

Cours : 4,72€ 20 Novembre 2018

Objectif : 6,19€

ACHETER (1)

Initiation de couverture

Marché Euronext Growth
ISIN / Mnémonique FR0011217710 / ALMET
Reuters / Bloomberg ALMET.PA / ALMET.EN
Indice Euronext GROWTH
Éligibilité PEA-PME Oui

Capitalisation (M€) 7,9
Flottant (%) 66,1%
Nbre de Titres (Mio) 1,683
Date de clôture 31-Déc

Actionnariat
Management 6,1%
Autres investisseurs 27,8%
Flottant 66,1%

	17	18e	19e
RN Pdg publié	0,2	0,4	0,5
PER	40,6	18,6	18,6
PAN	0,9	0,8	0,8
Rendement	1,1%	2,2%	4,3%

	0,14	0,26	0,26
BNPA	0,14	0,26	0,26
var. n/n-1	125,6%	94,7%	-0,1%
BNPA Cor	0,14	0,26	0,26
ANPA	6,2	6,3	5,8
Dividende net	0,11	0,21	0,23

	-16,8%	2,8%	23,2%
Gearing	-16,8%	2,8%	23,2%
DFN	-1,7	0,3	2,5

Un support tourné "vert" le rendement

Méthanor participe au financement et à l'exploitation de projets dans les énergies renouvelables. Initialement focalisée sur la méthanisation agricole, la société a élargi le spectre des projets étudiés en investissant dans la biomasse, l'éolien, le photovoltaïque et l'hydraulique.

Un investisseur averti. Fondée et dirigée en commandite par actions par trois gérants de Vatel Capital expérimentés dans le financement d'énergies renouvelables, Méthanor investit en tant que minoritaire, auprès d'un industriel ou d'un agricole, dans des projets d'énergies renouvelables. Méthanor n'est pas à l'origine du projet mais réalise des études (de faisabilité, budgétaire, techniques) en amont d'un investissement long terme (dix à vingt ans) sur les phases de construction et d'exploitation des unités.

Méthanisation. La France a du mal à mettre les gaz...malgré les ambitions politiques. Les lenteurs réglementaires et de financement bancaire ont freiné la montée en puissance de la méthanisation de déchets agricoles. La France est ainsi en retard par rapport à ses voisins européens, notamment allemands. Cette filière offre pourtant un potentiel de valorisations multiples (chaleur, électricité, gaz renouvelable, carburant). A ce stade, Méthanor détient des participations dans deux unités de méthanisation agricole en exploitation.

Diversifier pour accélérer. Devant ces freins, Méthanor a élargi ses investissements en 2015, en diversifiant la nature de ses projets aux autres énergies renouvelables (biomasse, solaire, hydroélectricité, éolien...). En investissant dans des projets plus rapides à construire ou déjà opérationnels, la société a étayé son portefeuille qui compte désormais 5 projets en solaire, 1 en biomasse et 2 en hydroélectricité. Moins risqués, ces derniers sont logiquement moins rentables (TRI ≈6/8% vs >12% dans la méthanisation agricole selon nous).

Un dividende en progression. Toujours rentable depuis sa création, Méthanor s'appuie sur la multiplication des unités en exploitation et leur montée en puissance pour présenter une forte croissance de son résultat net. Celui-ci est ensuite généreusement (80% de pay-out cible) redistribué aux actionnaires sous forme de dividendes.

Méthanor présente un profil atypique, ne reconnaissant pas de chiffre d'affaires ni de résultat opérationnel mais des produits financiers issus de ses investissements, minoritaires, dans des projets liés aux énergies renouvelables. Ceux-ci devraient continuer à progresser et se traduire par une hausse des résultats et du dividende. Nous initions la couverture du titre avec une recommandation Acheter (1) et un objectif de cours de 6,19€, soit un upside >31%.

Nicolas Royot, CFA, Analyste Financier

+33 (0)1 40 17 50 43
royot@portzamparc.fr

Table des matières

I. <i>Swot</i>	3
1. <i>Financement minoritaire de projets ENR</i>	4
1.1 <i>Un Business Model original</i>	4
1.2 <i>Un statut fiscal privilégié pour un rendement "net"</i>	5
2. <i>La méthanisation comme objectif initial</i>	6
2.1 <i>Un procédé naturel</i>	6
2.2 <i>Des revenus axés sur la vente d'électricité</i>	7
2.3 <i>Un fort potentiel mais long à concrétiser</i>	8
2.4 <i>Projets en exploitation et en cours</i>	11
3. <i>Diversifier pour accélérer</i>	12
3.1 <i>Une évolution naturelle</i>	12
3.2 <i>Projets en exploitation et en cours</i>	13
4. <i>Prévisions</i>	16
5. <i>Valorisation</i>	17
6. <i>Annexes</i>	19
<i>Relation avec Vatel</i>	19

I. Swot

<i>Forces</i>	<i>Faiblesses</i>
<p>Historique de relationnel avec les industriels partenaires (Akuo, Solaire Direct, Photosol...).</p> <p>Structure légère et flexible.</p> <p>Statut de SCR : pas d'IS pour la société et pas d'imposition sur les dividendes pour les actionnaires.</p> <p>Expérience des commandités dans les projets liés aux énergies renouvelables.</p> <p>Projets avec des tarifs garantis et des contrats long terme.</p>	<p>Les TRI sont plus limités dans les énergies renouvelables hors méthanisation.</p> <p>Capitalisation et liquidité réduites.</p> <p>Dépendant de partenaires pour le sourcing de dossier.</p> <p>Méthanisation non rentable hors tarifs subventionnés.</p>
<i>Opportunités</i>	<i>Risques</i>
<p>Hausse des tarifs de rachats.</p> <p>Diversification dans d'autres sources d'énergies (éolien...).</p> <p>Refinancement sur des projets existants, ce qui augmente le TRI.</p>	<p>Défaillance économique de l'agriculteur co-investisseur du projet qui remettrait en cause les conditions d'approvisionnement en substrat.</p> <p>Hausse des taux d'intérêts. Risque à relativiser car cela pourrait créer un marché secondaire sur les projets (sortie de fonds à la recherche de TRI plus élevé).</p>

1. *Financement minoritaire de projets ENR*

A la création de la société début 2012, la méthanisation agricole avait été identifiée comme la cible prioritaire des investissements. Si les dirigeants ont étendu la stratégie d'investissement à d'autres énergies renouvelables, le principe reste le même : le financement et l'exploitation, en tant qu'actionnaire minoritaire, d'unités de production d'électricité d'origine renouvelable bénéficiant de contrats de rachat long terme (quinze ans minimum).

1.1 *Un Business Model original*

Méthanor finance en fonds propres ou en quasi-fonds propres des unités de production d'électricité d'origine renouvelable. La société n'est donc pas dans le développement mais dans la sélection et le financement de projets. L'investissement peut se faire à travers le financement par capital, par obligations convertibles (pour les SAS) ou par compte-courant d'associés (pour les SARL).

En raison de son statut fiscal (voir 1.2.) et de ses moyens financiers limités, la société est toujours minoritaire dans les projets (seuil de détention <40% des droits de vote). Elle investit ainsi à côté de partenaires financiers et/ou industriels. Dans les projets biogaz, les agriculteurs sont associés au financement de l'unité de méthanisation agricole qu'ils vont ensuite alimenter. Dans les projets solaires, hydrauliques ou éoliens, les partenaires sont des spécialistes du secteur comme Akuo Energy, Photosol, Solaire Direct...

Avant la création de Méthanor en 2012, les gérants de Vatel Capital avaient déjà réalisé de nombreux investissements (pour >160M€ et >35MW) dans les énergies renouvelables avec une dizaine d'industriels. Cette expérience est essentielle dans le choix des projets, le suivi des études, les étapes d'autorisation, le financement, la construction et sur la durée de l'exploitation (quinze ans minimum). Un mandat de gestion a été signé entre la société Méthanor représentée par son gérant et Vatel Capital.

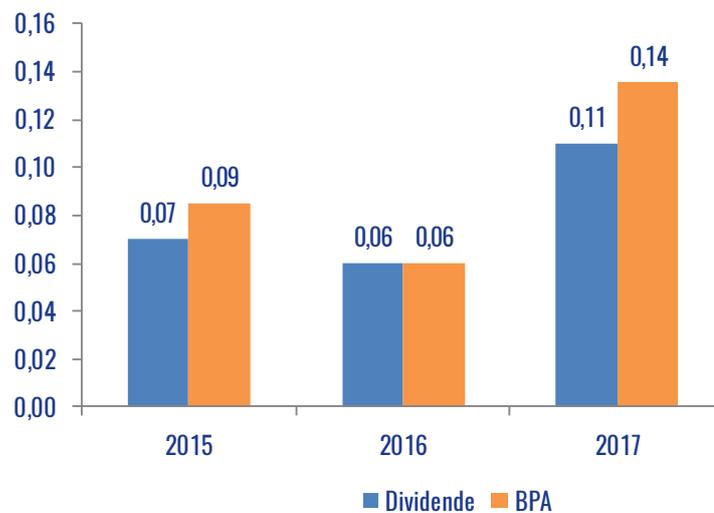
Dans le cadre d'un projet de méthanisation, les étapes pour les équipes Méthanor sont les suivantes :

1. Identification et sélection du développeur et du projet.
2. Validation des choix techniques et des constructeurs.
3. Montage : autorisations et approvisionnement.
4. Négociation du pacte d'actionnaires et financement du projet avec une ou plusieurs banques (souvent 1 banque + BPI). Généralement le montage est basé sur 20/30% de fonds propres et 70/80% d'emprunt bancaire sur douze à quinze ans.
5. Suivi du chantier de construction jusqu'à la mise en service.
6. Exploitation aux côtés de l'agriculteur.

Les dirigeants souhaitent investir dans 1 à 4 dossiers par an et allouent les fonds en fonction de critères classiques : TRI, risques, qualité du partenaire...

Après la mise en service, les résultats dégagés par l'unité, issus de la vente d'électricité, sont distribués aux actionnaires (dont Méthanor) sous forme de dividendes. Les revenus de Méthanor sont donc des produits financiers et non du chiffre d'affaires. Ces revenus sont ensuite redistribués aux actionnaires de Méthanor à travers les dividendes, avec un objectif de pay-out cible d'environ 80%.

Historique de BPA et Dividendes



Sources: Portzamparc, Méthanor

A noter que mi-2015, Méthanor a procédé à l'attribution d'une action gratuite pour dix détenues en 2014.

1.2 Un statut fiscal privilégié pour un rendement "net"

Méthanor est une société en commandite par actions dont le commandité gérant est Vatel Gestion SARL qui regroupe trois gérants de Vatel Capital (société de gestion agréée par l'AMF) : Marc Meneau, François Gerber et Antoine Herbinet.

Méthanor a également le statut Société de Capital Risque (SCR) qui octroie certains avantages fiscaux à la société et à ses actionnaires :

- Exonération d'impôts sur les sociétés sur les produits et les plus-values nets provenant du portefeuille d'actifs pour Méthanor,
- Exonération d'impôts sur le revenu des personnes physiques pour les actionnaires qui se sont engagés à conserver leurs titres pendant cinq ans et à réinvestir les dividendes. Les prélèvements sociaux (CSG/CRDS) restent applicables.

Pour conserver ce statut de SCR, Méthanor doit garder >50% de son actif en titres non-cotés et prendre des participations en tant que minoritaires dans les projets choisis.

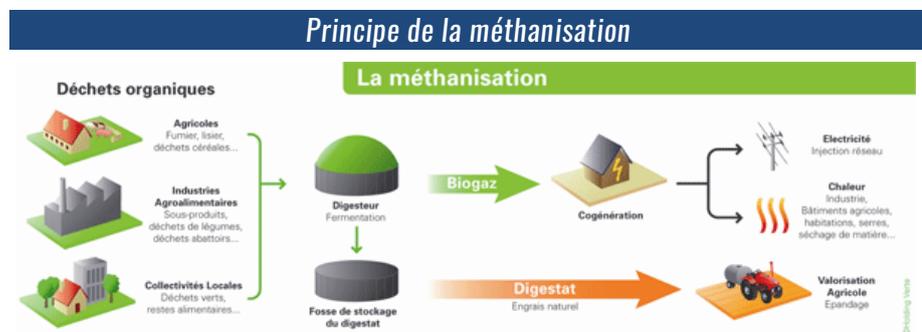
A noter que la société propose l'option du paiement du dividende en actions, choisie par 20% des actionnaires en 2018.

2. La méthanisation comme objectif initial

L'amélioration des conditions économiques, des contrats de rachat garanti par EDF sur le long terme (quinze ans) est un potentiel inexploité. Une décorrélation de la performance opérationnelle de la conjoncture économique et un intrant sans conflit d'usage ont conduit les gérants de Vatel à créer Méthanor pour financer et valoriser des unités de méthanisation agricole.

2.1 Un procédé naturel

La méthanisation agricole est un processus biologique qui permet de transformer des matières organiques, déchets organiques (déjections animales, substrats de végétaux), en énergie renouvelable.



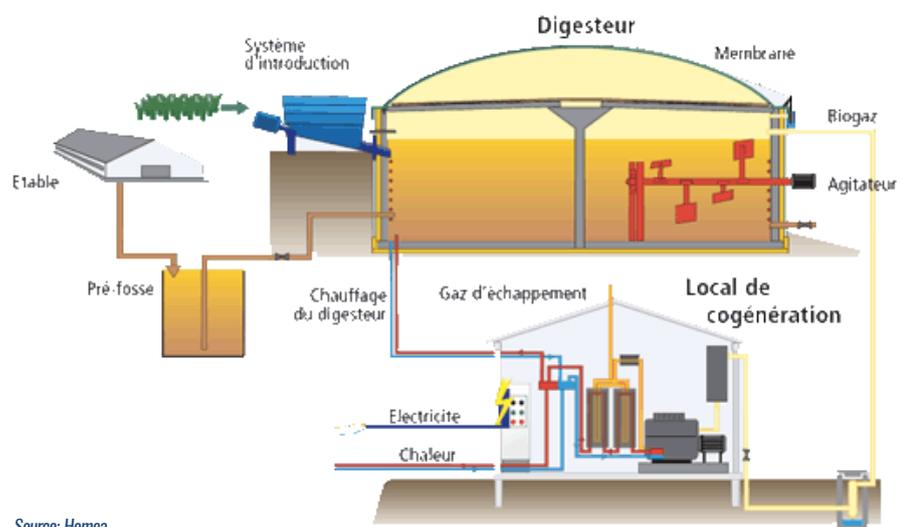
Source: Sergies

En sortie, cette fermentation produit :

- Du biogaz (60 % de méthane et à 40 % de gaz carbonique), utilisé pour générer de l'électricité par combustion et produire de la chaleur.
- Du digestat qui sera utilisé comme fertilisant sous forme d'épandage.

Cette transformation s'effectue sous l'effet des bactéries présentes naturellement dans les matières telles que les déjections animales. Les bactéries permettent la digestion anaérobie (fermentation) des matières organiques. Le processus se déroule au sein d'un digesteur dans lequel les matières organiques sont stockées et transformées sous l'action des bactéries. Pour que les bactéries puissent se développer, le digesteur est chauffé à une température comprise entre 20 et 60 °C. Afin d'empêcher l'évacuation du biogaz et d'homogénéiser les produits, les matières sont brassées au sein du digesteur.

Fonctionnement d'un digesteur



Source: Homea

2.2 Des revenus axés sur la vente d'électricité

Les revenus des unités de méthanisation visés par Méthanor proviennent de la vente d'électricité et non de la vente directe de biogaz, qui nécessiterait des investissements importants. Les tarifs de rachat d'électricité assurent la rentabilité de l'exploitation et une bonne visibilité. Les contrats s'étalent sur quinze ans au minimum.

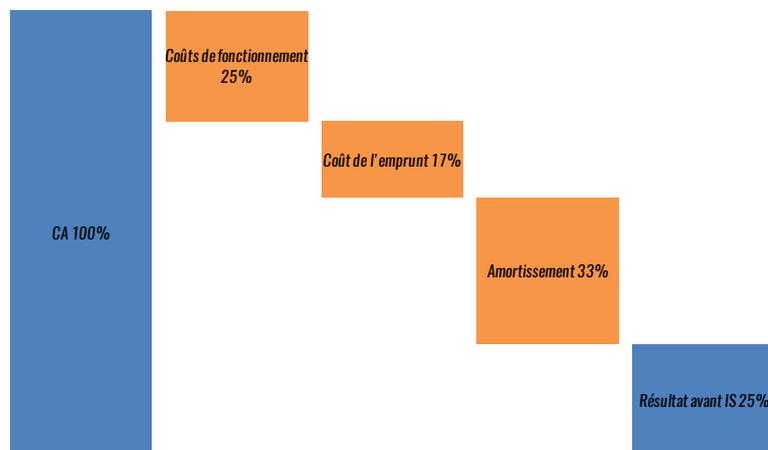
Un investissement moyen est d'environ 1,6M€ pour une unité de méthanisation agricole de 200kW (soit 8€/kw). Il est généralement financé à 75/80% par endettement bancaire, le solde en fonds propres, répartis entre Méthanor et le ou les agriculteurs. Méthanor peut également intervenir sous forme de compte-courant d'associés ou d'obligations convertibles.

Il faut en moyenne douze mois pour les différentes phases d'étude, les autorisations (financières et administratives) et la construction. Généralement Méthanor investit dans le projet juste avant la construction de l'unité.

Une unité de méthanisation agricole de 200kW représente une production électrique de 1,5MWh en année pleine, après montée en charge progressive de l'unité. Sur la base des tarifs actuels, cette production équivaut à un chiffre d'affaires annuel de 300k€ (tarifs d'environ 200€/Kwh).

La marge opérationnelle est d'environ 70/75%, avant versement des intérêts et des impôts.

Modèle économique



Sources: Portzamparc, Méthanor

La centrale commence à générer du résultat net à partir du deuxième exercice (production à 100%) et distribue 95% de son résultat net distribuable en dividendes aux actionnaires, dont Méthanor.

A l'issue des quinze années d'exploitation sous contrats de rachats, la dette est totalement remboursée mais l'actif a encore de la valeur. Une des options est le rachat, grâce à la trésorerie résiduelle dans la société de méthanisation (une société est créée pour chaque projet) des actions détenues par Méthanor. Le ou les agriculteurs deviennent ainsi progressivement actionnaires à 100%, sans sortie de cash. Le TRI, sur quinze ans, est >12% pour les actionnaires de la société.

Les exploitants agricoles associés à Méthanor au capital des unités de méthanisation agricole peuvent également bénéficier de la chaleur produite et utiliser le digestat obtenu sur leurs terres agricoles (en substitution à d'autres engrais).

2.3 Un fort potentiel mais long à concrétiser

Malgré les ambitions politiques, la filière de la méthanisation progresse très lentement; en raison de freins administratifs, réglementaires et financiers. Cette filière offre pourtant un potentiel de valorisations multiples (chaleur, électricité, gaz renouvelable, carburant). Environ 56TWh seraient mobilisables en France en 2030, soit la consommation énergétique de près de trois millions de foyers. Le secteur agricole fournirait 90% de ce gisement.

Les gouvernements successifs ont pris des actions significatives (création du comité national biogaz, aides de l'Ademe, exonération de cotisation foncière et de taxe foncière pour les unités de méthanisation, revalorisation des tarifs...). Par ailleurs, en mars 2018 les procédures administratives pour les agriculteurs ont été simplifiées à travers quinze mesures, pour accélérer la mise en service des sites, parmi lesquelles :

- Les délais d'instruction des dossiers réduits de un an à six mois ;
- Les sites de méthanisation les plus modestes seront exemptés d'enquête publique et d'étude d'impact ;
- Un guichet unique sera mis en place dans chaque département ;

- Un tarif de rachat du gaz sera instauré pour les installations de taille moyenne à la place de l'appel d'offres en vigueur aujourd'hui ;
- Amélioration de la prise en charge des coûts de raccordement au réseau gazier.

Les objectifs fixés par la PPE (programmation pluriannuelle de l'énergie) pour 2030 sont ambitieux :

- 137MW de puissance électrique fin 2018 et entre 237 et 262MW fin 2023 contre 130MW fin septembre 2017 selon le service de l'observation et des statistiques.
- L'objectif d'injection de biogaz dans le réseau de gaz sous forme de biométhane est de 1,7TWh pour fin 2018, puis 8TWh pour fin 2023.
- A horizon 2030, 10% de la consommation de gaz devra être d'origine renouvelable contre <1% fin 2016. Ce ratio pourrait même être relevé à 30%, estiment les acteurs du secteur (GRDF, GRTgaz) et le syndicat des énergies renouvelables.

Le système est basé sur des tarifs réglementés de rachat d'électricité pour les puissances inférieures à 500kWe et par appels d'offres pour les puissances supérieures à 500kWe. Les tarifs de rachat sont fixés trimestriellement par la Commission de Régulation de l'Energie (CRE). Ils sont d'environ 150€/MWh actuellement et sont dégressifs de 0,5% chaque trimestre. Ils peuvent, en fonction de l'efficacité de l'unité, être complétés par une prime à l'effluent d'élevage qui majore le tarif de rachat de 50€/MWh.

Tarifs de référence de l'obligation d'achat pour l'électricité issue du biogaz de déchets non dangereux et de matière végétale en 2018

Puissance installée (MW)	Tarif T2 18	Tarif T3 18	Tarif T4 18
Puissance < 0,08	174,13 € / MWh	173,26 € / MWh	172,39 € / MWh
Puissance = 0,5	149,25 € / MWh	148,50 € / MWh	147,76 € / MWh

Source: Selectra

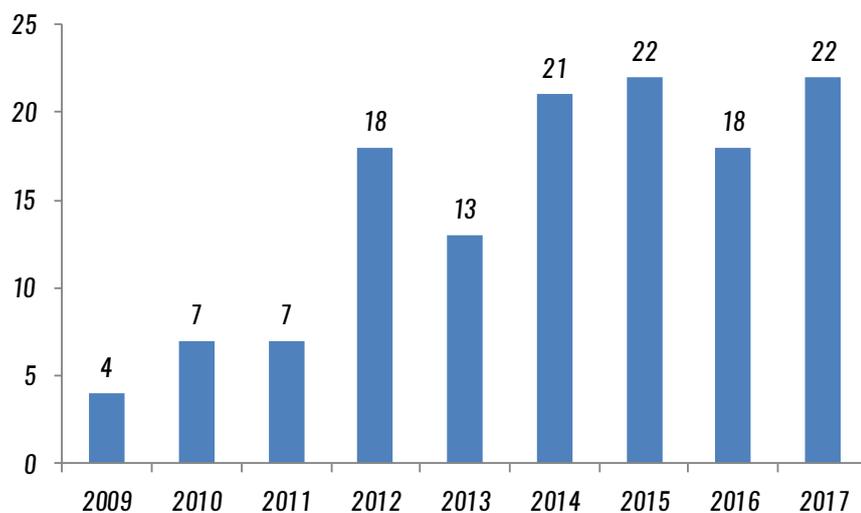
Les contrats sont conclus pour une durée maximum de vingt ans, plafonnés à 140 000 heures de fonctionnement sur la durée totale du contrat en équivalent puissance pleine. Le contrat prend fin dès l'atteinte de ce plafond d'heures.

La hausse des tarifs de 2016 commence à se répercuter en termes d'ombre d'unités. Même si 70% des projets sont encore en cogénération, la capacité totale installée est tirée par l'injection, avec des projets de taille unitaire plus importante.

En 2010, l'Allemagne comptait déjà 6 500 installations de méthanisation contre 275 en Italie, 80 au Danemark et seulement 45 en France. En 2017, la France est déjà passée à 405 unités de méthanisation, dont 230 à la ferme. La comparaison avec l'Allemagne est peu évidente car la France a basé sa politique de méthanisation sur l'utilisation de déchets. L'Hexagone a interdit les produits agricoles alimentaires, alors que la grande majorité des unités allemandes fonctionnent avec du maïs.

La puissance électrique des installations de méthanisation en France a connu une augmentation de 14% en 2017. La même année, la production de biométhane injectée dans le réseau de gaz a quasiment doublé par rapport à 2016 avec 215GWh produits en 2016 contre 406GWh en 2017.

Puissance raccordée des installations de méthanisation pour la production d'électricité



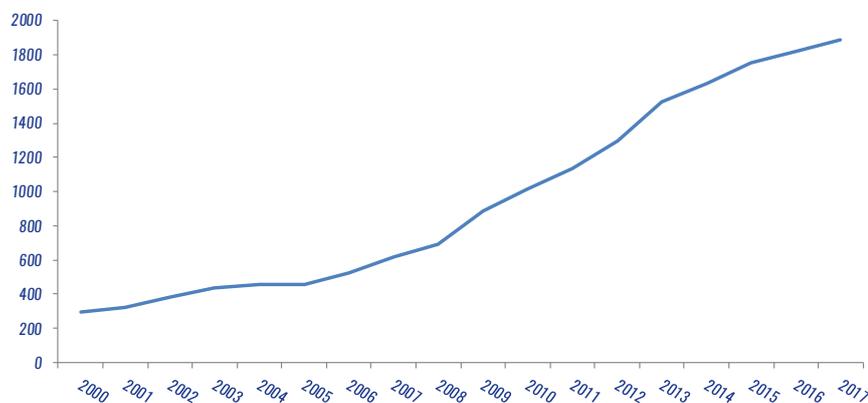
Source: SDES

Au 30 juin 2018, 588 installations produisant de l'électricité à partir de biogaz sont raccordées au réseau, en ajoutant les ≈130 ISDND (Installations de Stockage des Déchets Non Dangereux) et les ≈30 Stations épurations aux ≈400 unités de méthanisation.

Cela correspond à une capacité totale installée de 442MW. Au cours du S1 2018, 13MW supplémentaires ont été raccordés.

Les installations de puissance supérieure à 1MW représentent 69% de la puissance installée. Les installations de méthanisation constituent plus des deux tiers du parc pour un tiers de la puissance totale. Depuis le quatrième trimestre 2017, l'objectif fixé par la programmation pluriannuelle de l'énergie pour les installations de méthanisation (137MW raccordés aux réseaux électriques fin 2018) est dépassé avec 150MW de puissance raccordée à la fin de ce second trimestre. La puissance des projets en file d'attente est de 71MW au 30 juin 2018.

Production d'électricité d'origine biogaz en France (Gwh)



Source: SDES d'après EDF (obligations d'achat)

Au sein de la filière, Méthanor vise en priorité des unités entre 150 et 500kW et sur le marché français. Ces projets sont considérés comme optimaux en termes de taille critique par rapport aux coûts fixes, aux tarifs de rachat (décroissants avec la capacité de l'unité), aux processus administratifs et aux approvisionnements en substrat.

2.4 Projets en exploitation et en cours

Depuis sa création, Méthanor a participé au financement de deux projets de méthanisation, qui ont été raccordés au réseau en 2014.

A.E.D. : Située dans l'Yonne, cette unité de 600kW produit plus de 4 400MWh d'électricité par an, à partir de près de 10 000 tonnes de déchets agricoles locaux.

L'électricité produite est revendue à EDF à travers des tarifs de rachat garantis pendant quinze ans.

Par ailleurs, la chaleur produite par le cogénérateur est utilisée pour chauffer sept habitations principales, deux poulaillers de 2 000 m² et sécher le digestat qui sera utilisé sous forme de compost et d'engrais naturel.

Méthanor a investi 542k€ dans ce projet en juin 2013, sur un investissement total de plus de 4M€.

Actibio : Située en Charente, cette unité de 600kW produit plus de 4 700MWh d'électricité par an, à partir de près de 10 000 tonnes de déchets agricoles locaux.

L'électricité produite est revendue à EDF à travers des tarifs de rachat garantis pendant quinze ans.

La chaleur produite par le cogénérateur est utilisée pour sécher le digestat qui sera utilisé sous forme de compost et d'engrais naturel.

Méthanor a investi 785k€ dans ce projet en juillet 2013, sur un investissement total de plus de 3M€. A noter que cette participation a été provisionnée progressivement, pour l'être totalement à la fin du S1 2018, afin de prendre en compte le retard de l'activité par rapport au business plan initial et des mésententes avec l'agriculteur exploitant. Cette provision est prudente. Elle n'a aucun impact en cash sur la société. Le plan de continuation de ladite société a été accepté par le tribunal de commerce et devrait permettre à Méthanor de récupérer ses créances sur une durée de huit ans.

3. Diversifier pour accélérer

Les freins (bancaires, règlementaires) et les incertitudes rencontrés dans la méthanisation agricole ont conduit Méthanor à étudier plusieurs projets. La société a ainsi élargi ses investissements en 2015, en diversifiant la nature de ses plans aux autres énergies renouvelables (biomasse, solaire, hydroélectricité, éolien...).

Positionnement des projets Méthanor



Source: Méthanor

3.1 Une évolution naturelle

Les gérants de Vatel Capital, commandités gérants de Méthanor, présentent une expérience significative dans le financement de projets d'énergies renouvelables (>160M€ et >35MW avant la création) en partenariat avec des acteurs comme Akuo Energy, Solaire Direct, Voltaïca...

Méthanor reste attentif aux TRI : en effet, les projets solaires et éoliens sont généralement moins risqués mais également moins rentables que les investissements dans la méthanisation.

Au niveau mondial, le solaire représente 7% des capacités installées totales fin 2018 et l'éolien 8%. La forte dynamique de ces secteurs (CAGR 2017-2017 +48% pour le solaire, +19% pour l'éolien) devrait se poursuivre, avec un taux de croissance du parc installé de 8% par an d'ici 2050 pour le solaire et de 5% par an pour l'éolien.

A cette date, le solaire pourrait ainsi représenter 40% des capacités installées dans le monde et l'éolien 17%.

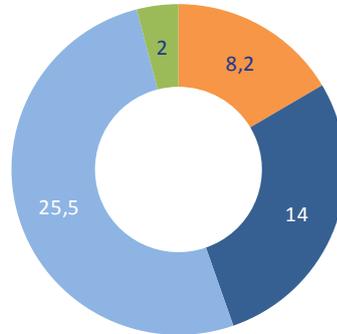
Cette forte montée en puissance résulte de la forte baisse continue des coûts, de l'éolien (-26% entre 2009 et 2017) mais surtout du solaire photovoltaïque (-79% entre 2009 et 2017).

En France, les énergies renouvelables représentent 18,4% de la consommation électrique et 16% de la consommation finale brute d'énergie. Rappelons que l'Union européenne vise 27% d'énergies renouvelables dans sa consommation finale brute. La France a, quant à elle, inscrit dans la loi relative à la transition énergétique pour la croissance verte l'objectif de porter cette part à 32% en 2030.

Les filières éolienne et solaire contribuent à hauteur de 97% à la croissance des énergies renouvelables électriques en 2017. Au 30 juin 2018, la puissance des parcs éolien et solaire dépasse 22GW. Le parc hydraulique concentre 51% de la capacité

ENR en France alors que la filière éolienne et solaire photovoltaïque représente 45% du parc EnR.

Répartition des capacités ENR en France (GW)

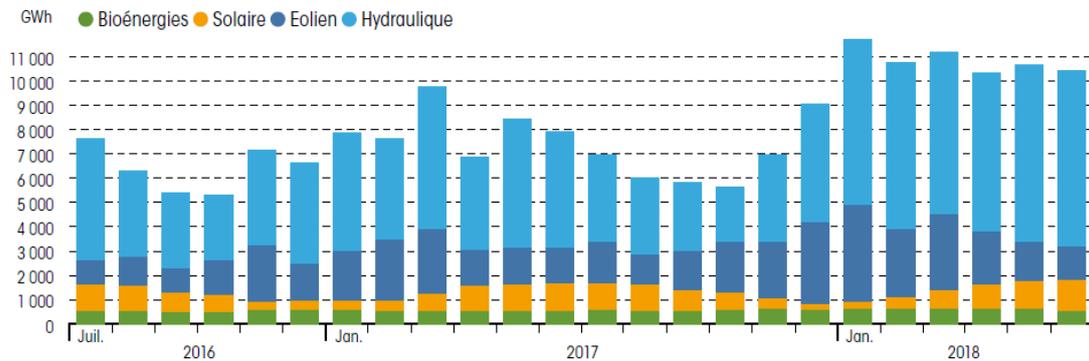


Source: RTE

■ Solaire ■ Eolien ■ Hydraulique ■ Bioénergies

En 2017, 2 763MW de capacité renouvelable ont été raccordés en France, soit le plus important volume jamais installé en une année. Plus de 1GW de puissance renouvelable a été raccordé au S1 18.

Production renouvelable mensuelle des capacités ENR en France (GWh)



Source: RTE

3.2 Projets en exploitation et en cours

➤ Dans la biomasse

Novillars : Premier investissement de Méthanor dans la biomasse et plus particulièrement la cogénération biomasse, cette centrale de 20MWe (+23,5MWth) est située dans le Doubs.

Ce projet est lauréat de l'appel d'offres CRE 4 en 2012. Le projet CBN (Cogénération Biomasse de Novillars) est né de l'association d'Akuo Biomass (filiale d'Akuo Energy, partenaire historique de Methanor) à la cartonnerie Gemdoub (acteur historique de la production de papier) qui va accueillir sur son site la future centrale. La papeterie sera ainsi alimentée en valeur par la centrale (> 200 000 tonnes de vapeur), alors que l'électricité produite (≈150GWh/an) sera revenue à EDF à travers un contrat de vingt ans, à partir de sa mise en service prévue début 2019.

Méthanor va investir 2M€ (en deux tranches) dans ce projet dont le coût total atteint 87M€.

➤ Dans le solaire

Photosol : Premier investissement de Méthanor en dehors de la méthanisation agricole, ces installations photovoltaïques Photosol sont situées dans les Landes et en Corrèze.

La société Photosol développe, finance et exploite des installations photovoltaïques au sol et en toiture en France et dans les DOM. Les projets photovoltaïques menés par Photosol n'entrent pas en concurrence avec la vocation agricole des terres. Ils viennent en complément d'une exploitation agricole sous les panneaux : il peut s'agir de l'élevage ovin, de la culture maraîchère, de la jachère apicole.

Méthanor a participé à hauteur d'1M€ à la construction et l'exploitation de centrales (38MW, 5M€ de CA annuel) à travers la souscription à une émission d'obligations convertibles de la société Photosol Invest.

Akuo Corse Energy Solar : Méthanor a participé à hauteur d'1,05M€ à la construction et l'exploitation de projets solaires photovoltaïques au sol en Corse, à travers la souscription à une émission d'obligations convertibles de la société Akuo Corse Energy Solar.

Filiale d'Akuo Energy, un des leaders français indépendants dans la production d'énergie renouvelable, Akuo Corse Energy Solar est spécialisé dans le développement et l'exploitation de centrales photovoltaïques en Corse.

Solaire Corsica : Méthanor a investi 1,8M€ pour détenir 7% de trois centrales photovoltaïques existantes implantées en Corse et co-financées avec la Caisse des dépôts et consignations :

- Venzolasca (4,6MWc), implanté au cœur de la Casinca
- Sartène (4,0MWc), implanté au sud-ouest du département de Corse du Sud
- Poggio-Di-Nazza (4,8MWc), implanté en Haute-Corse

Solaire Direct (groupe ENGIE) a développé ces trois centrales et en gère l'exploitation. Entrées en production fin 2011, elles bénéficient de l'obligation de rachat d'électricité par EDF sur vingt ans.

En septembre 2018, la dette bancaire de ces trois centrales, levée initialement en 2010, a été renégociée dans des conditions très favorables. L'opération a dégagé 932k€ de trésorerie pour Méthanor.

Rapale : Méthanor a investi 610k€ dans la centrale photovoltaïque Rapale afin d'augmenter la capacité. Mise en service en octobre 2010, cette unité verra sa capacité passer de 7,7MWc à 9,8MWc avec une emprise au sol inchangée.

LHERM : Méthanor a récemment investi 1M€ compte-courant d'associés dans le projet de construction d'une centrale photovoltaïque d'une puissance de 10,5MWc. Cette unité, située sur la commune de Lherm dans le département de la Haute Garonne (31), est lauréate de l'appel d'offres CRE 3. Le projet, d'un montant total de 10,7M€, sera une nouvelle fois porté par Akuo Energy, partenaire privilégié de Méthanor, qui sera maître d'ouvrage et le futur gestionnaire du site.

➤ Dans l'hydroélectricité

Chavort : Autre projet avec Akuo Energy, cette centrale hydroélectrique au fil de l'eau (sur l'Isère) est située en Savoie. D'une puissance de 2MW, elle bénéficie d'un contrat d'achat avec EDF sur vingt ans depuis sa mise en fonctionnement en mars 2018.

Méthanor a investi 1,5M€ dans ce projet, en deux tranches, dont le coût total atteint 12,85M€.

Aqua Bella : Autre projet avec Akuo Energy, cette centrale hydroélectrique au fil de l'eau est située en Savoie. D'une puissance de 2,2MW, elle est caractérisée par un faible dénivelé et un important débit.

Sa construction a débuté en 2017 pour une mise en service prévue mi 2019. Elle bénéficiera ensuite d'un contrat d'achat avec EDF sur vingt ans.

Méthanor a investi 956k€ dans ce projet, aux côtés d'Akuo Energy, et détient 11% du capital de cette centrale dont le coût total est de 12,85M€.

4. Prévisions

Les principales caractéristiques des projets sont regroupées dans le tableau suivant :

Projets	Energie	Investissement	Mise en Service	Inv Méthanor (M€)	Inv Total (M€)	Rémunération
AED	méthanisation	juin-13	2014	0,542	>4	Compte courant + Dividendes
Actibio	méthanisation	juil-13	2014	0,785	>3	Compte courant + Dividendes
Novillars	biomasse	déc 2016	2019	2	87	obligations convertibles
Photosol	solaire	mai-17	2017	1	1	obligations convertibles
Akuo Corse Energ Solar	solaire	avr-15	2015	1,05	2,3	obligations convertibles
Solaire Corsica	solaire	sept-17	2011	1,8	12,1	dividendes
Rapale	solaire	sept-18	2010	0,6	4,3	dividendes
LHERM	solaire	oct-18	2019	1	10,7	Compte courant + Dividendes
Chavort	hydro	janv-16	2018	1,5	12,85	Compte courant + Dividendes
Aqua Bella	hydro	déc 2017	2019	0,956	12,85	Compte courant + Dividendes

Source : Portzamparc, Méthanor

Nos hypothèses reposent sur :

- Des estimations de rendement pour chacun des projets, en fonction de ses caractéristiques
- Une capacité d'investissement de 1,2M€ à date
- Des investissements de 2M€ par an, à un TRI retenu par hypothèse de 7,5%. Par simplification nous considérons les investissements comme réalisés en mi-année (30 juin)
- Des levées de fonds régulières, pour accompagner cette montée en puissance du portefeuille. A noter que nous retenons une hypothèse de 50% des produits capitalisés (et donc non versés à court terme) qui augmente donc le recours aux augmentations de capital, par moindre versement de flux. Par simplification nous considérons les levées de fonds comme réalisées en mi-année (30 juin)
- Un pay-out cible de 80%
- Des charges d'exploitation qui progressent de 1,5% par an.

Le tableau ci-dessous synthétise nos différentes estimations. Rappelons que le business modèle de Méthanor se traduit par la comptabilisation de produits financiers mais pas de chiffre d'affaires ou de résultat opérationnel.

	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Résultat d'exploitation	-95	-100	-102	-103	-105	-106
Produits financiers	321	547	596	729	935	1 095
dont identifiés	0	547	521	504	560	570
dont futurs projets	0	0	75	225	375	525
RN	227	447	494	626	830	989

Source : Portzamparc, Méthano

5. Valorisation

Le profil atypique de Méthanor nous conduit à utiliser 3 méthodes de valorisation, qui aboutissent à une valorisation cible moyenne de 6,19€/action. A noter qu'au-delà de la durée du contrat d'un projet Energie Renouvelable, l'actif est amorti mais reste productif. Méthanor détient souvent une part du capital de l'actif et donc bénéficiera à terme de cette valeur résiduelle. Elle est difficile à valoriser et lointaine dans le temps, par conséquent elle n'est pas intégrée à notre estimation. Cependant cette « valeur cachée » existe et constitue un réservoir de valorisation.

	Prix
Actualisation des dividendes	6,64 €
ANR	6,61 €
Méthode "cap rate"	5,31 €
Moyenne	6,19 €
Cours actuel	4,72 €
Upside/(Downside)	31,1%

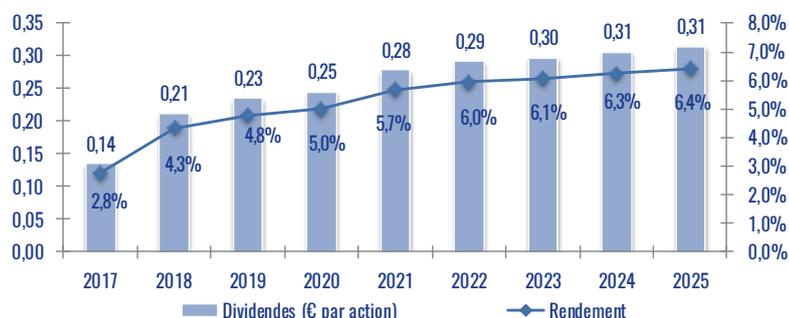
En plus de nos prévisions et hypothèses présentées précédemment, nous utilisons :

- un taux de croissance normatif de 1%
- un taux d'actualisation de 5% sur les produits financiers, en ligne avec l'hypothèse centrale retenue dans la valorisation de projets Energie Renouvelable par la CRE (Commission de Régulation de l'Energie), qui retient le taux de 5% après impôts pour ses analyses de rentabilité menées dans le cadre de ses avis tarifaires. Pour rappel le statut fiscal de Méthanor dispense la société d'imposition sur le revenu.

Le profil de Méthanor se rapproche d'une foncière, rendant pertinent l'utilisation des méthodes suivantes :

Actualisation des dividendes

Sur la base de nos hypothèses de Résultat Net 2018-2023 et d'un pay-out cible de 80%, nos prévisions de dividendes sont les suivantes :



Le rendement va progressivement dépasser 5% puis 6% sur la base de notre scénario.

Nous appliquons un taux de croissance de 1% au-delà et un taux d'actualisation de 5%. La valorisation par cette méthode ressort ainsi à 6,64€ par action.

A noter qu'un taux de capitalisation des produits financiers plus faible aurait un impact positif sur la valorisation, du fait d'une moindre dilution lors des levées de fonds. Une

hypothèse de 25% conduirait à un objectif de 6,95€/action et une hypothèse de 0% conduirait à un objectif de 7,29€/action.

Méthode "cap rate"

A l'image de la méthode utilisée par certains acteurs du secteur foncier, nous actualisons un flux considéré comme normatif. Les produits annuels (dividendes, intérêts, loyers) issus de l'actif sont ainsi actualisés pour une année normative. Pour Méthanor nous choisissons de retenir le résultat net, qui est composé des produits financiers mais qui intègre également les charges d'exploitation.

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
<i>Résultat net</i>	447,0	493,9	625,9	829,7	988,6	1122,5	1267,3	1412,1
<i>Taux actualisation</i>	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%
<i>Valorisation M€</i>	8,9	9,9	12,5	16,6	19,8	22,4	25,3	28,2
<i>Nombre titres</i>	1,68	1,88	2,27	2,63	2,98	3,31	3,63	3,93
<i>Valorisation par action</i>	5,31	5,25	5,52	6,30	6,63	6,78	6,99	7,19
<i>Upside</i>	19,1%	18,1%	24,1%	41,6%	49,0%	52,3%	57,0%	61,6%

Source: Portzamparc

A ce stade nous retenons prudemment l'exercice 2018 comme normatif, soit un objectif de 5,31€ par action. Cette vision est prudente car certains projets (comme Rapale) ne versent pas de dividendes à court terme, le remboursement de la dette étant privilégié.

A noter qu'un taux de capitalisation des produits financiers plus faible aurait un impact positif sur la valorisation, du fait d'une moindre dilution lors des levées de fonds.

Actif Net Réévalué

Les fonds propres du groupe au 30 juin 2018 atteignent 10,34M€. Nous les retraitons de l'excédent de trésorerie de 932K€ issu du refinancement de septembre 2018 et du versement de dividendes (en titre et en cash).

<i>Actif Net Réévalué</i>	
<i>Fonds propres au 30 juin (M€)</i>	10,34
<i>Refinancement (M€)</i>	0,93
<i>Versement dividende (M€)</i>	-0,15
<i>ANR (M€)</i>	11,12
<i>Nombre de titres (millions)</i>	1,68
<i>ANR par action</i>	6,59€

Source: Portzamparc, Méthanor

Cette méthode fait ressortir une valorisation de 6,59€ par action.

6. Annexes

Relation avec Vatel

Méthanor est une société en commandite par actions, fondée et dirigée par trois gérants, regroupés au sein de la société Vatel Gestion : Marc Meneau, François Gerber et Antoine Herbinet.

Vatel Gestion a pour seule activité la gérance et la qualité d'associé commandité de sociétés en commandite par actions créées à l'initiative de Vatel Capital, dont les trois gérants sont identiques à ceux de Vatel Gestion. Ayant un historique commun de plus de dix ans, ils possèdent une expérience significative dans le domaine des énergies renouvelables (>160M€ et >35MW financés).

Sur recommandation de l'AMF, un mandat de gestion a été signé entre Méthanor et Vatel Capital afin que l'ensemble des financements réalisés par Méthanor soient recherchés, analysés, proposés et suivis par Vatel Capital. Vatel Gestion et Vatel Capital possèdent des gérants et associés identiques.



François Gerber

Après l'ESSEC, François a débuté sa carrière dans le département fusions et acquisitions de Coopers & Lybrand à Francfort. Il est ensuite auditeur dans le département banque et finance du cabinet Salustro Reydel à Paris, puis analyste chez Viventures Partners. En 2000, il travaille pendant un an comme contrôleur de gestion pour 2P2L, un groupe de production audiovisuel français indépendant. C'est alors qu'il rejoint Turenne Capital Partenaires et y reste pendant plus de sept ans, en tant que chargé d'affaires puis directeur d'investissement, membre du comité de direction et associé. Il co-fonde Vatel Capital en 2008.



Marc Meneau

Diplômé de l'ESSEC et d'un DEA de modélisation et analyse quantitative Paris X, Marc Meneau a commencé sa carrière comme contrôleur financier chez Poclain Hydraulics en République Tchèque, puis consultant en stratégie chez Roland Berger. C'est après avoir créé et développé la société de services et logiciels IGTech-eKooon qu'il rejoint Turenne Capital Partenaires. Pendant sept ans, il y occupera successivement les postes de chargé d'affaires, directeur d'investissement, membre du comité de direction et associé. En 2008, il co-fonde Vatel Capital.



Antoine Herbinet

Diplômé de Paris Dauphine – Maîtrise des Sciences de Gestion et Master Affaires Internationales, Antoine Herbinet a démarré sa carrière comme analyste chez Angel Invest puis contrôleur de gestion chez Lafarge en Allemagne. Il rejoint ensuite Turenne Capital Partenaires où il occupe le poste de chargé d'affaires pendant trois ans. En 2008, il co-fonde Vatel Capital.

Méthanor s'appuie également sur un conseil de surveillance composé de sept personnes indépendantes des gérants. Son rôle consiste à valider la politique d'investissement de Méthanor. Il est composé de personnes désignées pour leur expérience industrielle et financière dans les énergies renouvelables et dans la méthanisation agricole en particulier, et de représentants d'actionnaires minoritaires:

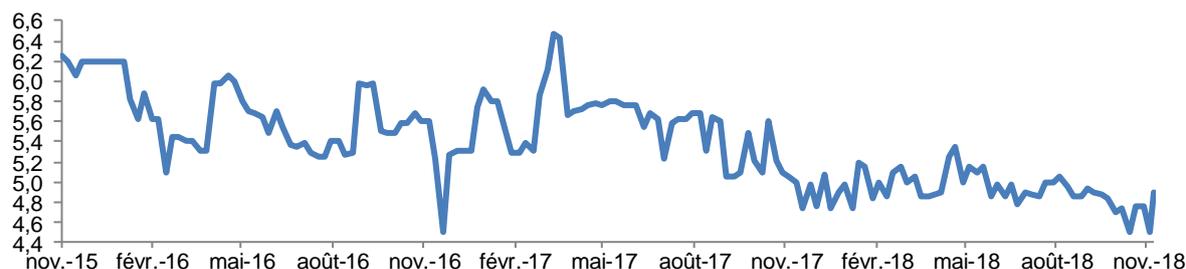
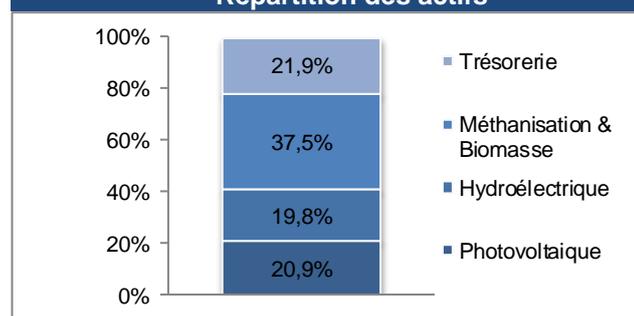
- Eric Lecoq a créé en 2008 Vuelto Group spécialisée dans les installations photovoltaïques sur hangars agricoles et en 2011 Agripower France, société spécialisée dans la méthanisation.
- Jacques Testard est consultant bancaire spécialisé en énergies renouvelables. Il a une expérience de banquier de plus de 40 ans, dont plus de quinze ans dans les énergies renouvelables (éolien, photovoltaïque, méthanisation). Il a déjà participé au financement d'une petite dizaine de projets de méthanisation.
- Carl Brabant est gérant indépendant de cabinet de gestion financière. Il a une expérience de près de vingt-cinq ans en conseil financier à destination des particuliers. Après avoir travaillé pour l'Union Financière de France, il a créé son cabinet Côte Nord Finance en 1998.
- Geoffroy Surbled est depuis 2004 associé et Président de ICE, cabinet de conseil en fusions-acquisitions, membre indépendant de Lexbridge M&A International Group LLC, Boston. Il possède également une expérience d'analyste financier au CCF puis HSBC
- Christian Colin a une expérience en cabinet d'avocats français et internationaux de plus de trente-cinq ans. Il est depuis 2005 associé fondateur de cabinet d'avocats Delorme.
- Nicolas Hodoul est depuis 2009 président de Mayflower Finance, conseiller en investissements financiers. Il a une expérience de plus de dix ans en gestion de fortune dans des établissements comme AGF Private Banking, Bred Banque Privée et Crédit Suisse Hottinguer.

A noter qu'à ce stade aucune rémunération n'est versée ni à Vatel Capital ni à la gérance, ni au conseil de surveillance. Les honoraires de Vatel Capital et la rémunération de la gérance ne pourront pas excéder 2 % TTC des capitaux propres de Méthanor au 31 décembre de chaque fin d'exercice comptable. La rémunération annuelle au titre de jetons de présence des membres du conseil de surveillance sera fixée par l'assemblée générale ordinaire annuelle sans pouvoir excéder 0,2% du montant des capitaux propres.

METHANOR

Exploitation	14	15	16	17	18e	19e	20e	21e
RN Pdg publié	0,0	0,1	0,1	0,2	0,4	0,5	0,6	0,8
RN Pdg corrigé	0,0	0,1	0,1	0,2	0,4	0,5	0,6	0,8
Marge nette (%)	27,1%	ns	ns	ns	ns	ns	ns	ns
Bilan	14	15	16	17	18e	19e	20e	21e
Fonds propres Pdg	4,7	5,7	7,7	10,4	10,6	10,7	11,0	11,4
Dettes financières nettes	-2,2	-1,9	-1,7	-1,7	0,3	2,5	4,6	6,6
Autres	-	-	-	-	-	-	-	-
Capitaux investis	2,5	3,8	6,1	8,6	10,9	13,2	15,6	18,0
Immobilisations nettes	2,4	3,8	6,1	8,6	10,9	13,3	15,6	18,0
<i>dont écarts d'acquisition</i>	-	-	-	-	-	-	-	-
<i>dont financières</i>	2,4	3,8	6,1	8,6	10,9	13,3	15,6	18,0
BFR	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Actif économique	2,5	3,8	6,1	8,6	10,9	13,2	15,6	18,0
Gearing (%)	-46,5%	-33,5%	-21,5%	-16,8%	2,8%	23,2%	42,0%	57,9%
Données par action	14	15	16	17	18e	19e	20e	21e
BNPA	0,03	0,09	0,06	0,14	0,26	0,26	0,28	0,32
var. n/n-1	-78,7%	+ / +	-29,4%	+ / +	94,7%	-0,1%	6,8%	15,3%
CFPA	0,0	0,0	0,0	0,0	0,3	0,3	0,3	0,3
ANPA	8,4	7,0	6,4	6,2	6,3	5,8	5,0	4,5
Dividende net (versé en n+1)	-	0,07	0,06	0,11	0,21	0,23	0,25	0,28
Payout (%)	-	82,3%	100,0%	81,2%	80,6%	89,1%	87,2%	85,8%
Tmva BNPA 2015 / 2019e	32,7%							
Tmva CFPA 2015 / 2019e	ns							
Valorisation	14	15	16	17	18e	19e	20e	21e
PER (x)	ns	ns	ns	40,6	17,9	17,9	16,8	14,5
PCF (x)	ns	ns	ns	ns	17,9	17,9	16,8	14,5
PAN (x)	0,8	0,9	0,9	0,9	0,7	0,8	1,0	1,1
Free Cash Flow Yield (%)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	5,6%	5,6%	6,0%	6,9%
Rendement (%)	-	-	1,3%	1,1%	2,3%	4,5%	5,0%	5,2%
Capitalisation (M€)	3,9	5,2	6,6	9,2	7,9	7,9	7,9	7,9
Valeur d'Entreprise (VE)	-0,7	-0,5	-1,1	-1,2	-2,7	-2,8	-3,1	-3,5
Cours de référence (€)	7,1	6,4	5,5	5,5	4,7	4,7	4,7	4,7
Nb de titres (Mio)	0,553	0,818	1,200	1,675	1,683	1,683	1,683	1,683
Nb de titres corrigé (Mio)	-	-	-	-	1,683	1,683	1,683	1,683
% de la dilution	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Date d'introduction	12/07/2012							
Cours d'introduction ajusté	9,0 €							

Répartition des actifs



Avertissements

Avertissements généraux

Les informations contenues dans le présent document proviennent de sources publiques réputées fiables. Les opinions et les données prévisionnelles sont celles de leurs auteurs. Les appréciations formulées reflètent leur opinion à la date de publication et sont donc susceptibles d'être révisées ultérieurement. Les prévisions chiffrées sont effectuées à normes comptables constantes ; le passage aux normes IFRS pourra entraîner des modifications importantes des estimations.

Ni la société émettrice, ni Portzamparc, ni une quelconque autre personne ne pourra être tenue responsable de quelque manière que ce soit au titre d'un quelconque dommage direct ou indirect, résultant de l'utilisation de ce document. Ce document ne peut être distribué au Royaume-Uni qu'aux seules personnes qui sont des personnes autorisées ou des personnes exemptées au sens du U.K. Financial Services Act 1986 (ou d'un quelconque règlement pris en application de ce dernier) ou aux autres personnes du type décrit à l'Article 11(3) du Financial Services Act (Investment Advertisements) (Exemptions) Order 1996 (tel que modifié). La transmission, l'envoi ou la distribution du présent document (ou de toute copie qui en serait faite) sont interdits aux Etats-Unis ou à un quelconque ressortissant des Etats-Unis d'Amérique (au sens de la règle « S » du U.S. Securities Act de 1933). Tout manquement au respect de ces restrictions est susceptible de constituer une violation du droit américain des valeurs mobilières. La diffusion de ce document dans d'autres juridictions peut être soumise à des restrictions légales et les personnes qui se trouvent en possession de ce document doivent s'informer et respecter de telles restrictions. Le présent document ne constitue ni une offre ni une invitation à acheter ou souscrire des valeurs mobilières ou autres titres ; il ne peut servir en aucune manière de support ou être utilisé dans le cadre d'un quelconque contrat ou engagement. Il ne vous est remis qu'à titre d'information et ne peut être reproduit ou redistribué à un tiers. En recevant le présent document, vous vous engagez à observer les restrictions mentionnées ci-dessus.

En tant que Prestataire de Services d'Investissements, Portzamparc Société de Bourse relève de l'Autorité des Marchés Financiers et est agréée par le Comité des Etablissements de Crédit et des Entreprises d'Investissements.

Modalités administratives et organisationnelles visant à prévenir et éviter les conflits d'intérêts relatifs à la production d'analyse financière :

La société de bourse Portzamparc s'est dotée d'un règlement intérieur intégrant des dispositions intitulées "Murailles de Chine" qui décrivent l'organisation mise en place en vue de prévenir la circulation induite d'informations confidentielles ou privilégiées. Cette organisation est sous la responsabilité du Déontologue, qui fixe les règles et contrôle leur application. Elle prévoit notamment la séparation des activités susceptibles d'être en conflit d'intérêt entre elles : gestion pour compte propre, gestion pour compte de tiers, animation de valeur, négociation, vente institutionnelle, montage d'opérations financières et analyse financière.

Les analystes financiers, comme l'ensemble des collaborateurs de la société de bourse, sont soumis au dispositif de gestion des informations privilégiées et des restrictions applicables au sein d'un prestataire de service d'investissement conformément aux articles 315-15 à 315-19 du règlement général de l'AMF, ils ont pour obligation de domicilier leurs comptes titres au sein de la société de bourse. Le Déontologue tient à jour 3 listes de valeurs :

- une liste des valeurs interdites aux collaborateurs sur laquelle sont inscrites toutes les valeurs suivies par le service d'analyse financière et toutes les valeurs sous contrat avec la société de bourse. Dans le cas particulier des analystes, il leur est interdit individuellement d'intervenir en direct sur un instrument financier autre que : les parts d'OPC, le titre BNP PARIBAS et les titres acquis dans le cadre statutaire d'une fonction d'administrateur ou de mandataire.

- une liste des valeurs sous surveillance qui recense essentiellement les valeurs sur lesquelles un ou plusieurs collaborateurs de la société de bourse détient une information privilégiée.

- une liste publique des valeurs en interdiction qui recense les valeurs sur lesquelles une opération financière est en cours et pour lesquelles il ne peut plus y avoir d'opération pour compte propre ni de publication d'analyse financière.

Le déontologue contrôle les opérations réalisées sur les valeurs inscrites sur ces listes, qu'il s'agisse d'opérations de la clientèle, d'opérations de collaborateurs ou d'opérations pour compte propre.

Enfin, l'organe qui décide de la réalisation d'opérations financières : le Comité des Engagements, fait l'objet d'un dispositif spécifique visant à assurer la totale confidentialité des débats et décisions.

Le Groupe Portzamparc se positionne sur l'éligibilité des actions au PEA-PME sur la base des informations émises par les émetteurs et du Décret n° 2014-283 du 4 mars 2014 pris pour l'application de l'article 70 de la loi n° 2013-1278 du 29 décembre 2013 de finances pour 2014 fixant l'éligibilité des entreprises au PEA-PME soit : moins de 5 000 salariés, d'une part, chiffre d'affaires annuel inférieur à 1 500 millions d'euros ou total de bilan inférieur à 2 000 millions d'euros, d'autre part. La responsabilité du Groupe Portzamparc ne saurait être engagée dans l'hypothèse où les données utilisées pour l'analyse s'avèreraient inexactes

L'ensemble des avertissements concernant la recherche Portzamparc (Historique des recommandations, engagement de transparence, politique de gestion des conflits d'intérêt, système de recommandation, répartition par recommandation, prévisions...) est accessible sur <http://www.midcaps.portzamparc.fr/fileadmin/pubt/avertissements.pdf> (clientèle institutionnelle) ou auprès de votre conseiller habituel (clientèle privée).

Les cours utilisés sont les cours de clôture de la veille sauf indication contraire.

Mentions obligatoires

Recommandations boursières

Nos recommandations boursières traduisent la performance absolue attendue sur le titre à un horizon 6-12 mois. Elles sont basées sur les objectifs de cours définis par l'analyste et intègrent des facteurs exogènes liés à l'environnement de marché, susceptibles de fortes variations. Le bureau d'analyse Portzamparc établit ses évaluations selon une approche d'analyse fondamentale multicritères (principalement et de manière non exhaustive actualisation des flux, multiples des comparables, multiples de transaction, somme des parties, actif net réévalué).

ACHETER (1) : Performance attendue supérieure à +15%

RENFORCER (2) : Performance attendue comprise entre +5% et +15%

CONSERVER (3) : Performance attendue comprise entre -5% et +5%

ALLEGER (4) : Performance attendue comprise entre -5% et -15%

VENDRE (5) : Performance attendue inférieure à -15% ou absence de visibilité sur les fondamentaux de la société.

L'ensemble des avertissements concernant la recherche Portzamparc (Historique des recommandations, engagement de transparence, politique de gestion des conflits d'intérêt, système de recommandation, répartition par recommandation...) est accessible sur <http://www.midcaps.portzamparc.fr/fileadmin/pubt/avertissements.pdf> (clientèle institutionnelle) ou auprès de votre conseiller habituel (clientèle privée).

Les cours utilisés sont les cours de clôture de la veille sauf indication contraire.

Historique des recommandations sur l'émetteur au cours des 12 derniers mois

Le tableau ci-dessous reflète l'historique des changements de recommandations et d'objectifs de cours faits par le département d'analyse financière de la Société de Bourse Portzamparc sur une période de 12 mois.

Date	Analyste	Objectif de prix	Cours de clôture	Ancienne Recommandation	Nouvelle Recommandation
20/11/2018 8:30	Nicolas Royot, CFA	6,19€	4,72€		Acheter

Détail des conflits d'intérêts potentiels PORTZAMPARC

Société	Détail des conflits d'intérêts potentiels
Methanor	5,6,7

1. La Société de Bourse Portzamparc possède ou contrôle 5 % ou plus du capital en actions émis par cet émetteur;
2. Cet émetteur, ou ses actionnaires principaux, possèdent ou contrôlent, directement ou indirectement, 5% ou plus du capital en actions émis par la Société de Bourse Portzamparc;
3. La Société de Bourse Portzamparc a été chef de file ou co-chef de file dans une offre publique concernant les instruments financiers de cet émetteur durant les douze derniers mois;
4. La Société de Bourse Portzamparc est teneur de marché pour les instruments financiers de cet émetteur;
5. La Société de Bourse Portzamparc a signé un contrat de liquidité avec l'émetteur.
6. La Société de Bourse Portzamparc et l'émetteur ont signé une convention de prestation de service d'analyse à travers laquelle Portzamparc Société de Bourse s'est engagée à produire et à diffuser des études de recherche d'investissement sur ledit émetteur;
7. La Société de Bourse Portzamparc a été rémunérée par cet émetteur en échange de la fourniture de services d'investissement ou des services en conseil financier au cours des douze derniers mois;
8. L'auteur de cette étude ou une personne qui aurait aidé à l'élaboration de cette étude (ou un membre de son foyer), ou encore une personne qui, malgré sa non-implication dans l'élaboration de cette étude avait ou pouvait raisonnablement avoir accès aux éléments substantiels de cette étude avant sa diffusion détient une position nette ou courte supérieure à 0,5% du capital de cet émetteur
9. La recommandation présentée dans ce document a été divulguée à l'émetteur avant sa publication et diffusion et a été subséquemment modifiée préalablement à sa diffusion

Détail des conflits d'intérêts potentiels BNP PARIBAS

Sociétés dans lesquelles BNP PARIBAS détient des participations : <https://wealthmanagement.bnpparibas/fr/conflict-of-interest.html>

Nantes : 13 rue de la Brasserie - BP 38629 - 44186 Nantes Cedex 4 - Tél 33 (0) 2 40 44 94 00

Paris : 16 rue de Hanovre - 75002 Paris - 33 (0) 1 40 17 50 08

Recherche

Nicolas ROYOT, CFA <i>Co-responsable de l'Analyse Financière</i>	royot@portzamparc.fr
Maxence DHOURY, CFA <i>Co-responsable de l'Analyse Financière</i>	dhoury@portzamparc.fr
Yann DE PEYRELONGUE Analyste Financier	depeyrelongue@portzamparc.fr
Arnaud DESPRE Analyste Financier	despre@portzamparc.fr
Pierre-Alexandre DESIR Analyste Financier	desir@portzamparc.fr
Anthony DICK Analyste Financier	dick@portzamparc.fr
Christophe DOMBU, PhD Analyste Financier	dombu@portzamparc.fr
Geoffroy MICHALET <i>Analyste Financier</i>	michalet@portzamparc.fr
Nicolas MONTEL Analyste Financier	montel@portzamparc.fr
Jeremy SALLÉE Analyste Financier	sallee@portzamparc.fr
Stéphanie MANTEIGAS <i>Corporate Access & Edition</i>	manteigas@portzamparc.fr
Stéphanie TASSIN <i>Corporate Access & Edition</i>	tassin@portzamparc.fr
Amandine PRIGENT Edition	prigent@portzamparc.fr
Téléphone	33 (0) 2 40 44 94 09

Vente Institutionnelle

François BREDOUX <i>Responsable Vente Institutionnelle</i>	33 (0) 2 40 44 95 21 bredoux@portzamparc.fr
Henri TASSO <i>Vendeur institutionnel</i>	33 (0) 2 40 44 95 41 tasso@portzamparc.fr
Henrique CRISTINO <i>Vendeur institutionnel</i>	33 (0) 2 40 44 95 31 cristino@portzamparc.fr
Nitin KHEDNAH <i>Vendeur institutionnel</i>	33 (0) 2 40 44 95 11 khednah@portzamparc.fr
Alexandre LE DROGOFF <i>Vendeur institutionnel</i>	33 (0) 2 40 44 95 48 ledrogoff@portzamparc.fr
Christophe CLEMENT <i>Vendeur institutionnel</i>	33 (0) 2 40 44 95 04 clement@portzamparc.fr
Franck JAUNET <i>Responsable Négociation, Sales trading</i>	33 (0) 2 40 44 95 26 jaunet@portzamparc.fr

Nantes : 13 rue de la Brasserie - BP 38629 - 44186 Nantes Cedex 4 - Tél 33 (0) 2 40 44 94 00

Paris : 16 rue de Hanovre - 75002 Paris - 33 (0) 1 40 17 50 08