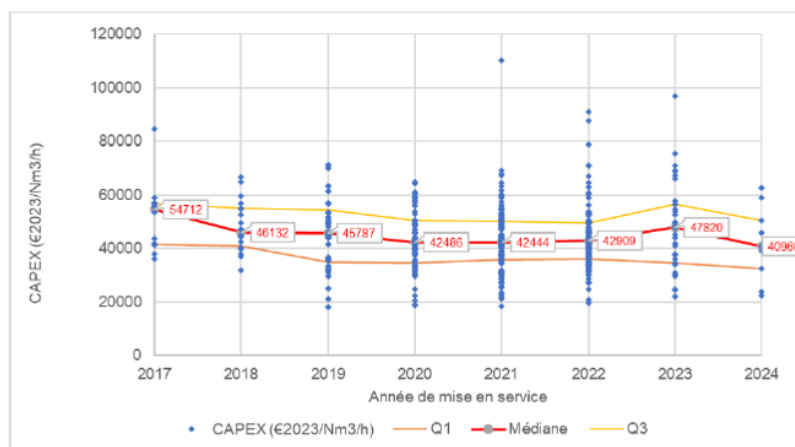
Evidemment, ce TRI projet est extrêmement sensible aux différentes hypothèses prises en compte pour le modéliser (et aussi à des facteurs plus originaux, comme la région d'implantation des installations) mais donne une bonne indication générale de la capacité de création de valeur de l'IPP. La direction d'Agripower a d'ailleurs plusieurs fois indiqué travailler uniquement sur des projets où le TRI equity (qui revient aux actionnaires et non à l'ensemble des pourvoyeurs de fonds) serait d'au moins 15%.

En outre, les CAPEX nécessaires à la construction d'unités de méthanisation semblent suivre une tendance baissière (hors rebond inflationniste de 2023) sur le long terme, sûrement du fait d'une meilleure maîtrise technologique et technique générale des projets. La CRE estime qu'en 2017,



le capex moyen normalisé ressortait à environ 54k€/Nm<sup>3</sup>/h contre 41k€/Nm<sup>3</sup>/h en 2023, soit un recul de près de -25%.

## CAPEX normalisé pour une unité de méthanisation (€/Nm<sup>3</sup>/h)



Sources : CRE, EuroLand Corporate

Deux éléments complémentaires méritent d'être soulignés. D'une part, les coûts d'investissement présentent des effets de seuil en fonction de la puissance des unités de méthanisation à développer, ce qui induit des écarts significatifs de CAPEX selon la taille des projets. D'autre part, sur les installations greenfield, les montants engagés peuvent varier fortement en fonction des choix techniques retenus — notamment en matière de terrassement ou de procédés d'épuration — ainsi que de la nature et de la qualité des intrants traités. À l'inverse, les projets de conversion bénéficient généralement de niveaux d'investissement plus modérés, dans la mesure où une partie des infrastructures lourdes est en principe déjà en place.

### B/ Méthélec : première matérialisation concrète de la stratégie IPP

Fin octobre 2024, Agripower a concrétisé sa première opération brownfield avec la prise de participation dans une unité de méthanisation agricole située en Auvergne, Méthélec. Fragilisé par des difficultés techniques et par une sous-utilisation chronique de ses capacités, le site a été soutenu par Agripower via l'entrée au capital d'une SPV détenue par Agripower Partner à hauteur de 43 % du capital et de 62 % des droits de vote.

La transformation de l'installation — de la cogénération vers l'injection de biométhane — est engagée de manière progressive, en deux phases successives : une première montée en puissance à 500 Nm<sup>3</sup>/h depuis juillet 2025, puis un objectif d'au moins 600 Nm<sup>3</sup>/h à compter de 2027. Dans ce cadre, Agripower Partner a apporté 1,5 M€ sous forme de compte courant d'associé, sur un besoin de financement global estimé à environ 6 M€, complété par un recours au financement participatif.

En parallèle du tarif d'achat réglementé, Méthélec bénéficie d'un contrat de certificats de production de biogaz (CPB) conclu pour six ans avec Save Energies, filiale d'Idex, le premier signé en France.

L'ensemble de ces paramètres doit permettre à Agripower de viser un chiffre d'affaires sur l'unité supérieur à 5 M€ sur l'exercice 2025/2026, puis au-delà de 6 M€ en 2026/2027, pour une marge d'EBITDA de l'ordre de 35 %. Méthélec devrait être consolidé via intégration globale à partir des résultats annuels 2025/2026.



## L'unité de Méthélec, dans le Puy-de-Dôme



Sources : Société, Euroland Corporate

### C/ Un pipeline déjà très fourni sur l'IPP

Les quatre projets précédemment mentionnés, pour lesquels Agripower a été retenu comme contractant via sa division pour compte de tiers, s'accompagnent chacun d'une prise de participation d'Agripower Partner dans les sociétés de projet, avec des niveaux de détention variables.

Au total, en incluant l'investissement déjà réalisé dans Méthélec, Agripower Partner devrait engager un peu moins de 7 M€ en equity afin de sécuriser environ 1 300 Nm<sup>3</sup>/h de capacité, soit près de 100 GWh par an une fois toutes les méthanisations mises en service. Ce volume représenterait environ 5 % de la production annuelle de biométhane injecté attendue en 2027, ce qui illustre assez clairement la montée en puissance encore progressive mais très bien engagée de cette activité.

### Le pipeline IPP déjà signé par Agripower

Projet	Type	Date annonce	CAPEX (M€)	Equity (CC) AGPP	Participation AGPP (%)	Mise en service	Consolidation attendue	Production à 100% (Nm <sup>3</sup> /h)	Production annuelle théorique (GWh)	Production consolidée Agripower (Nm <sup>3</sup> /h)
Méthélec	Brownfield	juin-25	6	1,5	49%	V	Globale	600	50	600
Grand Est	Greenfield	juin-25	8	1,0	35%	Automne 2026	Proportionnelle	200	17	71
Meuse 1	Brownfield	sept.-25	4,8	1,0	40%	Fin 2026	Proportionnelle	200	17	80
Sarthe 1	Greenfield	sept.-25	5,4	2,5	49%	S2 2026	Proportionnelle	136	11	67
Mayenne 1	Greenfield	déc.-25	5,5	0,8	49%	T1 2027	Proportionnelle	122	10	60
Total			29,7	6,8				1 258	104	877

Sources : Société, Euroland Corporate



## Perspectives financières et estimations

Hors consolidation d'Agripower Partner, qui sera intégrée à partir des résultats annuels de l'exercice 2025/2026, Agripower a annoncé une guidance de chiffre d'affaires pour l'exercice (clôturé en juin, pour rappel) comprise entre 12 M€ et 15 M€, avec un EBITDA positif. Cet objectif se base à la fois sur le carnet de commandes du groupe en matière de grande méthanisation, évoqué précédemment, mais aussi sur les derniers projets à la ferme en cours d'installation et qu'Agripower a choisi d'honorer jusqu'au bout, au nombre de quatorze.

Nous avons modélisé séparément chacun des segments d'activité EPC d'Agripower, selon un niveau de granularité assez important. Pour la grande méthanisation, sans introduire de complexité excessive, nous avons retenu la valeur des contrats signés et communiqués au marché, que nous avons ventilée en fonction de leur calendrier de signature et d'une hypothèse de rythme de reconnaissance du chiffre d'affaires validée avec la direction. Nous rappelons que ce dernier est comptabilisé selon la méthode de l'avancement.

Au-delà des projets déjà sécurisés, nous estimons qu'Agripower pourrait réaliser chaque année entre deux et trois conversions d'unités existantes — pour un montant moyen d'environ 600 k€ par opération selon nos hypothèses — ainsi qu'entre trois et cinq constructions de grandes unités de méthanisation, sur la base d'un contrat de travaux moyen évalué à 4,5 M€. Dans ce cadre, le chiffre d'affaires généré par la grande méthanisation pourrait approcher 9 M€ en 2025/2026e, avant de progresser vers environ 20 M€ en 2027/2028e.

S'agissant de la méthanisation à la ferme, nous considérons que la mise en service des 14 unités restantes interviendra au cours de l'exercice en cours, avant un arrêt définitif de cette activité.

Enfin, sur la division Services, nous retenons une croissance moyenne annuelle de chiffre d'affaires de l'ordre de +25 % entre 2025/2026 et 2027/2028, portée à la fois par l'augmentation du nombre d'unités sous contrat de maintenance et par un effet prix significatif. Historiquement, Agripower facturait environ 15 k€ par an pour l'entretien d'une petite unité de méthanisation ; l'intégration progressive d'installations de taille bien supérieure, orientées vers l'injection, devrait mécaniquement relever ce niveau de facturation. Nous estimons ainsi que, pour les unités développées en IPP, les contrats de maintenance pourraient atteindre environ 50 k€ par an.

Dans l'ensemble, le chiffre d'affaires pour compte de tiers du groupe devrait atteindre 12,3 M€ en 2025/2026e et dépasser les 22 M€ en 2027/2028e, soit un TCAM de +34%. Un niveau certes élevé, mais pas dénué de sens au regard de la croissance du marché, de la dynamique commerciale d'Agripower et de ses forces. Nous pensons cependant qu'étant donné la chronologie des signatures, le S2 devrait être de bien meilleure facture que le S1, qui sera publié fin mars.

### Chiffre d'affaires EPC (compte de tiers), estimations Euroland (2026-2028e)

Chiffre d'affaires AGP (k€)	2025/26e	2026/27e	2027/28e
Grande méthanisation	8 959	15 521	19 800
Travaux déjà signés	7 594	6 806	0
Retrofit	1 200	1 800	1 800
Pipeline grande métha	0	6 750	18 000
Autres	165	165	0
Méthanisation à la ferme	1 750	0	0
Services	1 643	1 966	2 350
<b>Total Agripower France</b>	<b>12 352</b>	<b>17 487</b>	<b>22 150</b>
Grande méthanisation	-	73,2%	27,6%
Méthanisation à la ferme	-	-	-
Services	14,9%	19,7%	19,5%
<b>Croissance publiée %)</b>	<b>234,7%</b>	<b>41,6%</b>	<b>26,7%</b>

Sources : Société, Euroland Corporate





En matière de rentabilité, nous sommes en phase avec la direction et estimons que le groupe devrait renouer avec un EBITDA positif dès l'exercice 2025/2026.

Malgré une progression attendue des charges opérationnelles, en particulier sur les coûts fixes — liée notamment aux recrutements nécessaires pour accompagner la montée en puissance de l'activité — la dynamique de croissance et l'amélioration attendue de la marge brute, portée par un mix de projets plus rentables et par le développement des services, devraient permettre d'assurer une rentabilité durable.

À horizon 2028, nous anticipons ainsi une marge d'EBITDA d'environ 6,2 %, en ligne avec les standards observés dans le secteur EPC en Europe, généralement compris entre 5 % et 10 %.

## P&L EPC, estimation Euroland (2026-2028e)

P&L groupe (M€)	2025/26e	2026/27e	2027/28e
Chiffre d'affaires	12,4	17,5	22,1
YoY (%)		41,6%	26,7%
Marge brute	2,4	3,6	4,9
%	19,7%	20,7%	22,3%
Dont MB travaux	1,6	2,6	3,8
%	15,0%	17,0%	19,0%
Dont MB Services	0,8	1,0	1,2
%	50,0%	50,0%	50,0%
OPEX	-1,9	-2,7	-3,6
<b>EBITDA</b>	<b>0,5</b>	<b>1,0</b>	<b>1,4</b>
Marge EBITDA (%)	4,2%	5,6%	6,2%
DAP	-0,2	-0,3	-0,3
% CA	1,5%	1,5%	1,5%
<b>Résultat d'exploitation</b>	<b>0,3</b>	<b>0,7</b>	<b>1,0</b>
Résultat financier	0,0	0,0	0,0
Résultat exceptionnel	0,0	0,0	0,0
Impôts sur les bénéfices	0,0	0,0	0,0
<b>Résultat net</b>	<b>0,3</b>	<b>0,7</b>	<b>1,0</b>
Marge nette	2,7%	4,1%	4,7%

Sources : CRE, Euroland Corporate

Sur le plan de la génération de trésorerie, le modèle EPC se caractérise historiquement par une faible consommation de cash, sous réserve d'une gestion rigoureuse du besoin en fonds de roulement, et par une intensité capitalistique limitée, voire nulle. Dans le cas d'Agripower, la principale utilisation de liquidités proviendra des investissements financiers réalisés via Agripower Partner, destinés à l'acquisition de participations dans des unités développées pour compte propre. Il convient de rappeler que l'activité pour compte de tiers est portée par Agripower France, qui détient intégralement Agripower Partner (AGPP), entité qui n'est pas encore consolidée. Les apports en compte courant (nous ne modélisons pas leur rémunération à ce stade) effectués au profit d'AGPP constituent donc, à ce stade, des immobilisations financières inscrites au bilan d'Agripower France.

Par ailleurs, Agripower a procédé à une augmentation de capital de 8 M€ fin 2025 afin de financer sa stratégie de développement et ses premières prises de participation. Au total, nous estimons que le groupe devrait décaisser 5,3 M€ au titre du financement de l'activité IPP sur l'exercice en cours, après 1,7 M€ engagés en 2024/2025 — principalement liés au projet Méthélec. Nous n'avons pas rajouté de prises de participation supplémentaires pour le moment (c-à-d en plus des cinq déjà annoncées).



## FCF condensé Agripower France, estimations Euroland (2026-2028)

Calcul FCF simplifié (M€)	2022/23	2023/24	2024/25	2025/26e	2026/27e	2027/28e
Capacité d'autofinancement	-1,9	-4,9	-2,5	0,5	1,0	1,4
Variation BFR	-1,3	3,8	1,3	-1,7	-1,0	-0,9
<b>Flux de trésorerie généré par l'activité</b>	<b>-3,2</b>	<b>-1,0</b>	<b>-1,3</b>	<b>-1,2</b>	<b>-0,1</b>	<b>0,5</b>
CAPEX	0,0	-0,2	0,0	-0,2	-0,3	-0,3
<b>FCF</b>	<b>-3,2</b>	<b>-1,2</b>	<b>-1,3</b>	<b>-1,4</b>	<b>-0,3</b>	<b>0,2</b>
Investissements financiers nets	0,0	-1,5	-1,7	-5,3	0,0	0,0
Autres	0,0	0,1	-1,0	6,3	0,0	0,0
Variation trésorerie	-3,2	-2,6	-4,0	-0,4	-0,3	0,2
<b>Dette/(trésorerie) nette</b>	<b>-4,9</b>	<b>-2,5</b>	<b>0,5</b>	<b>-0,1</b>	<b>0,2</b>	<b>0,0</b>

Sources : Société, Euroland Corporate

À ce stade, nous ne disposons pas d'éléments suffisants pour constituer des comptes consolidés regroupant à la fois l'activité d'EPC, pour compte de tiers, et celle d'IPP, pour compte propre. À des fins de valorisation (voir plus loin), nous avons tout de même essayé de modéliser les economics des unités qui seront détenues en propre.

Sur la base 1/ des modes de consolidation (intégration globale pour Méthélec, proportionnelle pour les autres projets) envisagés de manière non définitive par Agripower, 2/ des dates de mise en service respectives et 3/ des hypothèses de modélisation de revenus et de marge des méthanisations (voir l'exemple ci-dessous pour Méthélec), nous pensons que le segment IPP pourrait, à périmètre constant (avec uniquement les 5 unités déjà annoncées), générer près de 5 M€ de chiffre d'affaires dès 2025/2026e puis 8,7 M€ en 2027/2028e pour une marge d'EBITDA comprise entre 30% et 32% du fait de la prépondérance de Méthélec.

## Hypothèses de modélisation d'une unité en injection, estimations Euroland

Hypothèses de modélisation - Méthélec	2025/26e	2026/27e	2027/28e	Unité
Capacité nominale (A)	500	600	600	Nm3/h
Taux de disponibilité (B)	90%	90%	90%	%
Disponibilité (8760 x (B)) (C)	7 884	7 884	7 884	Nombre h
Production annuelle (A x C) (D)	3 942 000	4 730 400	4 730 400	Nm3/an
Pouvoir calorifique (PCS) d'un Nm3	11	11	11	kWh
Production annuelle (D x E) (F)	41 391 000	49 669 200	49 669 200	kWh
Conversion (F/1000) (G)	41 391	49 669	49 669	MWh
Tarif de rachat en injection	115	115	115	€/MWh
<b>Chiffre d'affaires annuel (F x G)</b>	<b>4 760,0</b>	<b>5 712,0</b>	<b>5 712,0</b>	<b>k€/an</b>

Sources : Société, Euroland Corporate

En agrégé, à périmètre constant sur l'IPP et toutes choses égales par ailleurs, l'ensemble EPC + IPP pourrait selon nous représenter un chiffre d'affaires supérieur à 30 M€ à horizon 2028, pour une marge d'EBITDA à deux chiffres.



## P&L agrégé d'Agripower France et Partner, estimations Euroland (2026-2028e)

CA et EBITDA agrégés, AGP et AGPP (k€)	2025/26e	2026/27e	2027/28e
Agripower France	12 352	17 487	22 150
Agripower Partner	4 760	7 689	8 693
<b>Chiffre d'affaires groupe</b>	<b>17 112</b>	<b>25 176</b>	<b>30 843</b>
Agripower France	515	971	1 367
Agripower Partner	1 428	2 355	2 765
<b>EBITDA groupe</b>	<b>1 943</b>	<b>3 327</b>	<b>4 132</b>
Agripower France	4,2%	5,6%	6,2%
Agripower Partner	30,0%	30,6%	31,8%
<b>Marge EBITDA groupe (%)</b>	<b>11,4%</b>	<b>13,2%</b>	<b>13,4%</b>

Sources : Société, Euroland Corporate

Cette analyse ne prend pas encore en compte les besoins globaux de financement des unités qui seront détenues en propre, ni leurs conséquences comptables dans les futurs états financiers consolidés du groupe, en particulier en matière d'endettement. À titre de rappel, ce type de projet repose généralement sur une structuration financière comprenant 70 % à 80 % de dette, le solde étant apporté en fonds propres. Sur la base des cinq projets déjà sécurisés, le financement total à mobiliser peut ainsi être estimé autour de 30 M€, dont environ 20 M€ sous forme de dette. Après consolidation d'Agripower Partner et donc des SPV porteuses de la dette projet, l'endettement d'Agripower pourrait sensiblement progresser.

Avec des TRI equity d'au moins 15% sur ses investissements en IPP, nous pensons que le payback d'Agripower est en moyenne de 5 ans. Cette génération de cash-flow offrirait au groupe la capacité de recycler progressivement une partie des flux issus de ses premiers projets dans de nouvelles unités, qu'il s'agisse de développements greenfield ou brownfield, tout en complétant ses besoins de financement par d'autres leviers — recours ultérieur au marché, partenariat avec un fonds d'infrastructure ou ouverture du capital d'Agripower Partner, notamment.



## Valorisation : 1,70 €/action, recommandation Achat

Afin de refléter le double modèle EPC/IPP issu du virage stratégique pris par Agripower et en l'absence de comptes consolidés, nous avons valorisé la société via une somme des parties, composée d'une approche mixte DCF/multiples boursiers sur le segment EPC, et de transactions comparables sur le segment IPP. Nous pensons qu'à ce stade, la création de valeur issue de la détention en propre d'unités de méthanisation n'est ni captée ni reflétée dans le cours du titre. Nous aboutissons à un prix par action de 1,70 €, soit un potentiel de hausse de x% par rapport au cours actuel. Nous détaillons notre somme des parties ci-après.

### Somme des parties Agripower, Euroland

Segment	Valeur des capitaux propres	% détention	Valeur Agripower (M€)	Valeur Agripower (€/action)	Commentaires
<b>EPC</b>					
Agripower France	13,3	100%	13,3	1,1	DCF
Agripower France	16,0	100%	16,0	1,3	Comparables EPC Europe
<b>Moyenne</b>	<b>14,6</b>		<b>14,6</b>	<b>1,2</b>	
<b>IPP</b>					
Methelec	5,9	43%	2,6	0,2	Transactions comparables
Grand Est	2,0	35%	0,7	0,1	Transactions comparables
Meuse 2	2,0	40%	0,8	0,1	Transactions comparables
Sarthe 1	1,3	49%	0,7	0,1	Transactions comparables
Mayenne 1	1,2	49%	0,6	0,0	Transactions comparables
<b>Total</b>	<b>12,5</b>		<b>5,3</b>	<b>0,4</b>	
<b>Valeur des capitaux propres Agripower (M€)</b>			<b>19,9</b>		
<b>Nombre d'actions en circulation (m)</b>			<b>12,0</b>		
<b>Valeur par action (€)</b>			<b>1,7</b>		

Sources : Société, Euroland Corporate

### A/ Segment EPC : valorisation de 1,2 €/action

Pour valoriser les activités EPC d'Agripower, nous utilisons une approche qui mixe un DCF et une valorisation par multiples boursiers.

#### DCF = 1,1 €/action

Les principales hypothèses du DCF sont les suivantes :

- **Chiffre d'affaires** : Nous tablons sur un TCAM 2026e-2035e de +18%, légèrement supérieur à la croissance attendue du marché
- **Marge d'EBITDA** : Nous prenons l'hypothèse d'une marge d'EBITDA normative de 7%, en ligne avec les principaux EPC européens matures
- **CAPEX** : Nous attendons des CAPEX autour de 1,5% du CA en moyenne sur la durée du DCF
- **Taux d'imposition** : 25% à partir de 2028/2029e (Agripower dispose d'un déficit reportable)



- Un **WACC** de 10,1%, basé sur :

- Un taux sans risque de 3,50% (source : Banque de France au 06/12/025)
- Une prime de risque de 5,50% (source : Damodaran au 06/02/2025)
- Un beta de 1,2
- Un taux de croissance à l'infini de 1,5%
- Une structure du capital à 100% equity. Nous pensons que Agripower sera toujours en situation de trésorerie nette positive à la clôture de l'exercice 2025/2026
- Un bridge composé de 1,6 M€ d'actifs financiers, qui représentent la valeur des 4 participations d'Agripower dans des petites méthanisations à la ferme. **Nous avons exclu** la valeur du compte courant détenu sur Agripower Partner (estimé à 7,7 M€ fin 2025/2026) car nous valorisons les activités IPP séparément

## DCF, EPC Agripower, Euroland (M€)

En M€	25/26e	26/27e	27/28e	28/29e	29/30e	30/31e	31/32e	32/33e	33/34e	34/35e
<b>Chiffre d'affaires</b>	<b>12,4</b>	<b>17,5</b>	<b>22,1</b>	<b>27,3</b>	<b>32,7</b>	<b>38,4</b>	<b>44,2</b>	<b>50,0</b>	<b>55,7</b>	<b>56,6</b>
Croissance (%)	234,8%	41,6%	26,7%	23,1%	20,0%	17,3%	15,1%	13,1%	11,5%	1,5%
<b>Résultat opérationnel courant</b>	<b>0,3</b>	<b>0,7</b>	<b>1,0</b>	<b>1,5</b>	<b>1,8</b>	<b>2,1</b>	<b>2,4</b>	<b>2,7</b>	<b>3,1</b>	<b>3,1</b>
MOC (%)	2,7%	4,1%	4,7%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%
- Impôts	0,0	0,0	0,0	-0,4	-0,4	-0,5	-0,6	-0,7	-0,8	-0,8
Taux d'IS (%)	0,0%	0,0%	0,0%	-25,0%	-25,0%	-25,0%	-25,0%	-25,0%	-25,0%	-25,0%
+ DAP nettes	0,2	0,3	0,3	0,4	0,5	0,6	0,7	0,7	0,8	0,8
en % du CA	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%
<b>Cash flow opérationnel</b>	<b>0,5</b>	<b>1,0</b>	<b>1,4</b>	<b>1,5</b>	<b>1,8</b>	<b>2,2</b>	<b>2,5</b>	<b>2,8</b>	<b>3,1</b>	<b>3,2</b>
BFR	2,2	3,3	4,2	5,1	6,1	7,2	8,3	9,4	10,5	10,6
en % du CA	18,1%	18,6%	18,8%	18,8%	18,8%	18,8%	18,8%	18,8%	18,8%	18,8%
- Variation du BFR	-1,7	-1,0	-0,9	-1,0	-1,0	-1,1	-1,1	-1,1	-1,1	-0,2
- Investissements opérationnels	-0,2	-0,3	-0,3	-0,4	-0,5	-0,6	-0,7	-0,7	-0,8	-0,8
en % du CA	1,6%	1,4%	1,4%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%
<b>Free Cash flow</b>	<b>-1,3</b>	<b>-0,3</b>	<b>0,2</b>	<b>0,2</b>	<b>0,3</b>	<b>0,5</b>	<b>0,7</b>	<b>1,0</b>	<b>1,2</b>	<b>2,2</b>
<b>Free Cash flow actualisé</b>	<b>-1,2</b>	<b>-0,3</b>	<b>0,1</b>	<b>0,1</b>	<b>0,2</b>	<b>0,3</b>	<b>0,4</b>	<b>0,5</b>	<b>0,5</b>	<b>0,9</b>
Somme des FCF actualisés	1,5									
Valeur terminale actualisée	10,1									
<b>Valeur d'entreprise</b>	<b>11,5</b>									
Dette nette	-0,1									
Actifs financiers	1,6									
Intérêts minoritaires	0,0									
<b>Valeur des capitaux propres</b>	<b>13,3</b>									
Nombre d'actions	12,0									
<b>Valeur par action (€)</b>	<b>1,1</b>									

Sources : Société, Euroland Corporate

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 Agripower, Euroland

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

Sources : Société, Euroland Corporate



## Approche par comparables = 1,3 €/action

La deuxième méthode retenue est celle des comparables boursiers. Nous avons uniquement sélectionné des comparables dans l'univers des EPC (Altea Green Power, ESI SpA, Fluor Corp, John Wood) ainsi que des comparables coté en France dans l'univers de l'énergie (Charwood, FDE, Volitalia).

Nous avons exclu les acteurs présents dans l'IPP car nous ne valorisons que les activités pour compte de tiers ici.

## Approche par comparables, EPC Agripower, Euroland (M€)

Société	Capitalisation (€M)	EV/sales			EV/EBITDA		
		FY1	FY2	FY3	FY1	FY2	FY3
Altea Green Power S.p.A.	142,4	5,1x	2,4x	2,2x	8,8x	4,1x	3,8x
Charwood Energy S.A	16,1	2,2x	1,8x	1,4x	ns	ns	11,4x
ESI S.p.A.	10,9	0,5x	0,4x	0,4x	5,0x	3,8x	2,8x
La Francaise de l'Energie SA	189,3	7,7x	4,2x	2,7x	18,0x	9,2x	6,0x
Fluor Corporation	6 406,6	0,4x	0,4x	0,4x	12,2x	12,0x	10,6x
John Wood Group PLC	208,9	0,3x	0,2x	0,2x	3,2x	2,9x	2,8x
Volitalia SA	937,6	5,8x	5,3x	4,8x	16,0x	12,9x	10,8x
<b>Moyenne</b>	<b>1 130,3</b>	<b>3,1x</b>	<b>2,1x</b>	<b>1,7x</b>	<b>10,5x</b>	<b>7,5x</b>	<b>6,9x</b>
<b>Médiane</b>	<b>189,3</b>	<b>2,2x</b>	<b>1,8x</b>	<b>1,4x</b>	<b>10,5x</b>	<b>6,7x</b>	<b>6,0x</b>

		CA			EBITDA		
		FY1	FY2	FY3	FY1	FY2	FY3
Agripower		12,4	17,5	22,1	0,5	1,0	1,4
VE induite moyenne (M€)		38,8	36,7	38,1	5,4	7,3	9,4
VE induite médiane (M€)		26,9	31,3	30,0	5,4	6,5	8,2
<b>VE moyenne induite (M€) issue des comparables</b>	<b>20,3</b>						
Décote	30,0%						
<b>VE moyenne induite post décote (M€)</b>	<b>14,2</b>						
Dette nette	-0,1						
Actifs financiers	1,6						
Intérêts minoritaires	0,0						
<b>Valeur des capitaux propres</b>	<b>16,0</b>						
Nombre d'actions	12,0						
<b>Valeur par action (€)</b>	<b>1,3</b>						

Sources : Société, Euroland Corporate

Nous avons retenu uniquement les multiples d'EV/CA et d'EV/EBITDA et d'EV/EBIT afin de valoriser Agripower. Nous appliquons une décote de 30 % à la VE obtenue afin de refléter l'écart significatif de taille entre la société et le groupe de pairs.

Nous dérivons une valeur par titre de 1,3 € via cette deuxième approche.

## B/ Segment IPP : valorisation de 0,5 €/action

Afin de valoriser l'activité IPP de Agripower, nous retenons une approche fondée sur les transactions comparables portant sur des portefeuilles d'actifs biométhane détenus en propre. Cette méthode nous paraît la plus pertinente pour refléter la valeur économique associée à la détention directe dans des unités de production, caractérisée par des flux de trésorerie récurrents, une durée de vie longue des actifs et une capacité accrue à capter la création de valeur sur l'ensemble du cycle d'exploitation. Aujourd'hui, le marché met une prime claire à la valorisation des acteurs producteurs, à l'image d'Agripower.

Les dernières transactions comparables dans le secteur du biométhane font ressortir une VE/GWh moyenne de 0,4 M€. En partant de la structure de capital théorique sur ces projets (c30% financés par fonds propres et le reste par de la dette), nous dérivons une valeur de marché de 0,1 M€ par GWh détenu. Le raisonnement peut se décliner aux Nm3/h de capacité également, les taux de disponibilité (facteurs de charge) étant assez standards d'une unité à l'autre.





En appliquant la valeur de marché d’un GWh de production de biométhane détenu en propre à la production annuelle théorique des unités d’Agripower, nous calculons une valeur de marché actualisée (la production annuelle que nous prenons est celle de 2026/2027) de 12,5 M€, soit 5,7 M€ au prorata de la détention d’Agripower dans le capital des SPV de projet.

Approche par transaction, IPP Agripower, Euroland (M€)

Date	Pays	Cible	Acquéreur	VE (M€)	Production (GWh)	VE/GWh (€)	Commentaires
sept-23	UK	Ixora	Engie	75	160	468 750	
mai-25	Pologne	PGB	HitecVision	190	450	422 222	
juin-25	France	Waga	EQT	670	1577	424 857	
Moyenne						438 610	VE
						30%	E/(E+D) théorique
						131 583	Equity value

Unité	Type	Production annuelle théorique (GWh)	Valeur de marché (€/GWh)	Equity value prod non discountée (M€)	Equity value prod 100% @10% Ke (M€)	% détention Agripower	Equity value Agripower
Méthélec	Brownfield	50	131 583	6,5	5,9	43%	2,6
Grand Est	Greenfield	17	131 583	2,2	2,0	35%	0,7
Meuse 1	Brownfield	17	131 583	2,2	2,0	40%	0,8
Sarthe 1	Greenfield	11	131 583	1,5	1,3	49%	0,7
Mayenne 1	Greenfield	10	131 583	1,3	1,2	49%	0,6
Total					12,5		5,3

Sources : Société, Euroland Corporate

En d’autres termes, et sur nos hypothèses actuelles, nous pensons que tous les 10 GWh de production qu’Agripower détiendra en propre relèveront la valorisation du groupe d’environ 1,3 M€. Pour mettre les choses en perspective, à horizon 2030, la PPE prévoit 44 TWh de production de biométhane en injection. Une part de marché d’environ 1% représenterait pour Agripower 440 GWh de production annuelle.



## Présentation de la société

Acteur de référence sur le marché français de la méthanisation depuis 2012, Agripower est un bureau d'études qui conçoit, installe et s'occupe de la maintenance d'unités de méthanisation, principalement en milieu agricole. La méthanisation est un procédé qui permet de transformer des intrants organiques en biogaz.

Après un changement de management fin 2023 et une revue drastique de son modèle, Agripower a ouvert une nouvelle page de son histoire et ambitionne désormais 1/ de se concentrer sur l'injection biométhane sur l'activité pour compte de tiers, 2/ de développer une base de revenus récurrentes à travers des services de maintenance et 3/ de remonter la chaîne de valeur en devenant producteur pour compte propre.

Sur les derniers mois, l'actualité de la société a été très dynamique. Agripower a notamment signé cinq prises de participation dans des unités en injection biométhane, à la fois en greenfield et en brownfield.

## Argumentaire d'investissement

**Une exposition directe à un marché structurellement en croissance.** La production française de biométhane injecté a atteint 11,6 TWh fin 2024 (+15 % sur un an) pour 731 unités, tandis que la PPE vise 44 TWh en 2030, soit plus de trois fois le niveau actuel, offrant une visibilité sectorielle rare.

**Un acteur crédible, bien positionné dans la chaîne de valeur.** Avec près de 100 unités livrées (~5 % du parc national), un partenariat industriel de long terme avec Weltec et un réseau d'une dizaine de coopératives agricoles majeures, le groupe dispose d'avantages compétitifs difficiles à reproduire.

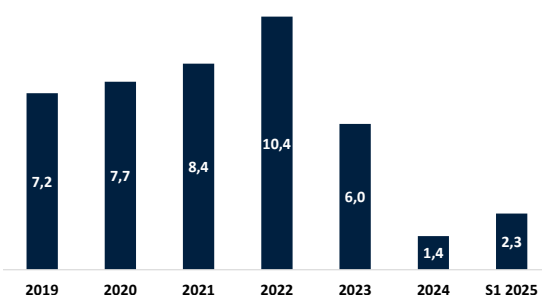
**Une transformation stratégique déjà engagée et crédible.** Depuis fin 2023, le recentrage sur l'injection biométhane, l'arrêt des projets « à la ferme » et la montée dans la chaîne de valeur via l'IPP ont profondément modifié le profil de Agripower, avec cinq projets sécurisés et un premier actif productif en cours d'intégration.

**La bascule vers l'IPP, puissant relais de création de valeur.** Les unités détenues en propre ciblent des marges d'EBITDA de 25–35 % et des TRI equity ≥15 %, tandis que le premier actif (Méthélec) vise >6 M€ de CA annuel pour ~35 % de marge, illustrant concrètement le potentiel du modèle.

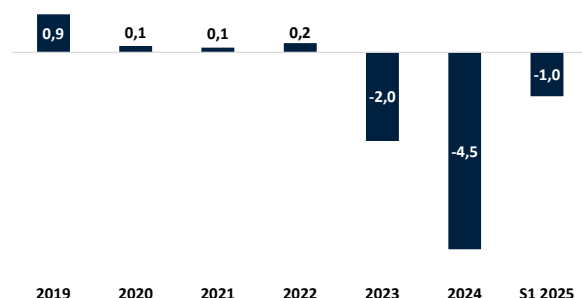
## Multiples de valorisation des comparables

Société	Capitalisation	EV/sales			EV/EBITDA			EV/EBIT			P/E		
		FY1	FY2	FY3	FY1	FY2	FY3	FY1	FY2	FY3	FY1	FY2	FY3
Altea Green Power S.p.A.	136,6	4,9x	2,3x	2,1x	8,4x	4,0x	3,6x	8,5x	4,0x	3,7x	12,8x	5,8x	5,4x
Charwood Energy S.A	15,6	2,1x	1,7x	1,3x	ns	ns	11,1x	ns	ns	22,2x	ns	ns	ns
ESI S.p.A.	10,2	0,5x	0,4x	0,4x	4,9x	3,7x	2,7x	6,9x	5,5x	3,9x	9,3x	7,8x	5,4x
La Française de l'Energie SA	180,2	7,5x	4,0x	2,7x	17,4x	8,9x	5,8x	29,5x	12,7x	8,1x	ns	16,4x	9,9x
Fluor Corporation	6 146,3	0,4x	0,4x	0,3x	11,6x	11,5x	10,1x	15,7x	13,3x	11,4x	4,5x	20,7x	17,8x
John Wood Group PLC	207,6	0,3x	0,2x	0,2x	3,2x	2,9x	2,8x	6,8x	5,7x	5,5x	ns	3,8x	3,3x
Montauk Renewables, Inc.	228,0	1,9x	1,8x	1,6x	8,7x	6,6x	5,0x	50,4x	33,7x	20,4x	ns	211,4x	30,9x
Volitalia SA	931,7	5,8x	5,3x	4,8x	16,0x	12,9x	10,8x	100,4x	26,8x	20,9x	ns	ns	ns
Verbio SE	1 493,5	1,0x	0,9x	0,8x	19,9x	10,4x	8,8x	77,5x	18,7x	14,6x	ns	28,1x	22,6x
<b>Moyenne</b>	<b>886,8</b>	<b>2,7x</b>	<b>1,9x</b>	<b>1,6x</b>	<b>11,3x</b>	<b>7,6x</b>	<b>6,7x</b>	<b>37,0x</b>	<b>15,1x</b>	<b>12,3x</b>	<b>8,9x</b>	<b>42,0x</b>	<b>13,6x</b>
<b>Médiane</b>	<b>186,9</b>	<b>1,9x</b>	<b>1,7x</b>	<b>1,3x</b>	<b>10,2x</b>	<b>7,8x</b>	<b>5,8x</b>	<b>22,6x</b>	<b>13,0x</b>	<b>11,4x</b>	<b>9,3x</b>	<b>16,4x</b>	<b>9,9x</b>

## Chiffre d'affaires 2019 – S1 2025 (M€)



## Evolution de l'EBITDA 2019 – S1 2025



Compte de résultat (M€)	2020/21	2021/22	2022/23	2023/24	2024/25	2025/26e	2026/27e	2027/28e
Chiffre d'affaires	8,4	10,4	6,0	1,4	3,7	12,4	17,5	22,1
Excédent brut d'exploitation	0,1	0,2	-2,0	-4,5	-2,6	0,5	1,0	1,4
Résultat opérationnel courant	0,1	0,2	-2,3	-4,7	-4,0	0,3	0,7	1,0
Résultat opérationnel	0,1	0,2	-2,3	-4,7	-4,0	0,3	0,7	1,0
Résultat financier	0,0	0,0	0,0	0,2	0,2	0,0	0,0	0,0
Impôts	0,0	0,2	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Mise en équivalence	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
Résultat net part du groupe	0,1	0,4	-2,3	-4,9	-3,9	0,3	0,7	1,0
Bilan (M€)	2020/21	2021/22	2022/23	2023/24	2024/25	2025/26e	2026/27e	2027/28e
Actifs non courants	0,3	0,8	1,5	2,9	4,5	9,8	9,8	9,7
dont goodwill	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
BFR	1,0	4,4	5,7	1,8	0,6	2,2	3,3	4,2
Disponibilités + VMP	14,4	12,1	8,1	5,6	1,5	1,1	0,8	1,0
Capitaux propres	13,7	14,1	11,8	7,1	3,2	10,8	11,5	12,6
Emprunts et dettes financières	2,0	3,3	3,3	3,1	2,0	1,0	1,0	1,0
Total Bilan	20,5	22,2	21,6	13,4	10,0	21,0	24,4	26,8
Tableau de flux (M€)	2020/21	2021/22	2022/23	2023/24	2024/25	2025/26e	2026/27e	2027/28e
Marge Brute d'autofinancement	0,1	0,4	-1,9	-4,9	-2,5	0,5	1,0	1,4
Variation de BFR	-0,4	-3,4	-1,3	3,8	1,3	-1,7	-1,0	-0,9
Flux net de trésorerie généré par l'activité	-0,3	-3,0	-3,2	-1,0	-1,3	-1,2	-0,1	0,5
Investissements opérationnels nets	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,0	-0,2	-0,3	-0,3
FCF	-0,3	-3,0	-3,2	-1,2	-1,3	-1,4	-0,3	0,2
Investissements financiers nets	0,0	0,0	0,0	-1,5	-1,7	-5,3	0,0	0,0
Flux nets de trésorerie liés aux investissements	0,0	0,0	0,0	-1,6	-1,7	-5,5	-0,3	-0,3
Augmentation de capital	9,4	0,0	0,0	0,0	0,0	7,3	0,0	0,0
Variation emprunts	1,3	0,0	0,0	0,1	-1,0	-1,0	0,0	0,0
Dividendes versés	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Flux nets de trésorerie liés au financement	10,7	0,0	0,0	0,1	-1,0	6,3	0,0	0,0
Variation de l'endettement financier net	10,4	-3,0	-3,2	-2,6	-4,0	-0,4	-0,3	0,2
Ratios (%)	2020/21	2021/22	2022/23	2023/24	2024/25	2025/26e	2026/27e	2027/28e
Variation chiffre d'affaires	9,6%	22,9%	-42,4%	-76,9%	168,0%	234,8%	41,6%	26,7%
Marge EBE	1,3%	2,0%	-33,8%	-325,3%	-70,4%	4,2%	5,6%	6,2%
Marge opérationnelle courante	1,2%	1,7%	-39,0%	-340,2%	-109,3%	2,7%	4,1%	4,7%
Marge opérationnelle	1,2%	1,7%	-39,0%	-340,2%	-109,3%	2,7%	4,1%	4,7%
Marge nette	0,6%	3,5%	-37,7%	-355,0%	-104,5%	2,4%	4,0%	4,6%
CAPEX (% CA)	0,1%	0,1%	0,1%	10,4%	0,4%	1,6%	1,4%	1,4%
BFR (% CA)	12,2%	42,6%	95,1%	133,1%	15,8%	18,1%	18,6%	18,8%
ROCE	5,1%	2,3%	-24,3%	-73,6%	-59,9%	2,1%	4,1%	5,6%
ROCE hors GW	5,1%	2,3%	-24,3%	-73,6%	-59,9%	2,1%	4,1%	5,6%
ROE	0,4%	2,6%	-19,0%	-68,8%	-119,0%	2,8%	6,1%	8,2%
Payout	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%
Ratios d'endettement	2020/21	2021/22	2022/23	2023/24	2024/25	2025/26e	2026/27e	2027/28e
Gearing (%)	-90,4%	-62,9%	-41,0%	-35,0%	16,3%	-1,0%	1,8%	0,4%
Dettes nettes/EBE	-116,0	-42,8	2,4	0,6	-0,2	-0,2	0,2	0,0
EBE/charges financières	3,2	29,9	199,8	23,3	13,4	16,6	121,4	170,9
Valorisation	2020/21	2021/22	2022/23	2023/24	2024/25	2025/26e	2026/27e	2027/28e
Nombre d'actions (en millions)	3,5	3,6	3,6	3,6	3,6	12,0	12,0	12,0
Cours (moyenne annuelle en euros)	9,3	7,6	4,5	1,8	1,1	1,0	1,0	1,0
(1) Capitalisation boursière moyenne	32,3	27,1	16,0	6,5	3,9	12,3	12,3	12,3
(2) Dette nette (+)/ trésorerie nette (-)	-12,4	-8,9	-4,9	-2,5	0,5	-0,1	0,2	0,0
(3) Valeur des minoritaires	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
(4) Valeur des actifs financiers	0,3	0,6	0,8	2,3	4,0	9,3	9,3	9,3
Valeur d'entreprise = (1)+(2)+(3)-(4)	19,7	17,7	10,3	1,7	0,4	2,8	3,1	3,0
VE/CA	2,2x	1,7x	1,7x	1,2x	0,4x	0,3x	0,2x	0,2x
VE/EBE	ns	ns	ns	ns	ns	7,7x	4,4x	3,0x
VE/ROC	ns	ns	ns	ns	ns	12,1x	6,1x	4,0x
P/E	ns	ns	ns	ns	ns	41,1x	17,5x	11,9x
P/B	2,2x	1,9x	1,3x	0,9x	1,2x	1,1x	1,1x	1,0x
FCF yield (%)	-1,6%	-17,0%	-31,1%	-69,3%	-294,6%	-48,5%	-9,9%	5,5%
Données par action (€)	2020/21	2021/22	2022/23	2023/24	2024/25	2025/26e	2026/27e	2027/28e
Bnpa	0,02	0,10	-0,63	-1,38	-1,08	0,02	0,06	0,09
Book value/action	4,0	4,0	3,3	2,0	0,9	0,9	1,0	1,0
Dividende /action	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 0% et 15% en absolu par rapport au cours actuel.
- Neutre** : Potentiel du titre compris entre -5% et +5% en absolu par rapport au cours actuel.
- Alléger** : Potentiel de baisse du titre compris entre 0% et 15% en absolu par rapport au cours actuel.
- Vente** : Potentiel de baisse du titre supérieur à 15% en absolu par rapport au cours actuel, valorisation excessive.
- Sous revue** : La recommandation est sous revue en raison d'une opération capitalistique (OPA / OPE / Augmentation de capital...), d'un changement d'analyste ou d'une situation de conflit d'intérêt temporaire entre EuroLand Corporate et l'émetteur.

## Historique de recommandations :

Achat : Du 07/12/2020 au 12/02/2024, et depuis le 09/02/2026

Accumuler : (-)

Neutre : (-)

Alléger : (-)

Vente : (-)

Sous revue : Du au 12/02/2024 au 09/02/2026

## 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 <sup>®</sup>
Non	Non	Non	Oui	Non	Oui



## “Disclaimer / Avertissement”

La présente étude a été préparée par EuroLand Corporate indépendamment de Agripower (la « Société ») et est diffusée à titre purement informatif.

Cette étude ne constitue ni ne fait partie d'aucune offre de cession ou de souscription de titres ni d'aucune invitation à une offre d'achat ou de souscription de titres. Ni la présente étude, ni une quelconque partie de cette étude, ne constitue le fondement d'un quelconque contrat ou engagement, et ne doit être utilisé à l'appui d'un tel contrat ou engagement ou constituer une incitation pour conclure un tel contrat ou engagement.

Toutes opinions, prévisions, projections et/ou estimations éventuellement formulées dans ce document sont entièrement celles d'EuroLand Corporate et sont données dans le cadre de ses activités usuelles de recherche et ne doivent pas être considérées comme ayant été autorisées ou approuvées par toute autre personne.

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

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

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

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

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

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

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

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

