

NOTE ÉTABLIE PAR LA SOCIÉTÉ



EN RÉPONSE

À L'OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT SIMPLIFIÉE VISANT LES ACTIONS DE WAGA ENERGY INITIÉE PAR

BOX BIDCO S.A.S



En application de l'article L. 621-8 du code monétaire et financier et de l'article 231-26 de son règlement général, l'Autorité des marchés financiers (l'« **AMF** ») a apposé le visa n°25-455 sur la présente note en réponse (la « **Note en Réponse** ») en date du 21 novembre 2025. Cette Note en Réponse a été établie par Waga Energy et engage la responsabilité de son signataire.

Le visa, conformément aux dispositions de l'article L. 621-8-1 du Code monétaire et financier, a été attribué après que l'AMF a vérifié « *si le document est complet et compréhensible, et si les informations qu'il contient sont cohérentes* ». Il n'implique ni approbation de l'opportunité de l'opération, ni authentification des éléments comptables et financiers présentés.

AVIS IMPORTANT

En application des articles 231-19 et 261-1 et suivants du règlement général de l'AMF, le rapport du cabinet Finexsi, représenté par M. Olivier Peronnet, agissant en qualité d'expert indépendant (l'« **Expert Indépendant** »), est inclus dans la Note en Réponse.

La Note en Réponse est disponible sur les sites internet de l'AMF (www.amf-france.org) et sur le site internet commun à Box BidCo et Waga Energy (www.eqt-waga-energy.com), et peut être obtenue sans frais au siège social de Waga Energy sis 5 avenue Raymond Chanas, 38320 Eybens, France.

Conformément à l'article 231-28 du règlement général de l'AMF, les informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de Waga Energy seront déposées auprès de l'AMF et mises à la disposition du public, selon les mêmes modalités, au plus tard la veille de l'ouverture de l'Offre.

Un communiqué sera diffusé, au plus tard la veille de l'ouverture de l'Offre, pour informer le public des modalités de mise à disposition de ces documents.

SOMMAIRE

1.	PRINCIPAUX TERMES DE L'OFFRE.....	1
1.1.	Présentation de l'Offre.....	1
1.2.	Contexte de l'Offre.....	3
1.2.1.	Motifs de l'Offre.....	3
1.2.2.	Présentation de l'Initiateur.....	6
1.3.	Caractéristiques de l'Offre.....	7
1.3.1.	Termes de l'Offre.....	7
1.3.2.	Ajustement des termes de l'Offre.....	7
1.3.3.	Complément de Prix.....	8
1.3.3.1.	<i>Périmètre des Projets Éligibles</i>	8
1.3.3.2.	<i>Montant et conditions de paiement du Complément de Prix</i>	10
1.3.3.3.	<i>Contrôles indépendants des Produits Nets ITC et du Complément de Prix</i>	11
1.3.3.4.	<i>Bénéficiaires du Complément de Prix</i>	12
1.3.3.5.	<i>Modalités de versement du Complément de Prix</i>	12
1.3.4.	Ajustement de Prix Potentiel.....	12
1.3.5.	Nombre et nature des titres visés par l'Offre.....	13
1.3.6.	Situation des bénéficiaires de BSPCE et/ou de Stock-Options.....	14
1.3.6.1.	<i>Situation des bénéficiaires de BSPCE</i>	14
1.3.6.2.	<i>Situation des bénéficiaires de Stock-Options</i>	17
1.3.7.	Intentions de l'Initiateur concernant la mise en oeuvre d'un retrait obligatoire et la sortie de la cotation de la Société à l'issue de l'Offre.....	19
1.3.8.	Dépôt et conformité de l'Offre.....	20
1.3.9.	Procédure d'apport à l'Offre.....	20
1.3.9.1.	<i>Procédure d'apport à l'Offre sur le marché</i>	21
1.3.9.2.	<i>Procédure d'apport à l'Offre semi-centralisée par Euronext Paris</i>	22
1.3.10.	Faculté pour l'Initiateur d'acquies des Actions pendant la durée de l'Offre.....	22
1.3.11.	Restrictions concernant l'Offre à l'étranger.....	22
1.3.12.	Calendrier indicatif de l'Offre.....	24
1.3.13.	Frais de courtage et rémunération des intermédiaires.....	25
2.	PROCÉDURE D'INFORMATION ET DE CONSULTATION DU COMITÉ SOCIAL ET ÉCONOMIQUE DE LA SOCIÉTÉ (CSE).....	25
3.	AVIS MOTIVÉ DU CONSEIL D'ADMINISTRATION.....	25
3.1.	Composition du conseil d'administration de la Société.....	25
3.2.	Avis motivé du conseil d'administration sur l'Offre.....	26
3.3.	Réunion complémentaire du conseil d'administration de la Société.....	33
4.	INTENTIONS DES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION ET INTENTIONS DE LA SOCIÉTÉ RELATIVE AUX ACTIONS AUTO-DÉTENUES.....	33
5.	ACCORDS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE SUR L'APPRÉCIATION OU L'ISSUE DE L'OFFRE.....	34
5.1.	Réinvestissement des Fondateurs et autres dirigeants.....	34
5.1.1.	Description du réinvestissement.....	34
5.1.2.	Description du Pacte d'Actionnaires Box TopCo.....	34

5.1.2.1.	Gouvernance de Box TopCo.....	34
5.1.2.2.	Transfert des actions de Box TopCo.....	35
5.2.	Liquidité des Fondateurs et des Cadres Clés.....	36
5.3.	Traité d'Apport.....	36
5.4.	Accord de Coopération à l'Offre.....	37
5.5.	Accords de liquidité relatifs aux BSPCE et aux Stock-Options.....	37
5.5.1.	Accords de liquidité relatifs aux BSPCE 2019, BSPCE 2021 and Stock-Options 2021.....	37
5.5.2.	Accords d'indemnisation relatifs aux BSPCE 2023 et Stock-Options 2023.....	38
5.5.3.	Accords de liquidité relatifs aux BSPCE 2024 et Stock-Options 2024.....	39
5.6.	Acquisitions des Actions Additionnelles.....	39
5.7.	Autres conventions dont l'Initiateur a connaissance.....	40
6.	ÉLÉMENTS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE EN CAS D'OFFRE PUBLIQUE.....	40
6.1.	Structure du capital de la Société.....	40
6.2.	Accords entre actionnaires dont la Société a connaissance pouvant entraîner des restrictions sur le transfert d'Actions ou à l'exercice des droits de vote.....	41
6.3.	Restrictions statutaires à l'exercice des droits de vote et aux transferts d'actions ou les clauses des conventions portées à la connaissance de la Société en application de l'article L. 233-11 du Code de commerce	41
6.3.1.	Restrictions aux transferts d'Actions.....	41
6.3.2.	Obligation de déclaration en matière de franchissements de seuils.....	41
6.3.3.	Droits de vote double.....	41
6.4.	Participations directes et indirectes au capital de la Société ayant fait l'objet d'une déclaration de franchissements de seuils ou d'une déclaration d'opération sur titres en application des articles L. 233-7 et L. 233-12 du Code de commerce.....	42
6.5.	Liste des détenteurs de titres de la Société comportant des droits de contrôle spéciaux et description de ceux-ci.....	43
6.6.	Mécanismes de contrôle prévus dans un éventuel système d'actionnariat du personnel, quand les droits de contrôle ne sont pas exercés par ce dernier.....	43
6.7.	Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du conseil d'administration ainsi qu'à la modification des statuts de la Société.....	43
6.7.1.	Nomination et remplacement des membres du Conseil d'administration.....	43
6.7.2.	Modification des statuts de la Société.....	44
6.8.	Pouvoirs du Conseil d'administration, en particulier en matière d'émission ou de rachat d'actions.....	44
6.9.	Accords conclus par la Société étant modifiés ou prenant fin en cas de changement de contrôle de la Société	50
6.10.	Accords prévoyant des indemnités pour les membres du Conseil d'administration, les dirigeants ou les salariés s'ils démissionnent ou sont licenciés sans cause réelle et sérieuse ou si leur emploi prend fin en raison d'une offre publique.....	50
7.	RAPPORT DE L'EXPERT INDÉPENDANT.....	50
8.	MODALITÉS DE MISE A DISPOSITION DES AUTRES INFORMATIONS RELATIVES A LA SOCIÉTÉ.....	51
9.	PERSONNE QUI ASSUME LA RESPONSABILITÉ DE LA NOTE EN RÉPONSE.....	51

1. PRINCIPAUX TERMES DE L'OFFRE

1.1. Présentation de l'Offre

En application du Titre III du Livre II, et plus particulièrement des dispositions des articles 233-1, 2° et 234-2 et suivants du règlement général de l'AMF, Box BidCo S.A.S., société par actions simplifiée de droit français au capital social de 427 444 551,70 euros, dont le siège social est situé au 162, boulevard Haussmann 75008 Paris, France, immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Paris sous le numéro 941 775 256 (« **Box BidCo** » ou l'« **Initiateur** »), offre de manière irrévocable aux actionnaires de Waga Energy S.A., société anonyme à conseil d'administration de droit français au capital de 256 767,06 euros, dont le siège social est situé au 5, avenue Raymond Chanas, 38320 Eybens, France, immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Grenoble sous le numéro 809 233 471 (« **Waga Energy** » ou la « **Société** », et ensemble avec ses filiales détenues directement ou indirectement, le « **Groupe** ») d'acquérir en numéraire, la totalité des actions de la Société qui sont admises aux négociations sur le compartiment B du marché réglementé d'Euronext Paris (« **Euronext Paris** ») sous le code ISIN FR0012532810, mnémonique « WAGA » (les « **Actions** ») qui ne seraient pas déjà détenues, directement ou indirectement, par l'Initiateur (sous réserve des exceptions ci-dessous) à la date de la Note en Réponse, au prix de 21,55 euros par Action (le « **Prix de l'Offre** »), lequel pourra être augmenté (i) d'un complément de prix pouvant aller jusqu'à 2,15 euros par Action dans les conditions décrites à la Section 1.3.3 (le « **Complément de Prix** ») et/ou (ii) d'un Ajustement de Prix Potentiel dans les conditions prévues à la Section 1.3.4, dans le cadre d'une offre publique d'achat simplifiée obligatoire dont les termes et conditions sont décrits ci-après (l'« **Offre** »), qui pourrait être suivie, si les conditions en sont réunies, d'une procédure de retrait obligatoire conformément aux dispositions des articles 237-1 à 237-10 du règlement général de l'AMF (le « **Retrait Obligatoire** »).

L'Offre résulte de la réalisation de l'Opération de Bloc (définie à la Section 1.2.1). Dans la mesure où l'Initiateur a franchi à la hausse le seuil de 30 % du capital social et des droits de vote de la Société à la suite de l'Opération de Bloc, l'Offre est obligatoire en application de l'article L. 433-3, I du Code monétaire et financier et de l'article 234-2 du règlement général de l'AMF.

Le 1^{er} octobre 2025, BNP Paribas et Rothschild & Co Martin Maurel, en qualité de banques présentatrices de l'Offre (ensemble, les « **Banques Présentatrices** »), ont déposé pour le compte de l'Initiateur le projet d'Offre ainsi qu'un projet de note d'information (le « **Projet de Note d'Information** ») auprès de l'AMF. Le même jour, la Société a déposé son projet de note en réponse (le « **Projet de Note en Réponse** ») auprès de l'AMF.

Dans le Projet de Note d'Information, l'Initiateur s'est réservé la faculté, à compter de la publication par l'AMF, conformément à l'article 231-14 du règlement général de l'AMF, des principales dispositions du projet d'Offre et jusqu'à l'ouverture de l'Offre, d'acquérir des Actions sur le marché ou hors marché, conformément aux articles 231-38 et 231-39 du règlement général de l'AMF et dans les limites visées à l'article 231-38 IV du règlement général de l'AMF.

A la connaissance de la Société, Box BidCo S.A.S a acquis hors marché 1 605 411 Actions (les « **Actions Additionnelles** ») durant cette période, tel que détaillé en Section 1.2.1. Les Actions Additionnelles ne sont donc plus visées par l'Offre.

A la date de la Note en Réponse et à la connaissance de la Société, Box BidCo détient, directement et par assimilation, 16 108 383 Actions, représentant environ 62,74 % du capital et 62,69 % des droits de vote théoriques de la Société¹, incluant 40 460 Actions auto-détenues par la Société (les « **Actions Auto-Détenues** ») assimilées aux Actions détenues par l'Initiateur conformément à l'article L. 233-9, I, 2° du Code de commerce.

¹ Sur la base du capital social de la Société au 10 novembre 2025 composé de 25 676 706 Actions représentant 25 696 879 droits de vote théoriques, conformément aux dispositions de l'article 223-11 du règlement général de l'AMF.

Conformément à l'article 231-6 du règlement général de l'AMF, l'Offre porte sur la totalité des Actions, existantes ou à émettre, non détenues, directement ou par assimilation, par l'Initiateur, soit les Actions autres que les Titres Exclus (tels que définis ci-après) :

- qui sont d'ores et déjà émises, soit, à la connaissance de la Société et à la date de la Note en Réponse, un maximum de 9 568 323 Actions ; et
- qui pourraient être émises avant la clôture de l'Offre (selon le calendrier indicatif figurant en Section 1.3.12) à la suite de l'exercice des BSPCE 2019, BSPCE 2021, Stock-Options 2021 et de la partie acquise des BSPCE 2023 et Stock-Options 2023² (tels que définis en Section 1.3.6) attribués par la Société (ensemble, les « **Titres Exerçables** ») et non couverts par les Accords de Liquidité 2019/2021 ou les Accords de Renonciation et d'Indemnisation 2023, correspondant, à la connaissance de la Société et à la date de la Note en Réponse, à un maximum de 324 497 Actions,

soit, à la connaissance de la Société et à la date de la Note en Réponse, un nombre maximum de 9 892 820 Actions visées par l'Offre.

Il est précisé que l'Offre ne vise pas :

- les Actions Auto-Détenues assimilées aux Actions détenues par l'Initiateur conformément à l'article L. 233-9, I, 2° du Code de commerce, soit, à la connaissance de la Société et à la date du Projet de Note en Réponse, 40 460 Actions ;
- les Titres Exerçables qui sont couverts par les Accords de Liquidité 2019/2021 ou les Accords de Renonciation et d'Indemnisation 2023, selon le cas, ainsi que toutes les Actions pouvant résulter de l'exercice de ces Titres Exerçables, soit, à la connaissance de la Société et à la date de la Note en Réponse, 1 016 128 Actions ; et
- les Actions pouvant résulter de l'exercice, lorsque cela sera possible au titre de leurs plans respectifs, de la partie non acquise à la date des présentes des BSPCE 2023 et des Stock-Options 2023, ainsi que des BSPCE 2024 et des Stock-Options 2024 (tels que définis en Section 1.3.6) (ensemble, les « **Titres Non Exerçables** »), qui sont couverts ou non par les Accords de Renonciation et d'Indemnisation 2023 ou les Accords de Liquidité 2024, selon le cas. A la connaissance de la Société et à la date de la Note en Réponse, 876 075 Actions pourraient résulter de l'exercice des Titres Non Exerçables, ces Actions étant légalement et techniquement indisponibles et ne pouvant pas être apportées à l'Offre,

soit, à la connaissance de la Société et à la date de la Note en Réponse, un nombre maximum de 1 932 663 Actions non visées par l'Offre (ensemble, les « **Titres Exclus** »).

Il n'existe pas d'autres titres de capital ou autres instruments financiers émis par la Société ou de droits conférés par la Société susceptibles de donner accès, immédiatement ou à terme, au capital social ou aux droits de vote de la Société, autres que les Actions existantes, les BSPCE et les Stock-Options décrits en Section 1.3.6.

L'Offre sera réalisée en application de la procédure simplifiée conformément aux dispositions des articles 233-1 et suivants du règlement général de l'AMF et sera suivie, si les conditions sont réunies, d'une procédure de retrait obligatoire en application des articles L. 433-4 II du Code monétaire et financier et 237-1 et suivants du règlement général de l'AMF.

² Il est précisé que les BSPCE et/ou Stock-Options 2023 sont « hors la monnaie » (leurs prix d'exercice respectifs étant supérieur au Prix de l'Offre).

L'Offre sera ouverte pour une période de quinze (15) Jours de Bourse³.

Conformément aux dispositions de l'article 231-13 du règlement général de l'AMF, l'Offre est présentée par les Banques Présentatrices, pour le compte de l'Initiateur. Seul BNP Paribas garantit le contenu et le caractère irrévocable des engagements pris par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre (y compris en ce qui concerne le Complément de Prix visé en Section 1.3.3 qui pourrait être versé en 2028 par l'Initiateur et l'Ajustement de Prix Potentiel décrit en Section 1.3.4), dont les caractéristiques sont décrites ci-après.

1.2. Contexte de l'Offre

1.2.1. Motifs de l'Offre

La Société a été fondée en 2015 et produit du Gaz Naturel Renouvelable (GNR ou biométhane) à un prix compétitif en valorisant le gaz des sites de stockage de déchets à l'aide d'une technologie de purification brevetée appelée WAGABOX®. En tant que premier producteur indépendant de biométhane en France, Waga Energy développe ses propres projets en interne et organise leur contractualisation et leur financement dans le cadre du processus de gestion de projet. Après la mise en service des sites, la Société exploite, surveille et gère les projets tout au long de leur durée de vie.

La Société a inauguré sa première unité WAGABOX® en 2017. Depuis lors, Waga Energy s'est imposée comme un acteur indépendant de référence dans le secteur mondial du GNR, avec 31 unités de production en France, en Espagne, au Canada et aux États-Unis, représentant une capacité installée de 5,1 millions de MMBtu (1,5 TWh) par an, et 19 unités de production de GNR en cours de construction dans le monde.

Le 27 octobre 2021, les actions de Waga Energy ont été admises aux négociations sur le marché réglementé d'Euronext Paris. Après avoir connu un développement soutenu de ses activités et de son portefeuille de projets renouvelables au cours des quatre (4) années précédentes, Waga Energy a poursuivi sa croissance en tenant compte du caractère capitalistique d'une activité de développement d'énergies renouvelables à grande échelle.

EQT a suivi de près le développement de Waga Energy. À l'issue d'une période de négociation et de d'audits, EQT a présenté une offre à certains actionnaires principaux de la Société, à la suite de laquelle l'acquisition envisagée d'une participation majoritaire par EQT a été annoncée le 6 juin 2025.

L'Initiateur considère Waga Energy comme un développeur et opérateur de grande qualité, et estime que la Société constituerait un ajout hautement stratégique au portefeuille existant d'investissements d'EQT liés à la transition énergétique. L'Initiateur estime être particulièrement compétent pour accompagner la Société dans la prochaine étape de sa croissance, tant sur le plan commercial que financier.

La croissance de Waga Energy repose sur une stratégie d'expansion géographique de son portefeuille de projets, notamment aux États-Unis.

M. Mathieu Lefebvre, M. Nicolas Paget et M. Guénaël Prince ont chacun été des fondateurs et investisseurs clés de Waga Energy depuis sa création, soutenant la croissance de la Société jusqu'à ce jour.

Depuis son introduction en bourse en octobre 2021, le chiffre d'affaires de Waga Energy a augmenté de 12,3 millions d'euros en 2021 à 55,7 millions d'euros en 2024, une progression en moyenne de +65 % par an et, à la fin de l'année 2024, la Société comptait 49 unités de production de GNR en exploitation ou en construction en Europe et en Amérique du Nord. Son portefeuille commercial représente une capacité installée de 16,8 TWh par an au 30 avril 2025 (+40 % sur un an), confirmant une forte

³ « Jour de Bourse » aux fins des présentes, désigne un jour de négociation sur Euronext Paris.

dynamique commerciale sur ses marchés prioritaires.

Dans son dernier communiqué de presse relatif à ses résultats du premier semestre 2025, la Société a confirmé son objectif d'atteindre l'équilibre de l'EBITDA au cours de l'année 2025, après avoir enregistré un EBITDA pour le premier semestre 2025 de (0,2 millions) d'euros, contre un EBITDA de (2,6 millions) d'euros en 2024, tout en continuant à réduire sa perte d'exploitation, qui s'établissait à (6,8 millions) d'euros pour le premier semestre 2025, contre (13 millions) d'euros en 2024.

La forte croissance du chiffre d'affaires continue d'être soutenue par une augmentation significative des projets et des dépenses d'investissement, qui sont passées de 49,2 millions d'euros en 2023 à 61,5 millions d'euros en 2024 (à comparer à un chiffre d'affaires de 55,7 millions d'euros en 2024).

Afin de soutenir cette stratégie de croissance et d'expansion internationale, la Société a réalisé une augmentation de capital en mars 2024 au prix de souscription de 13,20 euros par action, levant ainsi 52 millions d'euros. Cette opération, menée dans un contexte d'accélération marquée de la croissance, notamment en Amérique du Nord, a permis à la Société de financer la part en fonds propres de nouveaux investissements ainsi que la préfabrication et la fabrication des unités WAGABOX®.

Pour poursuivre sa croissance et concrétiser une partie de son portefeuille commercial sur ses marchés clés, tels que l'Amérique du Nord, Waga Energy devrait fournir des capitaux additionnels importants à un rythme soutenu. Dans ce contexte, EQT est apparu aux Actionnaires Cédants (tel que ce terme est défini ci-après) comme un actionnaire majoritaire approprié, bénéficiant d'une expérience significative dans l'investissement lié à la transition énergétique, d'une capacité opérationnelle internationale et d'une approche industrielle pertinente, ainsi que de la capacité à fournir les capitaux d'envergure nécessaires pour soutenir la prochaine phase de développement de la Société, pour lesquels l'objectif actuel de recourir uniquement à des financements non dilutifs pourrait s'avérer trop ambitieux à moyen terme, notamment compte tenu des tendances actuelles des marchés de capitaux propres pour les petites et moyennes capitalisations boursières.

L'Initiateur a exprimé son soutien à l'équipe de direction de la Société et son ambition de poursuivre le déploiement de projets à grande échelle, et se réjouit de s'associer à la croissance de l'entreprise pour répondre à la demande croissante d'énergie propre à l'échelle mondiale et améliorer l'impact de Waga Energy dans la lutte contre le changement climatique.

Le 5 juin 2025 (la « **Date de la Promesse d'Achat** »), l'Initiateur et sa société mère Box TopCo ont conclu une promesse d'achat avec Mathieu Lefebvre, Guénaël Prince, Nicolas Paget (ensemble, les « **Fondateurs** »), Holweb S.A.S. ⁴ (« **Holweb** ») et les actionnaires historiques Starquest Capital, Tertium Invest, Noria Invest, Swen Impact Fund for Transition et ALIAD (ensemble avec les Fondateurs et Holweb, les « **Actionnaires Cédants** ») en vue d'acquérir 14 462 512 actions représentant environ 56,33 % du capital social et 53,11 % des droits de vote théoriques de la Société⁵ au Prix de l'Offre par Action (soit 21,55 euros par Action), ce montant pouvant être augmenté du Complément de Prix décrit en Section 1.3.3, et/ou de l'Ajustement de Prix Potentiel décrit en Section 1.3.4.

Le Comité Social et Economique de la Société a été consulté, conformément aux dispositions des articles L. 2312-8 et suivants du Code du travail, sur l'Opération de Bloc et l'Offre et a émis un avis favorable le 17 juin 2025.

Le 24 juin 2025, à l'issue de la procédure d'information et de consultation du comité social et économique de la Société et de l'exercice de la promesse d'achat par les Actionnaires Cédants, l'Initiateur, en qualité d'acquéreur, et Box TopCo ont conclu un contrat d'acquisition d'actions (*share purchase agreement*) (le « **SPA** ») avec les Actionnaires Cédants, en vue d'acquérir 10 569 531 Actions

⁴ Société holding des Fondateurs, une société par actions simplifiée de droit français dont le siège social est situé au 293, chemin de Pré Barau 38330 Saint-Nazaire-les-Eymes (France) et immatriculée sous le numéro 851 803 981 R.C.S. Grenoble.

⁵ Sur la base du capital social de la Société au 17 septembre 2025 composé de 25 676 606 Actions représentant 27 232 775 droits de vote théoriques, conformément aux dispositions de l'article 223-11 du règlement général de l'AMF.

représentant environ 41,16 % du capital social de la Société (l'« **Acquisition de Bloc** »), au Prix de l'Offre par Action (soit 21,55 euros par Action) ce montant pouvant être augmenté (i) du Complément de Prix pouvant aller jusqu'à 2,15 euros par Action dans les conditions décrites à la Section 1.3.3, et/ou (ii) d'un Ajustement de Prix Potentiel dans les conditions décrites à la Section 1.3.4. Par ailleurs, il a également été convenu que 3 892 981 Actions détenues par les Fondateurs et Holweb, représentant environ 15,16 % du capital social de la Société, seront apportées concomitamment à l'Initiateur ou à Box TopCo, selon le cas, comme indiqué à la Section 5.3 (les « **Apports** » et, ensemble avec l'Acquisition de Bloc, l'« **Opération de Bloc** »).

Le 15 septembre 2025, le SPA a été amendé afin notamment d'autoriser certaines donations d'Actions effectués par Mathieu Lefebvre et Nicolas Paget au bénéfice de leurs enfants, de sorte que ces derniers soient considérés comme des Actionnaires Cédants au titre du SPA et soient ainsi tenus de transférer les Actions données à l'Initiateur lors de la réalisation de l'Opération de Bloc.

L'Opération de Bloc a été réalisée le 17 septembre 2025 après la réalisation des conditions suspensives prévues par le SPA (voir les autorisations réglementaires décrites à la Section 1.1.6 de la note d'information de l'Initiateur, la « **Note d'Information** ») et conformément aux termes et conditions du SPA. Suite à l'Opération de Bloc, l'Initiateur détenait, directement et par assimilation⁶, 14 502 972 Actions et droits de vote théoriques de la Société (représentant environ 56,48 % du capital social et 53,26 % des droits de vote théoriques de la Société⁷).

À l'issue de l'Opération de Bloc, l'Initiateur a franchi à la hausse les seuils de 30 % du capital social et des droits de vote de la Société et a été tenu de déposer l'Offre conformément à l'article L. 433-3, I du Code monétaire et financier et à l'article 234-2 du règlement général de l'AMF. L'Initiateur a procédé au dépôt auprès de l'AMF de l'Offre et du Projet de Note d'Information le 1^{er} octobre 2025 et la Société a déposé le Projet de Note en Réponse le même jour.

Dans le Projet de Note d'Information, l'Initiateur s'est réservé la faculté, à compter de la publication par l'AMF, conformément à l'article 231-14 du règlement général de l'AMF, des principales dispositions du projet d'Offre et jusqu'à l'ouverture de l'Offre, d'acquérir des Actions sur le marché ou hors marché, conformément aux articles 231-38 et 231-39 du règlement général de l'AMF et dans les limites visées à l'article 231-38 IV du règlement général de l'AMF.

Après publication par l'AMF de l'avis de dépôt du projet d'Offre le 2 octobre 2025 (avis AMF n°225C1666) et à la connaissance de la Société, l'Initiateur a acquis, conformément aux articles 231-38 et 231-39 du règlement général de l'AMF, hors marché 1 605 411 Actions Additionnelles aux mêmes termes et conditions que les Actions acquises auprès des Actionnaires Cédants dans le cadre de l'Acquisition de Bloc, à savoir au Prix de l'Offre et augmenté du Complément de Prix décrit en Section 1.3.3 et, le cas échéant, de l'Ajustement de Prix Potentiel décrit en Section 1.3.4, telles que visées dans le rapport de l'Expert Indépendant figurant en Annexe 1 de la Note en Réponse et détaillées ci-après :

Date de l'acquisition	Identité du cédant	Nombre d'Actions Additionnelles	Prix par Action Additionnelle (€)	Numéro de l'avis AMF et date
Acquisition du 7 octobre 2025	Vol-V Impulsion	75.757	21,55 €	225C1712 9 octobre 2025
Acquisition du 9 octobre 2025	Les Saules	1.529.654	21,55 €	225C1728 10 octobre 2025

Il est indiqué dans la Note d'Information de l'Initiateur que l'acquisition des Actions Additionnelles s'inscrit dans un contexte se rattachant à l'Acquisition de Bloc, (i) Vol-V Impulsion étant un affilié de

⁶ Incluant 40 460 Actions Auto-Détenues assimilées aux Actions détenues par l'Initiateur conformément à l'article L. 233-9, I, 2° du Code de commerce.

⁷ Sur la base du capital social de la Société au 17 septembre 2025 composé de 25 676 606 Actions représentant 27 232 775 droits de vote théoriques, conformément aux dispositions de l'article 223-11 du règlement général de l'AMF.

Starquest Capital, Actionnaire Cédant, de sorte que ses 75 757 Actions Additionnelles cédées à Box BidCo auraient dû être cédées à Box BidCo dans le cadre de l'Acquisition de Bloc, et (ii) Les Saules étant un actionnaire historique (présent au capital de la Société préalablement à son introduction en bourse) qui était jusqu'à récemment représenté au sein du conseil d'administration de la Société.

En conséquence de l'acquisition des Actions Additionnelles, l'Initiateur détient ainsi, à la date de la Note en Réponse et à la connaissance de la Société, directement et par assimilation, 16 108 383 Actions, représentant environ 62,74 % du capital et 62,69 % des droits de vote théoriques de la Société⁸, incluant 40 460 Actions Auto-Détenues par la Société assimilées aux Actions détenues par l'Initiateur conformément à l'article L. 233-9, I, 2° du Code de commerce.

1.2.2. Présentation de l'Initiateur

Box BidCo est un véhicule dédié de droit français constitué aux fins de l'Offre dont le capital social est directement détenu à 100 % par Box TopCo S.A.S⁹ (« **Box TopCo** »), elle-même indirectement contrôlée par EQT Fund Management S.à r.l¹⁰, agissant en qualité de gérant d'EQT Transition Infrastructure S.à r.l. SICAF-RAIF et de ses affiliés (« **EQT Transition Infrastructure** »).

EQT Fund Management S.à r.l est une filiale entièrement détenue par EQT AB, une société suédoise cotée au Nasdaq Stockholm depuis 2019, où elle figure parmi les plus importantes capitalisations boursières, avec une capitalisation d'environ 38,12 milliards d'euros au 15 octobre 2025.

A la date de la Note en Réponse et à la connaissance de la Société, le capital social de Box TopCo est réparti comme suit :

Associés	Répartition du capital social et des droits de vote (sur une base pleinement diluée)		
	Actions ordinaires « AO 1 »	Actions ordinaires « AO 2 »	Pourcentage du capital et des droits de vote
Mathieu Lefebvre	1 070 359	61 872	5,71 %
Nicolas Paget	872 729	61 872	4,71 %
Guénael Prince	843 098	61 872	4,56 %
Holweb	921 179	-	4,64 %
EQT Box TopCo S.à r.l	15 948 529	-	80,38 %
Total	19 655 894	185,616	100,00 %

EQT Transition Infrastructure déploie une stratégie d'investissement au sein de la plateforme Infrastructure du groupe de capital-investissement de premier plan EQT (désignant les fonds EQT existants ou leurs fonds successeurs conseillés directement ou indirectement par le groupe EQT AB, ensemble, selon le contexte, « **EQT** »), représentant 77 milliards d'euros¹¹, axée sur le développement d'entreprises qui contribuent à promouvoir des solutions énergétiques nouvelles, performantes et économiquement viables.

⁸ Sur la base du capital social de la Société au 10 novembre 2025 composé de 25 676 706 Actions représentant 25 696 879 droits de vote théoriques, conformément aux dispositions de l'article 223-11 du règlement général de l'AMF.

⁹ Une société par actions simplifiée de droit français dont le siège social est situé au 162, boulevard Haussmann 75008 Paris (France) et immatriculée sous le numéro 942 317 884 R.C.S. Paris.

¹⁰ EQT Fund Management S.à r.l est une société à responsabilité limitée de droit luxembourgeois dont le siège social est situé au 51A, Boulevard Royal, L-2449 Luxembourg, Grand-Duché de Luxembourg, et immatriculée au Registre de Commerce et des Sociétés, Luxembourg sous le numéro B167.972, agissant en qualité de gérant des différents véhicules d'investissement composant le fonds dénommé EQT Infrastructure Transition Fund, y compris EQT Transition Infrastructure S.à r.l. SICAF-RAIF, une société à responsabilité limitée de droit luxembourgeois dont le siège social est situé au 51A, Boulevard Royal, L-2449 Luxembourg, immatriculée au Registre de Commerce et des Sociétés, Luxembourg sous le numéro B 285.050.

¹¹ Total des actifs sous gestion à la date de juin 2025.

Plus généralement, EQT est une entreprise d'investissement mondiale, avec 267 milliards d'euros d'actifs totaux sous gestion (dont 139 milliards d'euros d'actifs sous gestion générant des commissions) au 30 septembre 2025, répartis en deux segments d'activité : Private Capital et Real Assets. EQT détient des sociétés et des actifs en portefeuille en Europe, en Asie-Pacifique et sur le continent américain, et les accompagne dans la réalisation d'une croissance durable, de l'excellence opérationnelle et d'une position de leader sur leur marché.

1.3. Caractéristiques de l'Offre

1.3.1. Termes de l'Offre

Conformément aux articles 231-13 et 231-18 du règlement général de l'AMF, le projet d'Offre a été déposé le 1^{er} octobre 2025 auprès de l'AMF par les Banques Présentatrices, agissant au nom et pour le compte de l'Initiateur. Un avis de dépôt a été publié par l'AMF sur son site internet (www.amf-france.org).

Conformément aux articles 233-1 et suivants du règlement général de l'AMF, l'Offre sera mise en œuvre selon la procédure simplifiée d'offre publique d'achat. L'attention des actionnaires est attirée sur le fait que, l'Offre étant réalisée selon la procédure simplifiée, elle ne sera pas réouverte à l'issue de la publication du résultat de l'Offre.

Dans ce cadre, l'Initiateur s'engage irrévocablement auprès des actionnaires de la Société à acquérir la totalité des Actions qui seront apportées à l'Offre pendant une période de quinze (15) Jours de Bourse au Prix de l'Offre, soit vingt-et-un euros et cinquante-cinq centimes (21,55 euros).

Il est précisé que le Prix de l'Offre pourra être augmenté (i) du Complément de Prix pour un montant pouvant aller jusqu'à 2,15 euros par Action dans les conditions prévues à la Section 1.3.3 et/ou (ii) de l'Ajustement de Prix Potentiel dans les conditions prévues à la Section 1.3.4.

BNP Paribas, en qualité de banque garante, garantit la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre (y compris en ce qui concerne le Complément de Prix visé à la Section 1.3.3 qui pourrait être versé en 2028 par l'Initiateur), conformément à l'article 231-13 du règlement général de l'AMF.

1.3.2. Ajustement des termes de l'Offre

Il est précisé à tous égards que le Prix de l'Offre par Action a été déterminé sur la base de l'hypothèse qu'aucune distribution (dividende, acompte sur dividende ou autre) ne sera décidée avant la clôture de l'Offre.

Dans l'hypothèse où, entre la date de la Note en Réponse et la date de règlement-livraison de l'Offre (inclue), la Société procéderait sous quelque forme que ce soit à (i) la distribution d'un dividende, d'un acompte sur dividende, d'une réserve, d'une prime ou de toute autre distribution (en numéraire ou en nature), ou (ii) au remboursement ou à la réduction de son capital social et dans les deux cas, la date de détachement ou la date de référence à laquelle il est nécessaire d'être actionnaire pour bénéficier de la distribution est fixée avant la date de règlement-livraison de l'Offre, le Prix de l'Offre par Action serait ajusté mécaniquement pour tenir compte de cette opération, étant précisé qu'une telle opération n'aura aucun impact sur le mécanisme de Complément de Prix visé à la Section 1.3.3 ni sur l'Ajustement de Prix Potentiel décrit à la Section 1.3.4.

Tout ajustement des termes de l'Offre fera l'objet d'un communiqué de presse, lequel sera soumis à l'approbation préalable de l'AMF.

1.3.3. Complément de Prix

Le Prix de l'Offre pourra être augmenté d'un Complément de Prix d'un montant maximum de 2,15 euros par Action, en fonction du montant total des crédits d'impôt d'investissement fédéraux américains portant sur les Projets Eligibles développés par le Groupe aux Etats-Unis d'Amérique (les « **ITC** ») qui pourraient être monétisés par le Groupe d'ici au 30 juin 2028. Il est précisé que le montant maximum du Complément de Prix a été fixé en se fondant sur l'expérience opérationnelle du Groupe (dont notamment les délais de mise en service d'une Wagabox® à partir de la date de signature des Contrats d'Exploitation de Gaz comme indiqué ci-dessous en Section 1.3.3.1) de telle sorte à prendre en compte le montant maximum des ITC susceptibles d'être monétisés par le Groupe et ainsi de permettre aux actionnaires de la Société de bénéficier de l'intégralité du Produit Net ITC (tel que ce terme est défini ci-après) auquel les Projets Eligibles pourraient donner droit.

Le Groupe développe en effet de nombreux projets de GNR aux Etats-Unis d'Amérique, dont une partie est susceptible d'être éligible à des ITC lors de leur mise en service lorsque notamment leur construction a été lancée avant le 1^{er} janvier 2025 et qu'ils ont par la suite fait l'objet de progrès ininterrompus (les « **Projets Éligibles** »).

Les ITC peuvent être (i) imputés sur le résultat fiscal des sociétés concernées développant de tels projets ou (ii) cédés à des contribuables tiers susceptibles de les imputer eux-mêmes sur leurs résultats fiscaux, cette deuxième option étant celle privilégiée par le Groupe en l'absence de résultat imposable aux Etats-Unis qui lui permettraient de déduire les ITC. Il en résulte que le prix de cession des ITC sur les Projets Eligibles servira de base de calcul du Complément de Prix, dans les conditions définies ci-après.

Le Complément de Prix, dont le montant sera déterminé par la Société ainsi que revu et confirmé par un expert indépendant conformément à la procédure prévue en Section 1.3.3.3, décrit ci-après, permettra aux Cédants Eligibles (en ce compris ceux apportant leurs Actions à l'Offre semi-centralisée) de proportionnellement bénéficier de l'avantage résultant de la monétisation de ces ITC par le Groupe dans un délai inférieur à trois (3) ans suivant le dépôt de l'Offre (cette période ayant été calibrée afin de permettre la captation de la valeur maximale des ITC attendue par le Groupe au regard de leur calendrier de développement).

1.3.3.1. *Périmètre des Projets Éligibles*

Le développement des projets s'articule autour de plusieurs étapes, dont les principales sont les suivantes :

- (i) signature avec des opérateurs de décharges d'accords d'exploitation de gaz émis par leurs sites (les « **Contrats d'Exploitation de Gaz** ») ;
- (ii) fabrication d'unités Wagabox® standards dans les usines des sous-traitants de Waga Energy, étant précisé que compte-tenu du *pipeline* commercial potentiel aux Etats-Unis, Waga Energy a démarré la fabrication de sept (7) unités Wagabox® avant d'avoir signé des Contrats d'Exploitation de Gaz, et ce afin d'accélérer la date de mise en service de ces Wagabox® (par rapport à la situation où la fabrication d'unités Wagabox® ne démarrerait que postérieurement à la signature d'un Contrat d'Exploitation de Gaz) ;
- (iii) signature de contrats de vente de biométhane ;
- (iv) signature d'accords d'interconnexion aux réseaux de gaz ; et
- (v) obtention des autorisations et permis nécessaires à la construction sur site et l'exploitation des Wagabox®.

Il est précisé que les étapes iv) et v) ci-dessus ne peuvent débiter qu'après la signature d'un Contrat d'Exploitation de Gaz.

A la date de la Note en Réponse, la Société estime le nombre total de Projets Éligibles aux Etats-Unis à vingt (20), étant précisé qu'il s'agit d'un nombre qui n'est pas susceptible d'augmenter puisque l'éligibilité à l'ITC des projets de GNR aux Etats-Unis d'Amérique requiert que la fabrication d'unités Wagabox® ait été lancée avant le 1^{er} janvier 2025 (la réglementation ayant évolué depuis lors, les unités Wagabox® dont la fabrication a débuté postérieurement au 1^{er} janvier 2025 ne bénéficient pas du mécanisme des ITC). Parmi ces vingt (20) Projets Éligibles, La Société a déjà signé des Contrats d'Exploitation de Gaz pour les treize (13) Projets Éligibles suivants :

Ville	Client
Bath (New-York)	Steuben County (NY)
Chemung (New-York)	Casella Waste Systems
Hyland (New-York)	Casella Waste Systems
McKean (Pennsylvanie)	Casella Waste Systems
Davenport (Iowa)	Waste Commission of Scott County
Narvon (Pennsylvanie)	Chester County Solid Waste Authority
Greensburg (Indiana)	Decatur Hills Landfill
Madison (Caroline du Nord)	Rockingham County
Beaumont (Texas)	OCI Global
Wheatland (Californie)	Recology - G2 Energy
Vacaville (Californie)	Recology - G2 Energy
West Grove (Pennsylvanie)	South Eastern Chester County Refuse Authority
Bakersfield (Californie)	Kern County

En pratique, cela signifie que (i) pour les treize (13) Projets Éligibles mentionnés ci-dessus, Waga Energy est déjà en mesure d'avancer sur les autres étapes nécessaires à la mise en service des Wagabox® et que (ii) pour les sept (7) Wagabox® destinées au marché américain dont la fabrication a démarré en 2024 et s'est poursuivie en 2025 (dont on ne sait à date à quel projet aux Etats-Unis celles-ci seront affectées) dans la perspective de signer des Contrats d'Exploitation de Gaz avec des opérateurs de décharges pour lesquels la Société ne sera en mesure d'avancer sur la plupart des étapes, notamment celles mentionnées aux points iv) et v) ci-dessus, que postérieurement à la signature de ces Contrats d'Exploitation de Gaz.

Le fait générateur d'une créance d'impôts « ITC » est la mise en service des Wagabox®. Dans la mesure où le délai de mise en service d'une Wagabox®, à compter de la date de signature des Contrats d'Exploitation de Gaz, est d'environ douze (12) à vingt-quatre (24) mois, la probabilité d'une monétisation des ITC avant le 30 juin 2028 (date butoir pour la monétisation des ITC pour être éligible au Complément de Prix) pour les treize (13) Projets Éligibles mentionnés ci-dessus est supérieure à celle des sept (7) Projets Eligibles (pour lesquels la Société n'a pas encore signé de Contrats d'Exploitation de Gaz) mais demeure néanmoins raisonnablement vraisemblable.

Il est précisé à toutes fins utiles, que les intérêts de la Société et de l'Initiateur convergent vers un objectif commun à savoir, la mise en service le plus rapidement possible des vingt (20) Projets Éligibles et par conséquent, la maximisation des ITC avant le 30 juin 2028, dans la mesure où (i) la mise en service des projets conditionne la génération de revenus issus de la vente de biométhane et qu'un décalage dans le temps de ces flux aurait un effet négatif sur le rendement de ces contrats et (ii) la Société est commercialement tenue par des délais au titre des Contrats d'Exploitation de Gaz et des contrats de vente de biométhane et pourrait, au titre de la plupart des contrats, encourir des pénalités de retard. Il est en outre rappelé que les Fondateurs, qui sont par ailleurs dirigeants du Groupe, bénéficient également

du Complément de Prix au même titre que les autres actionnaires minoritaires apportant leurs actions à l'Offre semi-centralisée par Euronext Paris comme indiqué en Section 1.3.3.4.

Depuis le dépôt du Projet de Note d'Information, et conformément au communiqué de presse diffusé par la Société le 20 octobre 2025, la Société a réalisé le 14 octobre 2025, aux termes d'un premier contrat dit « *Tax Credit Transfer Agreement* » conclu le même jour, la cession à un tiers des ITC relatifs à un des Projets Eligibles situé dans le comté de Steuben aux États-Unis d'Amérique, dont le Produit Net ITC est estimé à date à environ 3,8 millions USD (le « **Premier Projet Eligible Concrétisé** »). Il résulte de cette première monétisation d'ITC que :

- le fait générateur d'une partie du Complément de Prix a d'ores-et-déjà été concrétisé ; et
- la quote-part correspondante du Complément de Prix sera payée aux Cédants Eligibles d'ici le 30 septembre 2028, conformément aux modalités décrite ci-après. Il est toutefois précisé que :
 - cette quote-part du Complément de Prix ne peut être définitivement déterminée à la date de la Note en Réponse compte tenu des modalités de calcul et de détermination finale du Complément de Prix exposées en Section 1.3.3.2 (*i.e.* en raison (i) de la déduction de l'ensemble des Frais Eligibles y afférents permettant de calculer le Produit Net ITC, dont le montant définitif n'est pas encore connu, (ii) du taux de change USD/EUR applicable qui ne sera connu qu'en 2028 (voir Section 1.3.3.2 ci-dessous), et (iii) du processus de revue et de validation du Complément de Prix par l'expert indépendant) ; et
 - à titre purement illustratif, dans le cas où le montant définitif du Produit Net ITC sur le Premier Projet Eligible Concrétisé serait de 3,8 millions USD, et sur la base d'un taux de change indicatif de USD/EUR de 1,15 au 19 novembre 2025, la quote-part estimative du Complément de Prix par action en résultant serait de 0,12 euro ; ce montant constituant à la date de la Note d'Information une simple estimation fournie à des fins exclusivement indicatives sur la base du montant maximal potentiel du Produit Net ITC ; la quote-part effective du Complément de Prix en résultant sera déterminée conformément à la présente Section 1.3.3 et pourra donc ultimement s'avérer inférieure ou supérieure à ce montant.

Compte tenu des critères du Complément de Prix, il n'existe aucune certitude qu'un Complément de Prix supérieur à la quote-part afférente au Premier Projet Eligible Concrétisé sera versé et aucune certitude quant au montant qui sera effectivement payé.

1.3.3.2. Montant et conditions de paiement du Complément de Prix

Le Complément de Prix, qui sera plafonné en toutes circonstances à un montant maximum de 2,15 euros par Action, sera calculé comme suit :

- produit net total résultant de la cession, au plus tard le 30 juin 2028, à des contribuables tiers d'ITC auxquels le Groupe pourrait être éligible lors de la mise en service de Projets Eligibles, après :
 - (i) déduction des dépenses, frais et coûts raisonnables éligibles et directement liés à l'obtention ou à la monétisation des ITC en lien avec les Projets Eligibles, ce qui comprend :
 - la décote de monétisation exigée par l'acheteur des ITC (afin qu'il ait un intérêt financier à réaliser la transaction) ;
 - les frais de courtage éventuels relatifs à la vente des ITC ;
 - les primes d'assurances relatives à la police à mettre à disposition pour couvrir l'acheteur d'ITC du risque d'une éventuelle remise en cause de l'ITC ;

- les frais de conseils et intervenants tiers impliqués dans le processus de monétisation autres que les frais de courtage et primes d'assurances mentionnés ci-dessus, soit les frais de conseil juridique et fiscal et les frais d'expertise pour l'établissement d'un état des dépenses engagées par Projet Éligible ;
- les éventuels frais ou commissions liées à la mise en place d'une garantie bancaire (lorsqu'une telle garantie bancaire est nécessaire) au profit de l'acheteur d'ITC ; et
- les partages éventuels de valeur avec les opérateurs des décharges en vertu des Contrats d'Exploitation de Gaz et tous autres frais externes que le Groupe aurait à engager qui seraient directement liés à la monétisation des ITC,

(ensemble les « **Frais Éligibles** »), étant précisé à cet égard qu'aucun frais administratif ou équivalent ne sera prélevé par la Société ou par l'Initiateur pour les besoins du calcul des Produits Net ITC ; et

- (ii) application d'une moyenne du taux de change USD/EUR entre le 14 octobre 2025 (date du Premier Projet Éligible Concrétisé) et le 30 juin 2028,

les « **Produits Nets ITC** » ;

- divisé par 27 405 771 Actions, étant précisé que ce nombre inclut 654 600 Actions pouvant résulter de l'exercice des 660 400 BSPCE et/ou Stock-Options 2024 qui étaient en circulation à la date du SPA (soit le 24 juin 2025), et sera donc réduit du nombre de BSPCE et/ou Stock-Options 2024 qui auraient été annulés ou qui seraient caducs au plus tard le 30 juin 2028.

La qualification de Projets Éligibles, ainsi que le montant des ITC pouvant être revendiqués par le Groupe, résultent de critères objectifs, spécifiques, externes et mesurables clairement énoncés dans l'*Inflation Reduction Act* adopté en 2022 aux États-Unis, étant toutefois précisé qu'à la date de la Note en Réponse, ni le nombre définitif de Projets Éligibles qui donneront effectivement lieu au paiement de l'ITC, ni les Produits Nets ITC finaux ne peuvent être déterminés par le Groupe ou par l'Initiateur. Lesdits Produits Nets ITC pour chaque Projet Éligible dépendent également de divers facteurs tels que le processus de documentation auprès des autorités fiscales américaines, la capacité du Groupe à obtenir une police d'assurance (constituant une condition essentielle afin de garantir le Groupe contre tout coût ou passif résiduel – voir *supra*), ainsi que le montant définitifs des Frais Éligibles déduits du produit brut des ITC attribuable à la Société permettant de déterminer les Produits Nets ITC.

1.3.3.3. Contrôles indépendants des Produits Nets ITC et du Complément de Prix

Un certificat établi par les commissaires aux comptes de la Société sera transmis chaque année à Finexsi, lequel certificat confirmera le montant des Produits Nets ITC, et précisera que (i) le calcul des Produits Nets ITC est conforme à la définition qui en est donnée dans la Note en Réponse, et (ii) les ITC ont bien été monétisés par le Groupe conformément à la réglementation applicable, au cours de l'exercice comptable concerné. La Société mettra en ligne sur son site Internet au plus tard le 31 mai de chaque année concernée (soit au plus tard les 31 mai 2026, 31 mai 2027 et 31 mai 2028) un état des Produits Net ITC. Par ailleurs, la Société établira en juillet 2028 une notice détaillant le montant du Produit Net ITC perçu sur l'ensemble de la période (soit entre le 17 juin 2025¹² et le 30 juin 2028).

Finexsi (qui a été désigné par la Société pour évaluer le caractère équitable des conditions financières de l'Offre, y compris, pour éviter toute ambiguïté, le Complément de Prix) a également déjà été désigné en qualité d'expert chargé de revoir et de confirmer (i) les états annuels des Produits Net ITC et (ii) la notice définitive. En cas de désaccord de Finexsi sur cette notice, la valorisation du Produit Net ITC et

¹² Date à laquelle les Actionnaires Cédants ont exercé leur promesse d'achat relative à l'Opération de Bloc.

du Complément de Prix par Finexsi sera définitive et s'imposera aux parties prenantes (en ce compris la Société et l'Initiateur) sans possibilité de recours.

1.3.3.4. Bénéficiaires du Complément de Prix

Le Complément de Prix sera versé aux Actionnaires Cédants, aux Fondateurs et aux actionnaires ayant cédé les Actions Additionnelles, ainsi qu'à tout actionnaire de la Société ayant apporté ses Actions à l'Offre semi-centralisée ou, le cas échéant, dont les Actions auraient fait l'objet de la procédure de Retrait Obligatoire, au plus tard le 30 septembre 2028 (les « **Cédants Éligibles** »).

Il est précisé que les actionnaires qui apporteraient leurs Actions à l'Offre par le biais d'une cession sur le marché ne bénéficieront pas du droit au Complément de Prix.

1.3.3.5. Modalités de versement du Complément de Prix

L'Initiateur informera les Cédants Éligibles du montant du Complément de Prix au moyen d'une notification financière (l'« **Avis Financier** ») publié sur le site internet de la Société (<https://waga-energy.com/fr/>).

L'Avis Financier indiquera la date à laquelle le Complément de Prix par Action sera versé par Uptevia aux Cédants Éligibles.

Dans les dix (10) jours ouvrés suivant la publication de l'Avis Financier, Uptevia notifiera aux intermédiaires financiers teneurs de compte des Cédants Éligibles, par voie de circulaire, le paiement du Complément de Prix par Action ainsi que les modalités du processus de paiement.

Uptevia, agissant pour le compte de l'Initiateur, versera le montant correspondant du Complément de Prix aux intermédiaires financiers teneurs de compte des Cédants Éligibles à la date de paiement indiquée dans l'Avis Financier, conformément aux modalités précisées dans la circulaire susmentionnée.

Uptevia conservera les fonds non attribués correspondant aux montants non réclamés par les Cédants Éligibles et tiendra ces fonds à la disposition de ces derniers et de leurs ayants droit pendant une période de dix (10) ans à compter de la date de paiement du Complément de Prix par Action aux Cédants Éligibles.

À l'expiration de cette période, les fonds non réclamés restants seront transférés à la Caisse des Dépôts et Consignations.

Ces fonds resteront disponibles pour les Cédants Éligibles concernés et leurs ayants droit, sous réserve du délai de prescription trentenaire au bénéfice de l'État français.

Ces fonds ne porteront pas intérêt.

En cas de changement de domiciliation bancaire, le montant du Complément de Prix, admis à la circulation, pourra être transféré d'une banque à une autre, à la demande du titulaire du compte auprès de sa banque.

1.3.4. Ajustement de Prix Potentiel

Conformément aux termes du SPA, les Actionnaires Cédants ont droit à un paiement en numéraire supplémentaire en plus du Prix de l'Offre si, pendant la période commençant à la date de conclusion du SPA (soit le 24 juin 2025) et expirant à la date tombant douze (12) mois après la première des dates suivantes :

- (a) la date de la décision de conformité de l'AMF relative à l'Offre, et

(b) la date tombant trente (30) jours calendaires après la date de dépôt de l'Offre,

l'Initiateur offre à l'ensemble des actionnaires concernés de la Société (autres que les Actionnaires Cédants), dans le cadre :

- i. de l'Offre, y compris en cas de surenchère ;
- ii. du Retrait Obligatoire ;
- iii. du dépôt de toute offre publique volontaire subséquente, qu'elle soit ou non suivie d'une procédure de retrait obligatoire à l'issue de l'Offre, dans l'hypothèse où les conditions de mise en œuvre du Retrait Obligatoire ne seraient pas immédiatement réunies à l'issue de l'Offre ; ou
- iv. du dépôt de toute offre publique de retrait volontaire subséquente,

un prix en numéraire par Action (y compris tout prix payable de manière différée, notamment sous forme de complément de prix ou de paiement conditionnel similaire, (à l'exception, pour éviter toute ambiguïté, du Complément de Prix visé à la Section 1.3.3) supérieur au Prix de l'Offre (un « **Prix Majoré** »), alors l'Initiateur versera à chaque Actionnaire Cédant, au prorata, une contrepartie en numéraire supplémentaire égale à la différence positive entre (x) le Prix Majoré et (y) le Prix de l'Offre (l'« **Ajustement de Prix Potentiel** »).

Il est toutefois précisé que l'Ajustement de Prix Potentiel n'est pas de nature à rompre l'égalité entre les actionnaires dans le cadre de l'Offre dès lors que, en dehors de l'hypothèse d'une offre concurrente à l'Offre, l'Initiateur n'acquerra pas d'Actions à un prix supérieur au Prix de l'Offre dans les douze (12) prochains mois, ni ne déposera une nouvelle offre publique à un prix supérieur au Prix de l'Offre durant cette période.

1.3.5. Nombre et nature des titres visés par l'Offre

A la date de la Note en Réponse et à la connaissance de la Société, l'Initiateur détient, directement et par assimilation, 16 108 383 Actions, représentant environ 62,74 % du capital et 62,69 % des droits de vote théoriques de la Société¹³, incluant 40 460 Actions Auto-Détenues assimilées aux Actions détenues par l'Initiateur conformément à l'article L. 233-9, I, 2° du Code de commerce.

A la date de la Note en Réponse, l'Offre porte sur la totalité des Actions, existantes ou à émettre, non détenues, directement ou par assimilation, par l'Initiateur, soit les Actions autres que les Titres Exclus :

- qui sont d'ores et déjà émises, soit, à la connaissance de la Société et à la date de la Note en Réponse, un maximum de 9 568 323 Actions ; et
- qui pourraient être émises avant la clôture de l'Offre (selon le calendrier indicatif figurant en Section 1.3.12) à la suite de l'exercice des Titres Exerçables et correspondant, à la connaissance de la Société et à la date de la Note en Réponse, à un maximum de 324 497 Actions correspondant à l'ensemble des Titres Exerçables non couverts par les Accords de Liquidité 2019/2021 ou les Accords de Renonciation et d'Indemnisation 2023,

soit, à la connaissance de la Société et à la date de la Note en Réponse, un nombre maximum de 9 892 820 Actions visées par l'Offre.

Il est précisé que l'Offre ne vise pas les Titres Exclus.

¹³ Sur la base du capital social de la Société au 10 novembre 2025 composé de 25 676 706 Actions représentant 25 696 879 droits de vote théoriques, conformément aux dispositions de l'article 223-11 du règlement général de l'AMF.

Il n'existe pas d'autres titres de capital ou instruments financiers émis par la Société, ni de droits conférés par la Société susceptibles de donner accès, immédiatement ou à terme, au capital ou aux droits de vote de la Société, autres que les Actions existantes, les BSPCE et les Stock-Options décrits en Section 1.3.6.

1.3.6. Situation des bénéficiaires de BSPCE et/ou de Stock-Options

1.3.6.1. Situation des bénéficiaires de BSPCE

Présentation des BSPCE

La Société a attribué des bons de souscription de parts de créateurs d'entreprise (« **BSPCE** ») à des salariés et mandataires sociaux du Groupe dans le cadre de plusieurs plans de BSPCE (les « **Plans de BSPCE** »).

Conformément aux autorisations données par les assemblées générales mixtes des actionnaires de la Société tenues respectivement les 20 décembre 2018, 17 juin 2021, 30 juin 2022, 29 juin 2023 et 27 juin 2024, le conseil d'administration a attribué des BSPCE 2019, 2021, 2023 et 2024 à des salariés et mandataires sociaux du Groupe dans le cadre des Plans de BSPCE, comme suit :

- le 18 décembre 2019, le conseil d'administration a décidé d'attribuer 1 000 000 de BSPCE à certains salariés et mandataires sociaux du Groupe sous réserve (i) d'une période d'acquisition de deux (2) ans, soit le 18 décembre 2021 pour 25 %, et (ii) d'une acquisition progressive par tranches mensuelles de 1/24e au cours des vingt-quatre (24) mois suivants, soit une acquisition complète au 18 décembre 2023 pour les 75 % restants, à condition que les bénéficiaires soient toujours présents dans le Groupe au moment de l'acquisition (les « **BSPCE 2019** » et le « **Plan de BSPCE 2019** »). À la date de la Note en Réponse, l'ensemble des BSPCE 2019 sont donc entièrement acquis ;
- le 30 juin 2021, le conseil d'administration a décidé d'attribuer 1 250 000 BSPCE à certains salariés et mandataires sociaux du Groupe sous réserve (i) d'une période d'acquisition de deux (2) ans, soit le 1^{er} juillet 2023 pour 25 %, et (ii) d'une acquisition progressive par tranches mensuelles de 1/24e au cours des vingt-quatre (24) mois suivants, soit une acquisition complète au 1^{er} juillet 2025 pour les 75 % restants, à condition que les bénéficiaires soient toujours présents dans le Groupe au moment de l'acquisition (les « **BSPCE 2021** » et le « **Plan de BSPCE 2021** ») ;
- le 24 janvier 2023, le conseil d'administration a décidé d'attribuer 334 000 BSPCE à certains salariés du Groupe sous réserve (i) d'une période d'acquisition de (i) deux (2) ans, soit le 24 janvier 2025 pour 25 %, et (ii) d'une acquisition progressive par tranches mensuelles de 1/24e au cours des vingt-quatre (24) mois suivants, soit une acquisition complète au 24 janvier 2027 pour les 75 % restants, à condition que les bénéficiaires soient toujours présents dans le Groupe au moment de l'acquisition (les « **BSPCE 2023.1** » et le « **Plan de BSPCE 2023.1** ») ;
- le 29 juin 2023, le conseil d'administration a décidé d'attribuer 15 000 BSPCE à certains salariés du Groupe sous réserve (i) d'une période d'acquisition de deux (2) ans, soit le 29 juin 2025 pour 25 %, et (ii) d'une acquisition progressive par tranches mensuelles de 1/24e au cours des vingt-quatre (24) mois suivants, soit une acquisition complète au 29 juin 2027 pour les 75 % restants, à condition que les bénéficiaires soient toujours présents dans le Groupe au moment de l'acquisition (les « **BSPCE 2023.2** » et le « **Plan de BSPCE 2023.2** », les BSPCE 2023.1 et BSPCE 2023.2 étant ci-après désignés ensemble les « **BSPCE 2023** » et les Plans de BSPCE 2023.1 et 2023.2 étant ci-après désignés ensemble les « **Plans de BSPCE 2023** ») ;
- le 26 avril 2024, le conseil d'administration a décidé d'attribuer 70 000 BSPCE à certains salariés du Groupe sous réserve (i) d'une période d'acquisition de deux (2) ans, soit le 26 avril 2026 pour 25 %, et (ii) d'une acquisition progressive par tranches mensuelles de 1/24e au cours

des vingt-quatre (24) mois suivants, soit une acquisition complète au 26 avril 2028 pour les 75 % restants, à condition que les bénéficiaires soient toujours présents dans le Groupe au moment de l'acquisition (les « **BSPCE 2024.1** » et le « **Plan de BSPCE 2024.1** ») ;

- le 27 septembre 2024, le conseil d'administration a décidé d'attribuer 24 000 BSPCE à certains salariés et mandataires sociaux du Groupe sous réserve (i) d'une période d'acquisition de deux (2) ans et sept (7) mois, soit le 30 avril 2027 pour 25 %, et (ii) d'une acquisition progressive par tranches mensuelles de 1/24e au cours des vingt-quatre (24) mois suivants, soit une acquisition complète au 1^{er} mai 2029 pour les 75 % restants, à condition que les bénéficiaires soient toujours présents dans le Groupe au moment de l'acquisition (les « **BSPCE 2024.2.1** » et le « **Plan de BSPCE 2024.2.1** ») ; et
- le 27 septembre 2024, le conseil d'administration a décidé d'attribuer 436 800 BSPCE à certains salariés et mandataires sociaux du Groupe sous réserve (i) d'une période d'acquisition de deux (2) ans, soit le 27 septembre 2026 pour 25 %, et (ii) d'une acquisition progressive par tranches mensuelles de 1/24e au cours des vingt-quatre (24) mois suivants, soit une acquisition complète au 27 septembre 2028 pour les 75 % restants, à condition que les bénéficiaires soient toujours présents dans le Groupe au moment de l'acquisition (les « **BSPCE 2024.2.2** » et le « **Plan de BSPCE 2024.2.2** », les BSPCE 2024.1, 2024.2.1 et 2024.2.2 étant ci-après désignés ensemble les « **BSPCE 2024** » et les Plans de BSPCE 2024.1, 2024.2.1 et 2024.2.2 étant ci-après désignés ensemble les « **Plans de BSPCE 2024** »).

Le tableau ci-dessous résume les principales caractéristiques des Plans de BSPCE à la date de la Note en Réponse :

Plan	BSPCE.2019	BSPCE.2021	BSPCE.2023.1	BSPCE.2023.2
Date de l'assemblée générale	20 décembre 2018	17 juin 2021	30 juin 2022	30 juin 2022
Date d'attribution	18 décembre 2019	30 juin 2021	24 janvier 2023	29 juin 2023
Prix de souscription par BSPCE (en euros)	3,1842	10	27,54	27,39
Nombre de BSPCE initialement attribués	1 000 000	1 250 000	334 000	15 000
Nombre de BSPCE non encore exercés	378 700	531 400	290 500	15 000
Date d'acquisition (25 %)	18 décembre 2021	1 juillet 2023	24 janvier 2025	29 juin 2025
Date d'acquisition (100 %)	18 décembre 2023	1 juillet 2025	24 janvier 2027	29 juin 2027
Condition de présence (Oui/Non)	Oui	Oui	Oui	Oui
Parité de conversion	1 BSPCE pour 1 Action			
Durée de validité	Dix (10) ans à compter de la date d'attribution			

Plan	BSPCE.2024.1	BSPCE.2024.2.1	BSPCE.2024.2.2
Date de l'assemblée générale	27 juin 2024	27 juin 2024	27 juin 2024
Date d'attribution	26 avril 2024	27 septembre 2024	27 septembre 2024

Plan	BSPCE.2024.1	BSPCE.2024.2.1	BSPCE.2024.2.2
Prix de souscription par BSPCE (en euros)	16.22	15,58	15,58
Nombre de BSPCE initialement attribués	70 000	24 000	436 800
Nombre de BSPCE non encore exercés	70 000	24 000	421 400
Date d'acquisition (25 %)	26 avril 2026	30 avril 2027	27 septembre 2026
Date d'acquisition (100 %)	26 avril 2028	1 mai 2029	27 septembre 2028
Condition de présence (Oui/Non)	Oui	Oui	Oui
Parité de conversion	1 BSPCE pour 1 Action		
Durée de validité	Dix (10) ans à compter de la date d'attribution		

BSPCE 2019 et BSPCE 2021

Tous les BSPCE 2019 et 2021 sont « dans la monnaie » (chacun de leurs prix d'exercice respectifs étant inférieur au Prix de l'Offre) et entièrement acquis.

Le conseil d'administration a décidé le 15 septembre 2025, sous réserve de la réalisation de l'Opération de Bloc intervenue le 17 septembre 2025, et le 29 septembre 2025, de prolonger la période d'exercice des BSPCE 2019 et des BSPCE 2021, afin de permettre aux bénéficiaires de ces BSPCE de les exercer, de conclure les Accords de Liquidité 2019/2021 (ou, alternativement, d'apporter à l'Offre les Actions sous-jacentes reçues lors de l'exercice de ces BSPCE) et, s'agissant des Fondateurs, de mettre en œuvre les opérations prévues dans le SPA (soit, un mécanisme de liquidité similaire sur les BSPCE 2019 et 2021 à celui proposé dans le cadre des Accords de Liquidité 2019/2021).

En conséquence, à la connaissance de la Société et à la date de la Note en Réponse, un nombre maximum de 910 100 BSPCE 2019 et BSPCE 2021 peuvent être exercés, représentant un maximum de 910 100 Actions pouvant ensuite (i) être cédées à l'Initiateur dans le cadre des Accords de Liquidité 2019/2021 (voir Section 5.5), ou (ii) être apportées à l'Offre pour les titulaires qui n'ont pas conclu d'Accord de Liquidité 2019/2021.

BSPCE 2023 et BSPCE 2024

À la date de la Note en Réponse, cinq (5) Plans de BSPCE restent en vigueur, les BSPCE attribués au titre de ces Plans n'étant pas entièrement acquis : (i) le Plan de BSPCE 2023.1, (ii) le Plan de BSPCE 2023.2, (iii) le Plan de BSPCE 2024.1, (iv) le Plan de BSPCE 2024.2.1, et (v) le Plan de BSPCE 2024.2.2.

Les BSPCE 2023 sont « hors la monnaie » (chacun de leurs prix d'exercice respectifs étant supérieur au Prix de l'Offre) et ne sont par ailleurs pas entièrement acquis. En outre, aucun des BSPCE 2024 n'est acquis.

En conséquence, à la connaissance de la Société et à la date de la Note en Réponse, un nombre maximum de 820 900 BSPCE 2023 et BSPCE 2024 ne peuvent pas être apportés à l'Offre et sont couverts par les Accords de Renonciation et d'Indemnisation 2023 ou les Accords de Liquidité 2024, selon le cas (voir Section 5.5), à l'exception de 23 000 BSPCE 2023 et 65 600 BSPCE 2024.

1.3.6.2. Situation des bénéficiaires de Stock-Options

Présentation des Stock-Options

La Société a attribué des options de souscription d'actions de la Société (« **Stock-Options** ») à des salariés du Groupe dans le cadre de plusieurs plans de Stock-Options (les « **Plans de Stock-Options** »).

Conformément aux autorisations accordées par les assemblées générales mixtes des actionnaires de la Société tenues respectivement les 17 juin 2021, 8 octobre 2021 et 27 juin 2024, le conseil d'administration a attribué des Stock-Options 2021, 2023 et 2024.1 à des salariés du Groupe dans le cadre des Plans de Stock-Options, comme suit :

- le 30 juin 2021, le conseil d'administration a décidé d'attribuer 110 000 Stock-Options à certains salariés du Groupe sous réserve (i) d'une période d'acquisition de deux (2) ans, soit le 1^{er} juillet 2023, pour 25 %, et (ii) d'une acquisition progressive par tranches mensuelles de 1/24^e au cours des vingt-quatre (24) mois suivants, soit une acquisition complète au 1^{er} juillet 2025 pour les 75 % restants, à condition que les bénéficiaires soient toujours présents dans le Groupe au moment de l'acquisition (les « **Stock-Options 2021.1** » et le « **Plan de Stock-Options 2021.1** ») ;
- le 8 septembre 2021, le conseil d'administration a décidé d'attribuer 85 000 Stock-Options à certains salariés du Groupe sous réserve (i) d'une période d'acquisition d'un an et dix (10) mois, soit le 1^{er} juillet 2023, pour 25 %, et (ii) d'une acquisition progressive par tranches mensuelles de 1/24^e au cours des vingt-quatre (24) mois suivants, soit une acquisition complète au 1^{er} juillet 2025 pour les 75 % restants, à condition que les bénéficiaires soient toujours présents dans le Groupe au moment de l'acquisition (les « **Stock-Options 2021.2** » et le « **Plan de Stock-Options 2021.2** », les Stock-Options 2021.1 et 2021.2 étant ci-après désignées ensemble les « **Stock-Options 2021** » et les Plans de Stock-Options 2021.1 et 2021.2 étant ci-après désignés ensemble les « **Plans de Stock-Options 2021** ») ;
- le 24 janvier 2023, le conseil d'administration a décidé d'attribuer 191 000 Stock-Options à certains salariés du Groupe sous réserve (i) d'une période d'acquisition de deux (2) ans, soit le 24 janvier 2025, pour 25 %, et (ii) d'une acquisition progressive par tranches mensuelles de 1/24^e au cours des vingt-quatre (24) mois suivants, soit une acquisition complète au 24 janvier 2027 pour les 75 % restants, à condition que les bénéficiaires soient toujours présents dans le Groupe au moment de l'acquisition (les « **Stock-Options 2023.1** » et le « **Plan de Stock-Options 2023.1** ») ;
- le 29 juin 2023, le conseil d'administration a décidé d'attribuer 3 000 Stock-Options à certains salariés du Groupe sous réserve (i) d'une période d'acquisition de deux (2) ans, soit le 29 juin 2025, pour 25 %, et (ii) d'une acquisition progressive par tranches mensuelles de 1/24^e au cours des vingt-quatre (24) mois suivants, soit une acquisition complète au 29 juin 2027 pour les 75 % restants, à condition que les bénéficiaires soient toujours présents dans le Groupe au moment de l'acquisition (les « **Stock-Options 2023.2** » et le « **Plan de Stock-Options 2023.2** ») ;
- le 20 juillet 2023, le conseil d'administration a décidé d'attribuer 25 000 Stock-Options à certains salariés du Groupe sous réserve (i) d'une période d'acquisition de deux (2) ans, soit le 20 juillet 2025, pour 25 %, et (ii) d'une acquisition progressive par tranches mensuelles au cours des vingt-quatre (24) mois suivants, soit une acquisition complète au 20 juillet 2027 pour les 75 % restants, à condition que les bénéficiaires soient toujours présents dans le Groupe au moment de l'acquisition (les « **Stock-Options 2023.3** » et le « **Plan de Stock-Options 2023.3** », les Stock-Options 2023.1, 2023.2 et 2023.3 étant ci-après désignées ensemble les « **Stock-Options 2023** » et les Plans de Stock-Options 2023.1, 2023.2 et 2023.3 étant ci-après désignés ensemble les « **Plans de Stock-Options 2023** ») ;

- le 27 septembre 2024, le conseil d'administration a décidé d'attribuer 139 200 Stock-Options à certains salariés du Groupe sous réserve d'une période d'acquisition de deux (2) ans, soit le 27 septembre 2026, pour 25 %, et (ii) d'une acquisition progressive par tranches mensuelles de 1/24e au cours des vingt-quatre (24) mois suivants, soit une acquisition intégrale le 27 septembre 2028 pour les 75 % restants, à condition que les bénéficiaires soient toujours présents dans le Groupe au moment de l'acquisition (les « **Stock-Options 2024.1** » et le « **Plan de Stock-Options 2024.1** »).

Le tableau ci-dessous résume les principales caractéristiques des Plans de Stock-Options à la date de la Note en Réponse :

Plan	Stock-Options.2021.1	Stock-Options.2021.2	Stock-Options.2023.1
Date de l'assemblée générale des actionnaires	17 Juin 2021	17 Juin 2021	8 Octobre 2021
Date d'attribution	30 juin 2021	8 septembre 2021	24 janvier 2023
Prix de souscription par Stock-Option (en euros)	10	10	27,54
Nombre de Stock-Options initialement attribués	110 000	85 000	191 000
Nombre de Stock-Options non encore exercés	110 000	85 000	126 500
Date d'acquisition (25 %)	1 juillet 2023	1 juillet 2023	24 janvier 2025
Date d'acquisition (100 %)	1 juillet 2025	1 juillet 2025	24 janvier 2027
Condition de présence (Oui/Non)	Oui	Oui	Oui
Parité de conversion	1 Stock-Option pour 1 Action		
Durée de validité	Dix (10) ans à compter de la date d'attribution		

Plan	Stock-Options.2023.2	Stock-Options.2023.3	Stock-Options.2024.1
Date de l'assemblée générale des actionnaires	8 Octobre 2021	8 Octobre 2021	27 Juin 2024
Date d'attribution	29 juin 2023	20 juillet 2023	27 septembre 2024
Prix de souscription par Stock-Option (en euros)	27,39	27,39	15,58
Nombre de Stock-Options initialement attribués	3 000	25 000	139 200
Nombre de Stock-Options non encore exercés	-	25 000	139 200
Date d'acquisition (25 %)	29 juin 2025	20 juillet 2025	27 septembre 2026
Date d'acquisition (100 %)	29 juin 2027	20 juillet 2027	27 septembre 2028
Condition de présence (Oui/Non)	Oui	Oui	Oui
Parité de conversion	1 Stock-Option pour 1 Action		
Durée de validité	Dix (10) ans à compter de la date d'attribution		

Stock-Options 2021

Tous les Stock-Options 2021 sont « dans la monnaie » (leur prix d'exercice étant inférieur au Prix de l'Offre) et entièrement acquises.

Le conseil d'administration a décidé, le 15 septembre 2025, sous réserve de la réalisation de l'Opération de Bloc intervenue le 17 septembre 2025, et le 29 septembre 2025, de prolonger la période d'exercice des Stock-Options 2021, afin de permettre aux bénéficiaires de ces Stock-Options de les exercer et de conclure les Accords de Liquidité 2019/2021 (ou, alternativement, d'apporter à l'Offre les Actions sous-jacentes reçues lors de l'exercice de ces Stock-Options).

En conséquence, à la connaissance de la Société et à la date de la Note en Réponse, un nombre maximum de 195 000 Stock-Options 2021 peuvent être exercées, représentant un maximum de 195 000 Actions pouvant ensuite (i) être cédées à l'Initiateur dans le cadre des Accords de Liquidité 2019/2021 (voir Section 5.5), ou (ii) être apportées à l'Offre pour les titulaires qui n'ont pas conclu d'Accord de Liquidité 2019/2021.

Stock-Options 2023 et Stock-Options 2024

À la date de la Note en Réponse, quatre autres Plans de Stock-Options restent en vigueur, les Stock-Options attribuées au titre de ces Plans n'étant pas entièrement acquises : (i) le Plan de Stock-Options 2023.1, (ii) le Plan de Stock-Options 2023.2, (iii) le Plan de Stock-Options 2023.3, et (iv) le Plan de Stock-Options 2024.1.

Les Stock-Options 2023 sont « hors la monnaie » (chacun de leurs prix d'exercice respectifs étant supérieur au Prix de l'Offre) et ne sont par ailleurs pas entièrement acquises. En outre, aucune des Stock-Options 2024 n'est acquise.

En conséquence, à la connaissance de la Société et à la date de la Note en Réponse un nombre maximum de 290 700 Stock-Options 2023 et Stock-Options 2024 ne peuvent être apportées à l'Offre et sont couverts par les Accords de Renonciation et d'Indemnisation 2023 ou les Accords de Liquidité 2024, selon le cas (voir Section 5.5), à l'exception de 98 500 Stock-Options 2023 et 116 800 Stock-Options 2024.

1.3.7. Intentions de l'Initiateur concernant la mise en oeuvre d'un retrait obligatoire et la sortie de la cotation de la Société à l'issue de l'Offre

Dans l'hypothèse où, à l'issue de l'Offre, le nombre d'Actions non apportées à l'Offre par les actionnaires minoritaires de la Société ne représenterait pas plus de 10 % du capital social et des droits de vote de la Société à l'issue de l'Offre, Box BidCo a l'intention de mettre en oeuvre, au plus tard dans les trois (3) mois suivant la clôture de l'Offre, conformément aux articles L. 433-4 II du Code monétaire et financier et 237-1 et suivants du règlement général de l'AMF, une procédure de Retrait Obligatoire afin de transférer les Actions non apportées à l'Offre (à l'exclusion des Titres Exclus) en contrepartie d'une rémunération égale au Prix de l'Offre par Action, augmentée, le cas échéant, du Complément de Prix décrit en Section 1.3.3 et/ou de l'Ajustement de Prix Potentiel décrit en Section 1.3.4. La mise en oeuvre de cette procédure entraînera le retrait de la cotation des Actions d'Euronext Paris.

Dans l'hypothèse où l'Initiateur ne serait pas en mesure, à l'issue de l'Offre, de mettre en oeuvre un Retrait Obligatoire dans les conditions susmentionnées, il pourrait décider de déposer ultérieurement une offre publique d'achat volontaire ou, si les conditions étaient satisfaites, une offre publique de retrait suivie, le cas échéant, d'un retrait obligatoire visant les Actions qu'il ne détiendrait pas, directement ou indirectement. Dans ce contexte, et sous réserve des dispositions légales et réglementaires applicables, l'Initiateur n'exclut pas d'augmenter sa participation dans la Société après la clôture de l'Offre (directement ou indirectement, par acquisition d'Actions, apport d'actifs ou autrement) et préalablement au dépôt d'une nouvelle offre conformément aux dispositions légales et réglementaires applicables.

L'offre publique d'achat volontaire ou de retrait, selon le cas, sera soumise à l'examen de l'AMF, qui statuera sur sa conformité au regard du rapport de l'expert indépendant désigné conformément à l'article 261-1 I et II du règlement général de l'AMF.

Selon la Section 1.2.7 de la Note d'Information, l'Initiateur n'acquerra pas d'Actions à un prix supérieur au Prix de l'Offre dans les douze (12) prochains mois, ni ne déposera une nouvelle offre publique à un prix supérieur au Prix de l'Offre durant cette période.

1.3.8. Dépôt et conformité de l'Offre

Le Projet de Note d'Information a été déposé auprès de l'AMF le 1^{er} octobre 2025. Un avis de dépôt de l'Offre a été publié sur le site internet de l'AMF (www.amf-france.org). Le même jour, la Société a déposé le Projet de Note en Réponse auprès de l'AMF. Un avis de dépôt du Projet de Note en Réponse a été publié sur le site internet de l'AMF (www.amf-france.org).

Conformément à l'article 231-16 du règlement général de l'AMF, le Projet de Note en Réponse a été mis à la disposition du public sans frais au siège social de la Société et publié sur les sites internet de l'AMF (www.amf-france.org), ainsi que sur le site internet commun de Box BidCo et Waga Energy (www.eqt-waga-energy.com). En outre, un communiqué de presse présentant les principaux éléments du Projet de Note en Réponse et précisant les modalités de sa mise à disposition a été publié par la Société le 2 octobre 2025.

Par décision de conformité en date du 21 novembre 2025, l'AMF a déclaré l'Offre conforme après s'être assurée de sa conformité aux dispositions législatives et réglementaires qui lui sont applicables et a apposé le visa n°25-455 en date du 21 novembre 2025 sur la Note en Réponse. L'AMF a publié la déclaration de conformité sur son site Internet (www.amf-france.org).

La Note en Réponse ayant ainsi reçu le visa de l'AMF sera, conformément aux dispositions de l'article 231-27 du règlement général de l'AMF, tenue gratuitement à la disposition du public, avant l'ouverture de l'Offre et au plus tard le deuxième jour de négociation suivant la déclaration de conformité de l'AMF, au siège social de la Société. La Note en Réponse sera également mise en ligne sur les sites Internet de l'AMF (www.amf-france.org) ainsi que sur le site internet commun de Box BidCo et Waga Energy (www.eqt-waga-energy.com). Un communiqué de presse précisant les modalités de mise à disposition de la Note en Réponse sera diffusé conformément aux dispositions de l'article 231-27 du règlement général de l'AMF.

Le document contenant les informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de la Société sera, conformément aux dispositions de l'article 231-28 du règlement général de l'AMF, tenu gratuitement à la disposition du public, au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'Offre, au siège social de la Société. Ce document sera également mis en ligne sur les sites Internet de l'AMF (www.amf-france.org) ainsi que sur le site internet commun de Box BidCo et Waga Energy (www.eqt-waga-energy.com).

Un communiqué précisant les modalités de mise à disposition de ces documents sera publié au plus tard la veille de l'ouverture de l'Offre conformément aux articles 231-27 et 231-28 du règlement général de l'AMF.

Préalablement à l'ouverture de l'Offre, l'AMF publiera un avis d'ouverture et le calendrier de l'Offre et Euronext Paris publiera un avis précisant le contenu de l'Offre ainsi que le calendrier et les modalités de sa réalisation.

1.3.9. Procédure d'apport à l'Offre

L'Offre sera ouverte pendant une période de quinze (15) Jours de Bourse.

L'attention des actionnaires de la Société est attirée sur le fait que, l'Offre étant réalisée selon une procédure simplifiée, conformément aux dispositions des articles 233-1 et suivants du règlement général de l'AMF, elle ne sera pas réouverte à l'issue de la publication du résultat de l'Offre.

Les Actions apportées à l'Offre doivent être librement négociables et libres de tout privilège, nantissement, gage ou toute autre sûreté ou restriction de quelque nature que ce soit restreignant le libre transfert de leur propriété. L'Initiateur se réserve le droit de rejeter, à sa seule discrétion, toutes Actions apportées à l'Offre qui ne rempliraient pas cette condition.

Les actionnaires dont les Actions sont inscrites en « nominatif pur » dans le registre de la Société et qui souhaitent apporter leurs Actions à l'Offre peuvent :

- demander la conversion préalable de leurs Actions en « nominatif administré » afin de pouvoir les apporter à l'Offre, sauf s'ils ont déjà demandé leur conversion au porteur. Il est précisé que la conversion au porteur des Actions détenues au nominatif entraînera pour ces actionnaires la perte des avantages liés à la détention de ces Actions au nominatif ; ou
- apporter leurs Actions à l'Offre semi-centralisée via Euronext Paris sans conversion préalable au porteur ou au nominatif administré, par l'intermédiaire d'Uptevia agissant en qualité de teneur de registre des Actions.

Les actionnaires dont les Actions sont inscrites auprès d'un intermédiaire financier et qui souhaitent apporter leurs Actions à l'Offre doivent soumettre à leur intermédiaire financier (banque, établissement de crédit, entreprise d'investissement, etc.) un ordre d'apport ou de vente au Prix de l'Offre par Action dans un délai permettant l'exécution de leur ordre, en précisant s'ils optent soit pour la cession de leurs Actions directement sur le marché, soit pour l'apport de leurs Actions dans le cadre de l'Offre semi-centralisée d'Euronext Paris afin de bénéficier du remboursement des frais de courtage par l'Initiateur dans les conditions décrites à la Section 1.3.13 ci-dessous. Les actionnaires et porteurs sont invités à s'adresser à leurs intermédiaires financiers respectifs pour obtenir des informations sur les éventuelles contraintes et échéances propres à chacun de ces intermédiaires ainsi que sur leurs propres modalités de traitement des ordres pour pouvoir apporter leurs Actions à l'Offre.

Les ordres d'apport à l'Offre seront irrévocables.

L'Offre et l'ensemble des accords y afférents sont soumis au droit français. Tout litige ou différend de quelque nature que ce soit relatif à l'Offre sera porté devant les juridictions compétentes en France.

Le transfert de propriété des Actions apportées à l'Offre et de l'ensemble des droits qui y sont attachés (y compris le droit aux dividendes) interviendra à la date d'inscription en compte de l'Initiateur, conformément à l'article L. 211-17 du Code monétaire et financier. Il est rappelé, le cas échéant, que toute somme due au titre de l'apport des Actions à l'Offre ne portera pas intérêt et sera mise en paiement à la date de règlement-livraison.

1.3.9.1. Procédure d'apport à l'Offre sur le marché

Les actionnaires de la Société souhaitant apporter leurs Actions à l'Offre peuvent vendre leurs Actions sur le marché. Ils devront déposer leurs ordres de vente au plus tard le dernier jour de l'Offre et le règlement-livraison des Actions vendues interviendra le deuxième jour de bourse suivant le jour de l'exécution des ordres, étant précisé que les frais de négociation (y compris les frais de courtage correspondants et la taxe sur la valeur ajoutée (« TVA »)) afférents à ces opérations resteront intégralement à la charge des actionnaires cédant sur le marché.

BNP Paribas, prestataire de services d'investissement habilité en tant que membre de marché, se portera acquéreur, pour le compte de l'Initiateur, de la totalité des Actions qui seront cédées sur le marché conformément à la réglementation applicable.

Il est également précisé que l'Initiateur pourra acquérir des Actions dans le cadre de l'Offre par le biais de transactions de gré à gré, dans le respect des dispositions législatives et réglementaires applicables.

Les actionnaires qui choisiront de vendre leurs Actions sur le marché (et non de les apporter à la semi-centralisation—voir Section 1.3.9.2) NE POURRONT PAS BÉNÉFICIER (i) du Complément de Prix visé à la Section 1.3.3 et (ii) de l'Ajustement de Prix Potentiel visé à la Section 1.3.4.

1.3.9.2. Procédure d'apport à l'Offre semi-centralisée par Euronext Paris

Les actionnaires de la Société souhaitant apporter leurs Actions à l'Offre semi-centralisée d'Euronext Paris doivent transmettre leurs ordres de vente à l'intermédiaire financier auprès duquel leurs Actions sont déposées, au plus tard le dernier jour de l'Offre (sous réserve des délais spécifiques applicables à certains intermédiaires financiers). Le règlement-livraison interviendra après la réalisation des opérations de semi-centralisation.

Dans ce cadre, l'Initiateur prendra à sa charge les frais de courtage des actionnaires dans les conditions décrites à la Section 1.3.13.

Euronext Paris versera directement aux intermédiaires financiers les montants dus au titre du remboursement des frais mentionnés ci-après, à compter de la date de règlement-livraison de la semi-centralisation.

Les actionnaires de la Société sont invités à se rapprocher de leurs intermédiaires financiers afin de connaître les modalités de participation à l'Offre semi-centralisée et de révocation de leurs ordres, et notamment des délais internes spécifiques que chaque intermédiaire financier peut appliquer pour la présentation des actions.

Les actionnaires qui opteront pour cette procédure de semi-centralisation POURRONT BÉNÉFICIER (i) du Complément de Prix visé à la Section 1.3.3, et (ii) de l'Ajustement de Prix Potentiel visé à la Section 1.3.4.

1.3.10. Faculté pour l'Initiateur d'acquérir des Actions pendant la durée de l'Offre

À compter de la publication par l'AMF des principales dispositions du projet d'Offre, en application de l'article 231-14 du règlement général de l'AMF, et jusqu'à l'ouverture de l'Offre, l'Initiateur s'était réservé la faculté d'acquérir, sur le marché par l'intermédiaire de BNP Paribas et hors marché, des Actions conformément aux dispositions des articles 231-38 et 231-39 du règlement général de l'AMF, dans les limites visées à l'article 231-38, IV du règlement général de l'AMF, correspondant à 30 % des Actions existantes visées par le projet d'Offre, soit un maximum de 3 352 090 Actions à la date du Projet de Note d'Information, par un ordre sur le marché libellé au Prix de l'Offre ou par acquisitions hors marché au Prix de l'Offre.

Dans ce cadre, l'Initiateur a acquis les Actions Additionnelles au Prix de l'Offre augmenté du Complément de Prix décrit en Section 1.3.3 et, le cas échéant, de l'Ajustement de Prix Potentiel décrit en Section 1.3.4. Ces acquisitions ont été déclarées chaque jour à l'AMF et publiées sur le site internet de l'AMF conformément à la réglementation en vigueur.

1.3.11. Restrictions concernant l'Offre à l'étranger

La section 2.14 de la Note d'Information indique que ;

- L'Offre n'a fait l'objet d'aucune demande d'enregistrement ou demande de visa auprès d'une autorité de contrôle des marchés financiers autre que l'AMF et aucune démarche ne sera effectuée en ce sens.

- L’Offre est donc faite aux actionnaires de la Société situés en France et hors de France, sous réserve que le droit local auquel ils sont soumis leur permette de participer à l’Offre sans nécessiter de la part de l’Initiateur l’accomplissement de formalités supplémentaires.
- En particulier, aucun document relatif à l’Offre, y compris la Note d’Information et la Note en Réponse, ne constitue une extension de l’Offre aux États-Unis et l’Offre n’est pas faite, directement ou indirectement, aux États-Unis, aux personnes résidant aux États-Unis ou aux « US Persons » (au sens du *Regulation S* du *U.S. Securities Act* de 1933, tel que modifié), par voie postale ou par tout autre moyen de communication ou instrument commercial (y compris, sans limitation, l’envoi par fax, télex, téléphone ou courrier électronique) aux États-Unis ou par l’intermédiaire des services d’une bourse américaine. En conséquence, aucune copie de la Note d’Information ou de la Note en Réponse, ni aucun autre document relatif à l’Offre, à la Note d’Information ou à la Note en Réponse, ne peut être envoyée par la poste, communiquée ou diffusée par un intermédiaire ou toute autre personne, de quelque manière que ce soit, aux États-Unis. Aucun actionnaire de la Société ne pourra apporter ses actions à l’Offre s’il n’est pas en mesure de certifier que (i) il n’est pas une « U.S. Person » ; (ii) il n’a pas reçu aux États-Unis une copie de la Note d’Information, de la Note en Réponse ou de tout autre document relatif à l’Offre, et qu’il n’a pas envoyé de tels documents aux États-Unis ; (iii) il n’a pas utilisé, directement ou indirectement, les services postaux, de télécommunications ou d’autres instruments commerciaux ou les services d’une bourse américaine dans le cadre de l’Offre ; (iv) il ne se trouvait pas aux États-Unis lorsqu’il a accepté les termes de l’Offre ou transmis son ordre de transfert d’actions ; et (v) il n’est pas un mandataire ou un représentant agissant pour le compte d’un donneur d’ordre ayant transmis ses instructions depuis l’extérieur des États-Unis. Les intermédiaires agréés ne peuvent accepter d’ordres d’apport d’actions qui n’auraient pas été effectués conformément aux exigences ci-dessus, sauf autorisation ou instruction contraire de l’Initiateur, à la discrétion de ce dernier. Toute acceptation de l’Offre qui pourrait résulter d’une violation de ces restrictions sera considérée comme nulle.

L’Offre, la Note d’Information et la Note en Réponse ne constituent pas une offre d’achat ou de vente ni une sollicitation d’un ordre d’achat ou de vente de titres aux États-Unis et n’a pas été déposé auprès de la Securities and Exchange Commission des États-Unis.

Aux fins des deux paragraphes ci-dessus, les États-Unis désignent les États-Unis d’Amérique, leurs territoires et possessions, ou l’un quelconque de ces États et le District de Columbia.

- La diffusion de la Note d’Information, de la Note en Réponse, l’Offre, l’acceptation de l’Offre, ainsi que la livraison des Actions peuvent, dans certains pays, faire l’objet d’une réglementation spécifique ou de restrictions. En conséquence, l’Offre ne s’adresse pas aux personnes soumises à de telles restrictions, ni directement, ni indirectement, et n’est pas susceptible de faire l’objet d’une quelconque acceptation à partir d’un pays où l’Offre fait l’objet de restrictions.
- Ni la Note en Réponse, ni aucun autre document relatif à l’Offre ne constituent une offre en vue de vendre ou d’acquérir des instruments financiers ou une sollicitation en vue d’une telle offre dans un quelconque pays où ce type d’offre ou de sollicitation serait illégale, ne pourrait être valablement faite, ou nécessiterait la publication d’un prospectus ou l’accomplissement de toute autre formalité en application du droit financier local.
- Les détenteurs d’Actions situés hors de France ne peuvent participer à l’Offre que dans la mesure où une telle participation est autorisée par le droit local auquel ils sont soumis.

En conséquence, les personnes en possession de la Note d’Information et/ou de la Note en Réponse sont tenues de se renseigner sur les restrictions locales éventuellement applicables et de s’y conformer. Le non-respect de ces restrictions est susceptible de constituer une violation des lois et règlements applicables en matière boursière.

La Société et l'Initiateur décline toute responsabilité en cas de violation par toute personne des restrictions légales ou réglementaires applicables.

1.3.12. Calendrier indicatif de l'Offre

Dates	Principales étapes de l'Offre
1 ^{er} octobre 2025	- Dépôt du projet d'Offre et du Projet de Note d'Information auprès de l'AMF - Dépôt du Projet de Note en Réponse de la Société auprès de l'AMF, incluant l'avis motivé du conseil d'administration et le rapport de l'expert indépendant
2 octobre 2025	- Mise à disposition du public au siège de la Société du Projet de Note en Réponse et publication sur le site Internet de l'AMF (www.amf-france.org) et sur le site internet commun de Box BidCo et de la Société (www.eqt-waga-energy.com) - Mise à disposition du public au siège de l'Initiateur et des Banques Présentatrices et mise en ligne du Projet de Note d'Information sur les sites Internet de l'AMF (www.amf-france.org) et sur le site internet commun de Box BidCo et de la Société (www.eqt-waga-energy.com) - Publication par l'Initiateur d'un communiqué de presse annonçant le dépôt de l'Offre et la mise à disposition du Projet de Note d'Information - Diffusion par la Société d'un communiqué de presse annonçant le dépôt de l'Offre et la mise à disposition du Projet de Note en Réponse - Début des acquisitions par l'Initiateur conformément à la Section 1.3.10 du Projet de Note d'Information
21 novembre 2025	- Décision de conformité de l'Offre délivrée par l'AMF, emportant visa de la Note d'Information de l'Initiateur et de la Note en Réponse de la Société
21 novembre 2025	- Mise à disposition du public au siège social de l'Initiateur et des Banques Présentatrices de la Note d'Information de l'Initiateur et publication sur le site internet de l'AMF (www.amf-france.org) ainsi que sur le site internet commun de Box BidCo et Waga Energy (www.eqt-waga-energy.com) - Mise à disposition du public au siège social de la Société de la Note en Réponse de la Société et publication sur le site internet de l'AMF (www.amf-france.org) ainsi que sur le site internet commun de Box BidCo et Waga Energy (www.eqt-waga-energy.com) - Dépôt auprès de l'AMF des informations relatives notamment aux caractéristiques juridiques, financières, comptables de l'Initiateur - Dépôt auprès de l'AMF des informations relatives notamment aux caractéristiques juridiques, financières, comptables de la Société
21 novembre 2025	- Mise à disposition du public des informations de l'Initiateur relatives notamment à ses caractéristiques juridiques, financières, comptables et publication sur le site internet de l'AMF (www.amf-france.org) ainsi que sur le site internet commun de Box BidCo et de la Société (www.eqt-waga-energy.com) - Publication par l'Initiateur d'un communiqué de presse précisant les modalités de mise à disposition au public de la Note d'Information et des informations relatives notamment aux caractéristiques juridiques, financières, comptables de l'Initiateur - Mise à disposition du public des informations relatives notamment à ses caractéristiques juridiques, financières, comptables de la Société et publication sur le site internet de l'AMF (www.amf-france.org) ainsi que sur le site internet commun de Box BidCo et de la Société (www.eqt-waga-energy.com) - Publication par la Société d'un communiqué de presse précisant les modalités de mise à disposition au public de la Note en Réponse et des informations relatives notamment aux caractéristiques juridiques, financières, comptables de la Société
21 novembre 2025	- Publication par l'AMF de l'avis d'ouverture de l'Offre

Dates	Principales étapes de l'Offre
	- Publication par Euronext Paris de l'avis relatif à l'Offre et à ses modalités
24 novembre 2025	- Ouverture de l'Offre
12 décembre 2025	- Clôture de l'Offre
15 décembre 2025	- Publication par l'AMF de l'avis de résultat de l'Offre.
19 décembre 2025	- Règlement-livraison de l'Offre semi-centralisée par Euronext Paris
Au plus tôt le 29 décembre 2025	- Mise en œuvre de la procédure de Retrait Obligatoire, le cas échéant

1.3.13. Frais de courtage et rémunération des intermédiaires

A l'exception de ce qui est indiqué ci-dessous, aucun frais ni commission ne sera remboursé ou versé par l'Initiateur à un détenteur ayant apporté ses Actions à l'Offre, ni à aucun intermédiaire ou personne ayant sollicité l'apport d'actions à l'Offre.

L'Initiateur prendra à sa charge les frais de courtage et la TVA afférente payés par les porteurs d'Actions ayant apporté leurs Actions à l'Offre semi-centralisée, dans la limite de 0,30 % (hors TVA) du montant des Actions apportées dans le cadre de l'Offre et dans la limite de 150 euros par dossier (TVA comprise). Les actionnaires susceptibles de bénéficier du remboursement des frais de courtage comme évoqué ci-dessus (et de la TVA afférente) ne sont que les porteurs d'Actions inscrits en compte le jour précédent l'ouverture de l'Offre et qui apportent leurs Actions dans le cadre de l'Offre semi-centralisée. Les actionnaires qui cèdent leurs Actions sur le marché ne pourront pas bénéficier dudit remboursement desdits frais de courtage (et de la TVA afférente).

2. PROCÉDURE D'INFORMATION ET DE CONSULTATION DU COMITÉ SOCIAL ET ÉCONOMIQUE DE LA SOCIÉTÉ (CSE)

Le Comité Social et Economique de la Société a été consulté, conformément aux dispositions des articles L. 2312-8 et suivants du Code du travail, sur l'Opération de Bloc et l'Offre et a émis un avis favorable le 17 juin 2025.

3. AVIS MOTIVÉ DU CONSEIL D'ADMINISTRATION

3.1. Composition du conseil d'administration de la Société

A la date de la Note en Réponse, le conseil d'administration de la Société est composé comme suit :

- Asis Echaniz, président du conseil d'administration,
- Mathieu Lefebvre, administrateur et directeur général,
- Guénaél Prince, administrateur,
- Anne Lapierre, administratrice indépendante et présidente du Comité *ad hoc*,
- Dominique Gruson, administrateur indépendant et membre du Comité *ad hoc*,
- Anne de Bagneux, administratrice indépendante et membre du Comité *ad hoc*,
- Patrick Jaslowitzer, administrateur,

- Noura Loukil, administratrice,
- Sara Huda, administratrice,
- Philippe Delpech, administrateur, et
- Girish Sankar, censeur.

3.2. Avis motivé du conseil d'administration sur l'Offre

Conformément à l'article 231-19 du règlement général de l'AMF, les membres du conseil d'administration se sont réunis le 1^{er} octobre 2025, sous la présidence d'Asis Echaniz, afin d'examiner l'Offre et d'émettre un avis motivé sur l'intérêt et les conséquences de l'Offre pour la Société, ses actionnaires et ses salariés. Tous les membres du conseil d'administration étaient présents en personne ou par vidéoconférence, ou représentés.

Un extrait du procès-verbal de cette réunion en date du 1^{er} octobre, 2025, et contenant l'avis motivé du conseil d'administration est reproduit ci-après :

*« Le Président donne la parole à Mathieu Lefebvre, administrateur et directeur général de la Société, lequel rappelle que le Conseil s'est réuni ce jour, conformément aux dispositions de l'article 231-19 du règlement général de l'Autorité des marchés financiers (l'« **AMF** »), pour émettre un avis motivé sur l'intérêt et les conséquences de l'offre publique d'achat simplifiée obligatoire portant sur les actions de la Société (les « **Actions** ») qui sera déposée par Box BidCo (l'« **Initiateur** ») au prix de 21,55 euros par Action (le « **Prix de l'Offre** ») qui peut être augmenté (i) d'un potentiel complément de prix d'un montant maximum de 2,15 euros par Action (le « **Complément de Prix** »), en fonction du montant net des crédits d'impôt d'investissement fédéraux américains (« **ITCs** ») monétisés par la Société ou l'une de ses filiales (le « **Groupe** ») au 30 juin 2028 et/ou (ii) dans le cadre d'un mécanisme d'ajustement de prix (l'« **Ajustement de Prix Potentiel** ») dans les conditions décrites dans la documentation relative à l'Offre (telle que définie ci-après) et sur les conséquences que le projet d'offre publique d'achat simplifiée à déposer par l'Initiateur (l'« **Offre** ») aurait pour la Société, ses actionnaires et ses employés, y compris dans la perspective d'un retrait obligatoire si les conditions sont réunies (le « **Retrait Obligatoire** »).*

*Le directeur général rappelle que le fonds d'investissement EQT (« **EQT** ») a adressé à la Société, le 21 février 2025, une offre indicative en vue d'acquérir une participation majoritaire dans la Société, que le Conseil a accueilli favorablement lors de sa réunion du 26 février 2025 (le « **Projet** »). Mathieu Lefebvre, Guénaél Prince et Nicolas Paget (les « **Fondateurs** »), la Société et Holweb ont alors accordé à EQT une période d'exclusivité pour les négociations sur le Projet. Après avoir soumis une offre indicative révisée le 22 mai 2025 et une fois les documents relatifs au Projet finalisés, l'Initiateur, indirectement contrôlé par EQT, a adressé une offre ferme à la Société et à ses principaux actionnaires le 5 juin 2025.*

*A cette même date, l'Initiateur et sa société mère Box TopCo ont conclu une promesse d'achat avec les Fondateurs, Holweb S.A.S. (« **Holweb** ») et les actionnaires historiques Starquest Capital, Tertium Invest, Noria Invest, Swen Impact Fund for Transition et ALIAD (les « **Actionnaires Cédants** ») en vue d'acquérir, par le biais de l'Opération de Bloc (telle que définie ci-après), 14 462 512 Actions représentant environ 56,33 % du capital social de la Société au Prix de l'Offre, augmenté du Complément de Prix potentiel et/ou de l'Ajustement de Prix Potentiel.*

*Le directeur général fait ensuite référence à la réunion du Conseil d'administration du 6 juin 2025, au cours de laquelle le Conseil (i) a exprimé un avis favorable préliminaire sous réserve de l'examen du rapport qui sera préparé par l'expert indépendant pour se prononcer sur le caractère équitable des conditions financières de l'Offre et (ii) a autorisé la conclusion entre la Société et l'Initiateur d'un accord de coopération dans le cadre de la mise en œuvre de l'Offre (l'« **Accord de Coopération** »). Le*

même jour, l'Initiateur et la Société ont diffusé un communiqué de presse conjoint annonçant qu'ils étaient entrés en négociations exclusives concernant le Projet.

Le 24 juin 2025, à l'issue de la procédure d'information consultation du comité social et économique de la Société ainsi que de l'exercice de la promesse d'achat par les Actionnaires Cédants, l'Initiateur, en tant qu'acquéreur, et Box TopCo ont conclu un contrat d'acquisition d'actions (le « **SPA** ») avec les Actionnaires Cédants en vue de l'acquisition de 10 569 531 Actions représentant environ 41,16 % du capital social de la Société au Prix de l'Offre (l'« **Acquisition de Bloc** »), pouvant être augmenté du Complément de Prix potentiel et/ou de l'Ajustement de Prix Potentiel. En outre, il a également été convenu que 3 892 981 Actions détenues par les Fondateurs et Holweb, représentant environ 15,16 % du capital social de la Société, seront apportées à l'Initiateur ou à Box TopCo, selon le cas (les « **Apports** » et, ensemble avec l'Acquisition de Bloc, l'« **Opération de Bloc** »). L'Initiateur et la Société ont également conclu l'Accord de Coopération précédemment autorisé.

Le 15 septembre 2025, le SPA a été modifié par les parties afin d'autoriser, notamment, certains dons d'Actions effectués par Mathieu Lefebvre et Nicolas Paget au bénéfice de leurs enfants, de sorte que ces derniers soient considérés comme des Actionnaires Cédants au titre du SPA et soient ainsi tenus de transférer les Actions données à l'Initiateur lors de la réalisation de l'Opération de Bloc.

L'Opération de Bloc a été réalisée le 17 septembre 2025 conformément aux termes et conditions du SPA après l'obtention par l'Initiateur des autorisations réglementaires requises en vertu du SPA pour la réalisation de l'Opération de Bloc, à savoir l'autorisation en matière de contrôle des concentrations aux États-Unis et l'autorisation en matière d'investissements directs étrangers en France. En conséquence, l'Initiateur détient, directement et par assimilation, 14 502 972 Actions et droits de vote théoriques (soit environ 56,48 % du capital social et 53,18 % des droits de vote théoriques de la Société), en ce compris 40 460 Actions auto-détenues par la Société (les « **Actions Auto-Détenues** ») assimilées à des Actions détenues par l'Initiateur conformément aux dispositions de l'article L. 233-9, I, 2° du Code de commerce.

A la suite de l'Opération de Bloc, l'Initiateur a franchi à la hausse les seuils de 30 % du capital et des droits de vote de la Société. Il est donc tenu de déposer l'Offre en application de l'article L. 433-3, I du Code monétaire et financier et de l'article 234-2 du règlement général de l'AMF.

En application de l'article 231-13 du règlement général de l'AMF, BNP Paribas et Rothschild & Co Martin Maurel agissant en qualité de banques présentatrices de l'Offre (ensemble les « **Banques Présentatrices** ») déposeront l'Offre ainsi que le Projet de Note d'Information (tel que défini ci-après) auprès de l'AMF pour le compte de l'Initiateur.

Conformément à l'article 231-6 du règlement général de l'AMF, l'Offre viserait toutes les Actions, existantes ou à émettre, qui ne sont pas détenues directement ou par assimilation par l'Initiateur, c'est-à-dire les Actions autres que les Titres Exclus (tels que définis ci-après) :

- qui sont déjà émises, soit un maximum de 11 173 634 Actions ; et
- qui pourraient être émises avant la clôture de l'Offre suite à l'exercice des BSPCE 2019, des BSPCE 2021, des Stock-Options 2021 et de la partie acquise des BSPCE 2023 et des Stock-Options 2023 (les instruments 2023 étant « hors de la monnaie » leur prix d'exercice respectif étant supérieur au Prix de l'Offre) attribués par la Société (ensemble les « **Titres Exerçables** »), soit un maximum de 1 314 346 Actions correspondant à l'ensemble des Titres Exerçables acquis mais non exercés,

soit un nombre maximum de 12 487 980 Actions visées par l'Offre.

Il est précisé que l'Offre ne viserait pas :

- les Actions Auto-Détenues ;*
- les Titres Exerçables qui seront couverts par des accords de liquidité ou d'indemnisation spécifiques, selon le cas, ainsi que toutes les Actions qui pourraient résulter de l'exercice de ces Titres Exerçables ; et*
- (i) la partie non acquise des BSPCE 2023 et des Stock-Options 2023 ainsi que des BSPCE 2024 et des Stock-Options 2024 (ensemble, les « **Titres Non Exerçables** ») qui seront couverts par des accords de liquidité ou d'indemnisation spécifiques, selon le cas, ainsi que (ii) toutes les Actions pouvant résulter de l'exercice, lorsque cela est permis par leurs plans respectifs, de ces Titres Non Exerçables, soit un maximum de 911 254 Actions pouvant résulter de leur exercice (ces Actions étant juridiquement et techniquement indisponibles ne peuvent être apportées à l'Offre),*

*ensemble, les « **Titres Exclus** ».*

L'Offre, qui serait ouverte pendant 15 jours de bourse, serait réalisée selon la procédure simplifiée par voie d'acquisitions sur le marché et d'une offre semi-centralisée sur Euronext Paris.

L'Initiateur a également annoncé son intention de demander la mise en œuvre d'une procédure de Retrait Obligatoire auprès de l'AMF pour les Actions non apportées à l'Offre par les actionnaires minoritaires afin de se voir transférer les Actions non apportées à l'Offre (hors Titres Exclus), dès lors que celles-ci ne représenteraient pas plus de 10% du capital et des droits de vote de la Société à l'issue de l'Offre.

*Le directeur général rappelle également que, conformément aux dispositions de l'article 261-1, III du règlement général de l'AMF et de la recommandation AMF 2006-15, le Conseil, lors de sa réunion du 26 février 2025, a constitué un comité ad hoc (le « **Comité ad hoc** ») composé uniquement d'administrateurs indépendants, à savoir Mme. Anne Lapierre en tant que présidente, M. Dominique Gruson et Mme. Anne de Bagneux, dans le but notamment de (i) recommander au Conseil un expert indépendant pour évaluer le caractère équitable des conditions financières de l'Offre et pour assister le Comité ad hoc et le Conseil dans l'évaluation des conditions de l'Offre, (ii) suivre les négociations relatives à l'Offre ainsi que le travail de l'Expert Indépendant (tel que défini ci-dessous), (iii) tenir le Conseil informé de l'avancement de ces négociations, et (iv) faire une recommandation au Conseil sur le bien-fondé et les conditions proposées de l'Offre envisagée.*

*Parmi les différentes propositions reçues d'experts indépendants, le Comité ad hoc a recommandé au Conseil de désigner Finexsi, représenté par M. Olivier Péronnet, en tant qu'expert indépendant, considérant que ce cabinet disposait de l'expertise, des ressources et de la réputation professionnelle les plus appropriées pour cette mission. Le Comité ad hoc a notamment pris en compte l'expérience et les qualifications des membres de l'équipe affectée à la mission, sa disponibilité, ainsi que les ressources humaines et matérielles dédiées à la mission, telles que décrites dans la proposition de Finexsi. M. Olivier Péronnet, pour le compte de Finexsi, avait précédemment confirmé que le cabinet n'était pas en situation de conflit d'intérêts. Sur recommandation du Comité ad hoc, le Conseil, lors de sa réunion du 7 mars 2025, a désigné Finexsi, représentée par M. Olivier Péronnet, en qualité d'expert indépendant conformément à l'article 261-1, I et II du règlement général de l'AMF (l'« **Expert indépendant** »).*

Le directeur général rappelle également que l'Expert Indépendant, la direction de la Société, les Banques Présentratrices et les conseils juridiques de la Société ont échangé à plusieurs reprises afin de fournir à l'Expert Indépendant toutes les informations nécessaires à l'établissement de son attestation d'équité et de suivre les travaux de l'Expert Indépendant.

Le Conseil d'administration constate que l'Expert Indépendant a confirmé avoir reçu toutes les informations nécessaires à la remise de son attestation d'équité.

Le directeur général rappelle en outre que le comité social et économique de la Société a également été consulté, conformément aux dispositions des articles L. 2312-8 et suivants du Code du travail, sur l'Opération de Bloc et l'Offre envisagées et a émis un avis favorable le 17 juin 2025.

Préalablement à la présente réunion, les administrateurs ont pu examiner les documents suivants :

- le projet de note d'information établi par l'Initiateur conformément à l'article 231-18 du règlement général de l'AMF (le « **Projet de Note d'Information** ») contenant les caractéristiques du projet d'Offre, notamment les motivations et intentions de l'Initiateur pour les douze (12) mois à venir, ainsi qu'une synthèse des éléments d'appréciation du Prix de l'Offre, qui figure à la section 4 du Projet de Note d'Information ;*
- l'avis favorable du comité social et économique de la Société sur l'Opération de Bloc et l'Offre envisagées, émis le 17 juin 2025 ;*
- le projet de document présentant les autres informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de l'Initiateur ;*
- le rapport final de l'Expert Indépendant qui conclut que les conditions financières de l'Offre, et notamment le Prix de l'Offre augmenté, le cas échéant, du Complément de Prix potentiel, sont équitables pour les actionnaires de la Société, y compris en cas de mise en œuvre du Retrait Obligatoire ;*
- le projet de note en réponse préparé par la Société conformément à l'article 231-19 du règlement général de l'AMF, qui sera déposé auprès de l'AMF en même temps que l'Offre et le Projet de Note d'Information et qui doit encore être complété par l'avis motivé du Conseil sur l'Offre (le « **Projet de Note en Réponse** ») ;*
- le projet de document présentant les autres informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables la Société ; et*
- le projet de communiqué normé relatif au Projet de Note en Réponse préparé par la Société en application de l'article 231-26 du règlement général de l'AMF.*

Le Conseil d'administration rappelle que, pour lui permettre d'accomplir avec diligence sa mission d'analyse de l'Offre et d'émettre un avis motivé sur cette Offre, il s'est fait assister par Lazard Frères SAS agissant en qualité de conseil financier.

Le directeur général donne ensuite la parole à Mme Anne Lapierre (présidente du Comité ad hoc) qui explique que le Comité ad hoc s'est réuni 13 dont 8 réunions avec l'Expert Indépendant dans le cadre de sa mission. Les membres du Comité ad hoc ont échangé avec l'Expert Indépendant et le conseil juridique de la Société au cours de réunions régulières et de discussions informelles.

Madame Anne Lapierre précise en outre que le Comité ad hoc n'a pas eu connaissance d'éléments susceptibles de remettre en cause le bon déroulement des travaux de l'Expert Indépendant.

Le Comité ad hoc a participé à des réunions de travail avec des membres de Finexsi, dont M. Olivier Péronnet, afin de suivre ses travaux dans le cadre de l'Offre et de s'assurer que l'Expert Indépendant disposait à tout moment de toutes les informations nécessaires à l'accomplissement de sa mission et qu'il était en mesure de mener ses travaux dans des conditions satisfaisantes et dans les délais prévus.

Les détails des interactions entre les membres du Comité ad hoc et Finexsi sont inclus dans le rapport de l'Expert Indépendant.

Conclusions de l'Expert Indépendant

Anne Lapierre présente ensuite les travaux de Finexsi (représenté par M. Olivier Péronnet) sur la valorisation de l'Offre et les conclusions sur l'Offre figurant dans le rapport final de Finexsi, qui sont annexés au Projet de Note en Réponse :

« En ce qui concerne l'actionnaire de la Société

La présente Offre Publique d'Achat Simplifiée, suivie le cas échéant d'un Retrait Obligatoire de la part de l'Initiateur, est proposée à l'ensemble des actionnaires au prix d'Offre de 21,55 € par action.

Ce prix d'Offre pourrait être augmenté d'un complément de prix d'un montant maximum de 2,15 € par action.

Le Prix d'Offre, en ce compris l'éventuel Complément de Prix, correspond à celui ressortant du contrat d'acquisition d'actions conclu par l'Initiateur avec les Fondateurs, Holweb et les Investisseurs pour l'Acquisition du Bloc de Contrôle, dont la réalisation est intervenue le 17 septembre 2025. Cette transaction constitue une référence majeure, en particulier pour ce qui concerne les cessions des Investisseurs qui ne sont assorties d'aucun réinvestissement.

Le prix d'Offre extériorise une prime de 9,1 % sur la valeur centrale de la méthode DCF, méthode retenue à titre principal. Celle-ci est fondée sur le plan d'affaires du Management qui apparaît volontariste. Elle suppose que ce BP s'exécute sans aléa majeur notamment quant au rythme de croissance anticipé à court et moyen terme.

Il permet donc selon nous de donner la pleine valeur des développements futurs, en ce compris pour les projets qu'il intègre qui nécessiteraient pour être financés sur une base standalone un recours à des augmentations de fonds propres, sur la base de valorisations incertaines.

L'Offre donne un accès immédiat à la liquidité aux actionnaires de Waga Energy qui le souhaitent, avec une prime de 26,8 % sur le dernier cours de bourse précédant l'annonce de l'Offre, et une prime de 67,1 % par rapport au cours de bourse moyen 60 jours.

Concernant la méthode analogique des comparables boursiers, présentée à titre secondaire, le prix d'Offre fait ressortir des primes de 235,4 % et 4.705,8 % sur la fourchette de valeurs extériorisées, étant rappelé que la pertinence des résultats selon cette méthode est à relativiser du fait de la comparabilité limitée des sociétés constituant l'échantillon.

Concernant la méthode analogique des transactions comparables, le prix d'Offre extériorise des primes comprises de 163 % et 225 %. Au même titre que la méthode des comparables boursiers, cette approche est présentée à titre secondaire.

La référence aux objectifs de cours publiés par les analystes avant l'annonce de l'Offre fait pour sa part ressortir des décotes entre 2 % à 28,2 % avant prise en compte du Complément de Prix et se situerait dans le bas de fourchette des objectifs de cours après prise en compte du Complément de Prix. Nous considérons cette référence à titre secondaire du fait notamment du niveau d'ambition déjà reflété dans le BP qui nous semble la référence la plus pertinente.

Le Complément de Prix prévu dans les modalités de l'Offre et qui n'est pas factorisé dans nos évaluations permet à l'actionnaire qui apporterait ses titres à l'Offre d'accéder au bénéfice de l'éventuelle monétisation de l'ITC concernant les projets éligibles au mécanisme, pour autant qu'elle intervienne dans le délai prévu à fin 2028.

En ce qui concerne les accords connexes

L'examen des accords pouvant avoir une influence significative sur l'appréciation ou l'issue de l'Offre, tels que présentés dans le projet de note d'information, à savoir (i) les contrats d'apport des Fondateurs, (ii) le réinvestissement des Managers, (iii) le plan d'attribution gratuite d'actions, (iv) le pacte d'actionnaires, et (v) les contrats de liquidité, n'a pas fait apparaître de disposition de nature à remettre en cause, selon nous, le caractère équitable de l'Offre d'un point de vue financier.

En conséquence, et à la date du présent rapport, nous sommes d'avis que le prix d'Offre de 21,55 € par action assorti du Complément de Prix, est équitable d'un point de vue financier pour les actionnaires de Waga Energy, y compris en cas de mise en œuvre d'un Retrait Obligatoire. »

Conclusions et recommandations du Comité ad hoc

Mme Anne Lapierre a ensuite informé le Conseil de la recommandation du Comité ad hoc, qui a notamment noté les points suivants :

- la cotation des Actions sur le marché réglementé d'Euronext Paris ne permet pas au Groupe de disposer de ressources suffisantes pour financer son développement au-delà de 2026 lorsque la Société devra déployer des capitaux importants à un rythme permettant d'accélérer sa croissance et de s'implanter rapidement sur des marchés clés, comme l'Amérique du Nord ;*
- bien que l'Initiateur n'anticipe pas la réalisation de synergies de coûts ou de revenus avec la Société après la réalisation de l'Offre, l'Initiateur apparaît comme un actionnaire financier à long terme approprié, figurant déjà parmi les leaders mondiaux dans le secteur des énergies renouvelables, avec la capacité opérationnelle globale et l'accès au capital d'échelle nécessaires pour soutenir la prochaine phase de croissance de la Société ;*
- l'Offre permettra aux actionnaires minoritaires de la Société d'obtenir une liquidité immédiate et complète sur leurs Actions avec un Prix d'Offre par Action représentant une prime de 26,8 % sur le dernier cours de l'action de 17,00 euros (prime maximale de 39,4 % après Complément de Prix potentiel) au 5 juin 2025 (soit le dernier jour de cotation avant l'annonce de l'Offre), et une prime de 34,2 %, 70,1 %, 62,2 % et 50,6 %, respectivement, sur les cours moyens pondérés par les volumes (VWAP) sur 20 jours, 60 jours, 120 jours et 250 jours avant l'annonce de l'Offre, ainsi que des primes maximales de 47,6 %, 87,0 %, 78,4 % et 65,6 % post Complément de Prix potentiel, respectivement, sur les cours moyens pondérés par les volumes (VWAP) sur 20 jours, 60 jours, 120 jours et 250 jours avant l'annonce de l'Offre, le 6 juin 2025 ;*
- les mécanismes de liquidité qui seront mis en place avec les détenteurs de BSPCE et de Stock-Options assurent un traitement équitable de tous les détenteurs de titres de la Société puisqu'ils sont tous basés sur le Prix de l'Offre ou, pour les BSPCE et Stock-Options 2023 concernés, prévoient une indemnité équitable ; et*
- le plan d'affaires de la Société soumis à l'Expert Indépendant, et qui a été présenté au Conseil le 28 mai 2025 et le 29 septembre 2025 préalablement à la présente décision, reflète la meilleure estimation possible des prévisions de la Société qui sont cohérentes avec la communication financière de la Société à ce jour ; il n'y a pas d'autres données prévisionnelles pertinentes.*

Le Comité ad hoc a également pris acte :

- des intentions de l'Initiateur pour les douze prochains mois, notamment en matière de stratégie et de politique industrielle, commerciale et financière, ainsi que de politique de l'emploi, et des éléments d'appréciation du prix présentés dans le Projet de Note d'Information ;*

- du rapport final de l'Expert Indépendant qui conclut (i) que les termes de l'Offre sont équitables d'un point de vue financier, y compris dans le cadre d'un Retrait Obligatoire, et (ii) que les accords liés à l'Offre ne sont pas susceptibles de porter atteinte aux intérêts des actionnaires de la Société ; et
- les actionnaires bénéficieraient, le cas échéant, du Complément de Prix potentiel et de l'Ajustement de Prix Potentiel.

A la lumière de ces éléments, le Comité ad hoc a examiné les mérites de l'Offre pour la Société, ses actionnaires et ses salariés, et a conclu qu'elle était dans leurs intérêts respectifs.

Par conséquent, suite à sa réunion du 29 septembre 2025, le Comité ad hoc recommande au Conseil d'administration d'émettre un avis motivé favorable sur le projet d'Offre tel qu'il lui a été présenté.

Le directeur général propose aux membres du Conseil (i) d'examiner les termes du projet d'Offre et (ii) d'émettre un avis motivé sur l'intérêt de l'Offre pour la Société, ses actionnaires et ses employés.

Une discussion sur l'Offre proposée a lieu entre les membres du Conseil, en particulier sur les intentions de l'Initiateur telles que décrites dans le Projet de Note d'Information et les conséquences de l'Offre pour la Société, ses actionnaires et ses employés.

Afin d'éviter tout conflit d'intérêt potentiel et d'assurer le quorum et la majorité requis pour la validité de cette décision, Mathieu Lefebvre, Guénaél Prince, Asis Echaniz, Patrick Jaslowitzer, Noura Loukil, Sara Huda (représentée par Asis Echaniz) et Philippe Delpech (représenté par Patrick Jaslowitzer) s'engagent à voter conformément à la recommandation du Comité ad hoc composé uniquement d'administrateurs indépendants, qui ne sont pas en situation de conflit d'intérêts à l'égard de l'Offre.

Le Conseil d'administration, sur recommandation du Comité ad hoc, après délibération et à l'unanimité des membres présents et représentés :

confirme avoir examiné les termes de l'Offre qui lui ont été présentés, les raisons et intentions de l'Initiateur, les éléments de valorisation figurant dans le Projet de Note d'Information et le rapport de l'Expert Indépendant,

prend acte des conclusions du rapport de l'Expert Indépendant,

considère que l'Offre est conforme aux intérêts de la Société et de ses salariés, notamment parce que l'Offre ne devrait pas avoir d'impact particulier sur l'emploi, et qu'elle est en ligne avec la stratégie de la Société en lui permettant de bénéficier du soutien d'un actionnaire de référence de long terme aligné sur sa stratégie de développement et ayant la capacité de l'accompagner dans la prochaine phase de son développement,

considère que l'Offre est conforme aux intérêts des actionnaires minoritaires en leur permettant de bénéficier d'une liquidité immédiate sur la totalité des titres qu'ils détiennent avec une prime significative par rapport aux moyennes des cours de bourse pertinents et au même prix que celui proposé aux Actionnaires Cédants (en ce compris le Complément de Prix potentiel et l'Ajustement de Prix Potentiel),

attire l'attention des actionnaires sur le fait qu'une liquidité moindre pourrait exister sur le marché après l'Offre en l'absence de Retrait Obligatoire,

décide d'approuver, dans leur intégralité, les observations, conclusions et recommandations du Comité ad hoc, d'émettre un avis motivé favorable sur le projet d'Offre tel qu'il lui a été présenté et de recommander aux actionnaires de la Société d'apporter leurs Actions à l'Offre,

prend acte que les 40 460 Actions Auto-Détenues au moment de l'Offre sont assimilées aux actions détenues par l'Initiateur en vertu de l'article L. 233-9, I, 2° du Code de commerce et ne sont pas visées par l'Offre et ne seront donc pas apportées à l'Offre,

approuve le Projet de Note en Réponse, et

autorise, en tant que de besoin, le directeur général de la Société à :

- finaliser le Projet de Note en Réponse, ainsi que tout autre document qui pourrait être nécessaire dans le cadre de l'Offre, y compris le projet de document présentant les autres informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables la Société à déposer auprès de l'AMF et à publier conformément aux dispositions de l'article 231-28 du règlement général de l'AMF ;*
- préparer, signer et déposer auprès de l'AMF tous les documents et attestations requis dans le cadre de l'Offre ;*
- et plus généralement prendre toutes les dispositions et mesures nécessaires à la réalisation de l'Offre, y compris conclure et signer, au nom et pour le compte de la Société, toutes les transactions et tous les documents nécessaires à la réalisation de l'Offre, notamment tous les communiqués de presse ».*

3.3. Réunion complémentaire du conseil d'administration de la Société

Le Comité *ad hoc* et le conseil d'administration se sont réunis, respectivement, le 24 octobre 2025 et le 31 octobre 2025 pour examiner le rapport remis par Finexsi sur les conditions financières de l'Offre et du Retrait Obligatoire daté du 31 octobre 2025 annulant et remplaçant le précédent rapport de Finexsi daté du 1^{er} octobre 2025.

Tous les administrateurs étaient présents ou représentés, étant précisé que, pour éviter tout conflit d'intérêt potentiel et assurer le quorum et la majorité requis pour la validité de cette décision, Mathieu Lefebvre, Guénaël Prince, Asis Echaniz, Patrick Jaslowitzer, Noura Loukil, Sara Huda et Philippe Delpech s'étaient préalablement engagés à voter conformément à la recommandation du Comité *ad hoc* composé uniquement d'administrateurs indépendants, qui ne sont pas en situation de conflit d'intérêts à l'égard de l'Offre.

Le conseil d'administration, sur la recommandations du Comité *ad hoc* et après avoir constaté que le rapport de Finexsi daté du 31 octobre 2025 ne comportait que des compléments d'informations non significatifs, a décidé, après en avoir délibéré, de confirmer son avis motivé favorable sur l'Offre émis le 1^{er} octobre 2025 et reproduit en Section 3.2, qui demeure inchangé.

4. INTENTIONS DES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION ET INTENTIONS DE LA SOCIÉTÉ RELATIVE AUX ACTIONS AUTO-DÉTENUES

A la date de la Note en Réponse, aucun des membres du conseil d'administration de la Société ne détient d'Actions, à l'exception de M. Dominique Gruson qui détient indirectement 2 500 Actions via la société Ornalys SRL dont il est également le gérant. M. Dominique Gruson, en qualité de gérant d'Ornalys SRL, a fait part à la Société de son intention d'apporter les 2 500 Actions détenues par Ornalys SRL à l'Offre, dans le cadre de la procédure semi-centralisée par Euronext Paris décrite à la Section 1.3.9.2.

A la date de la Note en Réponse, la Société détient 40 460 Actions Auto-détenues et assimilées aux Actions détenues par l'Initiateur conformément aux dispositions de l'article L. 233-9, I, 2° du Code de commerce.

Le 1^{er} octobre 2025, le conseil d'administration a pris acte que les 40 460 Actions Auto-détenues ne sont pas visées par l'Offre et a confirmé à l'unanimité, en tant que de besoin, que ces Actions Auto-détenues ne seraient pas apportées à l'Offre.

5. ACCORDS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE SUR L'APPRÉCIATION OU L'ISSUE DE L'OFFRE

5.1. Réinvestissement des Fondateurs et autres dirigeants

5.1.1. Description du réinvestissement

EQT Box TopCo S.à r.l., d'une part, et les Fondateurs (et Holweb), d'autre part, ont conclu un accord (*term sheet*) le 5 juin 2025, afin de définir les principales dispositions du plan d'investissement devant être mis en place au niveau de Box TopCo, au bénéfice des Fondateurs (et Holweb) (le « **Réinvestissement des Fondateurs** ») et de certains salariés, dirigeants et mandataires sociaux du Groupe (les « **Cadres Clés** », le « **Réinvestissement des Cadres Clés** »).

Le Réinvestissement des Fondateurs prévoit un investissement des Fondateurs (et d'Holweb) en actions ordinaires de Box TopCo, financé par l'apport d'une partie du produit de la cession des Actions reçues dans le cadre de l'Opération de Bloc.

Le Réinvestissement des Cadres Clés consiste en un investissement des Cadres Clés en actions ordinaires de Box TopCo, financé par l'apport de tout ou partie du produit de la cession des Actions à Box BidCo. Lesdites actions ordinaires de Box TopCo à émettre dans le cadre du Réinvestissement des Cadres Clés seront souscrites à la valeur de marché déterminée, le cas échéant, par un expert sur la base d'un prix de référence par action Box TopCo égal au Prix de l'Offre.

Le Réinvestissement des Fondateurs et le Réinvestissement des Cadres Clés incluent l'attribution gratuite aux Fondateurs et aux Cadres Clés d'actions de préférence de Box TopCo, conformément au régime juridique prévu aux articles L. 225-197-1 et suivants du Code de commerce, dont les droits financiers dépendent de l'atteinte d'un taux de rentabilité interne (« TRI ») cible par les actionnaires de Box TopCo à l'occasion d'une sortie.

Le Réinvestissement des Fondateurs a eu lieu à la date de réalisation de l'Opération de Bloc, lors de laquelle les Fondateurs ont réinvesti une part significative de leurs produits dans Box BidCo aux côtés d'EQT Box TopCo S.à r.l., assurant ainsi la poursuite de l'alignement et de l'implication active des Fondateurs dans le développement à long terme de la Société.

Les Cadres Clés devraient procéder à leur réinvestissement au plus tard dans les vingt (20) jours ouvrés suivant la publication des résultats de l'Offre (la « **Date de Réinvestissement des Cadres Clés** »).

Dans le cadre du Réinvestissement des Fondateurs, EQT, d'une part, et les Fondateurs (et Holweb), d'autre part, ont conclu un pacte d'actionnaires (le « **Pacte d'Actionnaires Box TopCo** ») relatif à Box TopCo. Il est prévu que les Cadres Clés adhèrent ultérieurement au Pacte d'Actionnaires Box TopCo (ou à une version simplifiée de celui-ci) à la Date de Réinvestissement des Cadres Clés.

5.1.2. Description du Pacte d'Actionnaires Box TopCo

5.1.2.1. *Gouvernance de Box TopCo*

Les dispositions suivantes seront applicables à la gouvernance de Box TopCo :

- Box TopCo est une société par actions simplifiée de droit français qui sera dirigée par un Président et un ou plusieurs Directeurs Généraux et/ou Directeurs Généraux Délégués, lesquels disposeront de tous les pouvoirs nécessaires à la gestion courante de Box TopCo, sous réserve des pouvoirs de supervision conférés au conseil de surveillance (le « **Conseil de**

Surveillance »).

- Le Conseil de Surveillance pourra être composé de dix (10) membres au maximum, personnes physiques ou morales. Le Conseil de Surveillance pourra également comprendre jusqu'à trois (3) censeurs, dont un désigné par les Fondateurs avec l'accord préalable d'EQT Box TopCo S.à r.l et deux (2) désignés par EQT Box TopCo S.à r.l.

Depuis la réalisation de l'Opération de Bloc, le Conseil de Surveillance de Box TopCo est composé de sept (7) membres.

Toute décision du Conseil de Surveillance sera prise à la majorité simple des membres présents ou représentés (chaque membre disposant d'un nombre de voix équivalent au pourcentage de droits de vote détenus lors de l'assemblée générale de Box TopCo par l'actionnaire ayant proposé la nomination dudit membre, divisé par le nombre de membres désignés par cet actionnaire), sous réserve des règles spécifiques applicables à certaines décisions réservées pour lesquelles une majorité renforcée pourra être requise.

À l'issue du Retrait Obligatoire, le Conseil de Surveillance pourrait mettre en place un comité d'audit, un comité des nominations et des rémunérations, un comité de responsabilité sociétale des entreprises et un comité stratégique.

5.1.2.2. Transfert des actions de Box TopCo

Les dispositions suivantes s'appliqueront aux transferts d'actions de Box TopCo :

- Période d'inaliénabilité

Certaines actions de Box TopCo détenues par EQT, les Fondateurs et les Cadres Clés seront inaliénables (à l'exception de certains transferts autorisés) pendant une période de trois (3) ans à compter de la date de réalisation de l'Opération de Bloc (soit le 17 septembre 2028). Certaines actions spécifiques détenues par les Fondateurs seront soumises à une période d'inaliénabilité de dix (10) ans.

- Agrément préalable

Pour certaines actions spécifiques de Box TopCo, tout projet de transfert par un actionnaire minoritaire (à l'exception des transferts autorisés) à un cessionnaire autre que EQT sera soumis au droit d'agrément du Conseil de Surveillance à la majorité simple.

- Droit de premier refus d'EQT Box TopCo S.à r.l.

En cas de transfert par tout actionnaire cédant autre qu'EQT Box TopCo S.à r.l. de tout ou partie de ses actions Box TopCo qui ne constituent pas des Titres de Réinvestissement (tels que définis dans le Pacte d'Actionnaires Box TopCo) (à l'exception des transferts autorisés), EQT Box TopCo S.à r.l. bénéficiera d'un droit de premier refus sur les actions Box TopCo concernées.

- Droit de sortie conjointe

Le Pacte d'Actionnaires de Box TopCo prévoit :

- un droit de sortie conjointe total en cas de transfert par EQT Box TopCo S.à r.l. d'actions de Box TopCo entraînant un changement de contrôle de Box TopCo, permettant aux actionnaires de Box TopCo autres qu'EQT Box TopCo S.à r.l. de céder la totalité (et pas moins que la totalité) de leurs actions Box TopCo (y compris les Titres de Réinvestissement, mais à l'exclusion des actions gratuites Box TopCo non encore acquises ou encore soumises à une période de conservation), aux mêmes conditions que celles proposées à EQT Box TopCo S.à r.l. ;

- un droit de sortie conjointe proportionnel en cas de transfert par EQT Box TopCo S.à r.l. d'actions Box TopCo n'entraînant pas un changement de contrôle, permettant aux autres actionnaires de Box TopCo autres qu'EQT Box TopCo S.à r.l. de céder une fraction proportionnelle de leurs actions ordinaires Box TopCo, aux mêmes conditions que celles proposées à EQT Box TopCo S.à r.l.

- Droit de sortie forcée

Si EQT Box TopCo S.à r.l. reçoit, à l'issue de la période d'inaliénabilité de trois ans mentionnée ci-dessus, une offre ferme d'un acquéreur tiers visant à acquérir, directement ou indirectement, plus de 75 % des actions de Box TopCo, EQT Box TopCo S.à r.l. bénéficiera d'un droit de sortie forcée lui permettant d'exiger des autres actionnaires de Box TopCo qu'ils cèdent l'intégralité de leurs actions Box TopCo (y compris les Titres de Réinvestissement, mais à l'exclusion des actions gratuites non encore acquises ou encore soumises à une période de conservation) à l'acquéreur tiers concerné, aux mêmes conditions (y compris financières, de prix et de paiement) que celles applicables à EQT Box TopCo S.à r.l.

- Sortie par cession ou introduction en bourse

À tout moment après l'expiration de la période d'inaliénabilité de trois ans applicable à EQT Box TopCo S.à r.l. mentionnée ci-dessus, EQT Box TopCo S.à r.l. pourra initier un processus de cession organisé portant sur tout ou partie de sa participation dans Box TopCo.

À tout moment, EQT Box TopCo S.à r.l. pourra initier un processus d'introduction en bourse concernant Box TopCo ou toute autre société du Groupe (y compris la Société si elle devait être retirée de la cote à la suite d'un retrait obligatoire, le cas échéant), étant précisé toutefois qu'EQT Box TopCo S.à r.l. n'a pas l'intention de procéder à une telle opération dans les douze (12) mois suivant, le cas échéant, le retrait de la cote de la Société.

5.2. Liquidité des Fondateurs et des Cadres Clés

EQT Box TopCo S.à r.l. bénéficiera d'une option d'achat portant sur tout ou partie des actions Box TopCo détenues par les Fondateurs et les Cadres Clés en cas de départ de ces derniers du Groupe ou de manquement grave. Réciproquement, les Fondateurs et les Cadres Clés bénéficieront d'une option de vente sur l'intégralité de leurs actions Box TopCo en cas de décès, d'incapacité ou d'invalidité.

Le prix d'exercice de l'option d'achat et de l'option de vente serait égal à la valeur de marché des actions Box TopCo concernées, sous réserve d'une décote liée à l'illiquidité, laquelle variera en fonction du moment et des circonstances du départ ou du manquement grave concerné.

Les Fondateurs et les Cadres Clés bénéficieront d'une option de vente de liquidité contre EQT Box TopCo S.à r.l., exerçable à compter du huitième (8^{ème}) anniversaire de la réalisation de l'Opération de Bloc, leur permettant de céder l'intégralité de leurs actions Box TopCo, à l'exception des Fondateurs qui ne pourront céder qu'une partie de leurs actions Box TopCo. Le prix d'exercice de l'option de vente serait égal à la valeur de marché des actions Box TopCo.

5.3. Traités d'Apport

Le 24 juin 2025, dans le cadre du Réinvestissement des Fondateurs, plusieurs traités d'apport ont été conclus entre les Fondateurs, Holweb, Box BidCo et/ou Box TopCo (les « **Traités d'Apport** », individuellement un « **Traité d'Apport** »). En conséquence, à la date de réalisation de l'Acquisition de Bloc, les Fondateurs et Holweb ont apporté à Box TopCo ou à Box BidCo, selon le cas, un nombre total de 3 892 981 Actions et ont reçu en contrepartie des actions nouvellement émises de Box TopCo ou de Box BidCo, selon le cas.

Les Actions apportées à Box TopCo ont ensuite été apportées à Box BidCo, de sorte qu'à la date de la Note en Réponse, le nombre total de 16 067 923 Actions détenues directement par Box BidCo inclut le nombre total de 3 892 981 Actions apportées par les Fondateurs et Holweb dans le cadre des Traités d'Apport.

5.4. Accord de Coopération à l'Offre

Le 24 juin 2025, l'Initiateur a conclu avec la Société un accord de coopération relatif à l'Offre, en vertu duquel la Société s'est engagée, notamment, à ne pas apporter les Actions Auto-Détenues à l'Offre (l'« **Accord de Coopération à l'Offre** »).

L'Accord de Coopération à l'Offre régit la coopération entre la Société et l'Initiateur dans le cadre de l'Offre et prévoit notamment :

- un engagement de l'Initiateur de déposer l'Offre à l'issue de l'Opération de Bloc à un prix de 21,55 euros par Action, susceptible d'être augmenté du Complément de Prix pouvant aller jusqu'à 2,15 euros dans les conditions prévues à la Section 1.3.3 et/ou sous réserve de l'Ajustement de Prix Potentiel dans les conditions prévues à la Section 1.3.4 ;
- un engagement de non-sollicitation de la part de la Société, lui interdisant de rechercher une offre concurrente jusqu'au 28 février 2026 au plus tard mais qui n'interdit pas au conseil d'administration, dans le cadre de ses obligations fiduciaires, d'engager des discussions avec un tiers ayant soumis une offre supérieure;
- un engagement de l'Initiateur et de la Société de coopérer pleinement avec l'expert indépendant désigné pour examiner le caractère équitable des conditions financières de l'Offre (y compris, pour éviter toute ambiguïté, du Complément de Prix décrit à la Section 1.3.3) ;
- un engagement de la Société de poursuivre ses activités dans le cours normal de ses affaires ;
- un engagement de l'Initiateur et de la Société de négocier de bonne foi les Accords de Liquidité détaillés à la Section 5.5; et
- plus généralement, des engagements réciproques de coopération usuels dans le cadre de l'Offre.

5.5. Accords de liquidité relatifs aux BSPCE et aux Stock-Options

L'Initiateur propose aux bénéficiaires des BSPCE et/ou Stock-Options 2019/2021 et des BSPCE et/ou Stock-Options 2024 de conclure des accords usuels d'achat et de vente des Actions issues de l'exercice des BSPCE et Stock-Options concernés, après l'expiration de leurs périodes d'acquisition respectives (voir Section 1.3.6), afin de leur permettre de bénéficier d'un mécanisme d'exercice attractif et, pour ceux dont les droits ne sont pas entièrement acquis, d'un mécanisme de liquidité (les « **Accords de Liquidité** »).

L'Initiateur propose en outre aux bénéficiaires des BSPCE et/ou Stock-Options 2023 de renoncer à leur droit d'exercer les BSPCE et/ou Stock-Options 2023 acquis, ainsi que la partie non acquise, en contrepartie d'une indemnisation décrite ci-après.

5.5.1. Accords de liquidité relatifs aux BSPCE 2019, BSPCE 2021 and Stock-Options 2021

Conformément au Plan de BSPCE 2019, au Plan de BSPCE 2021 et aux Plans de Stock-Options 2021, tels que détaillés à la Section 1.3.6, à la date de la Note en Réponse et à la connaissance de la Société :

- 378 700 BSPCE 2019, 531 400 BSPCE 2021 et 195 000 Stock-Options 2021 sont en circulation (ensemble, les « **BSPCE et/ou Stock-Options 2019/2021** »), soit un total de 1 105 100 BSPCE

et/ou Stock-Options 2019/2021 représentant ensemble un nombre maximum total de 1 105 100 Actions susceptibles de résulter de l'exercice de l'ensemble de ces BSPCE et/ou Stock-Options 2019/2021 ; et

- l'ensemble des BSPCE et/ou Stock-Options 2019/2021 sont entièrement acquis et donc entièrement exerçables.

L'Initiateur a conclu avec les salariés ou dirigeants du Groupe détenteurs de BSPCE et/ou Stock-Options 2019/2021 un accord de liquidité (les « **Accords de Liquidité 2019/2021** ») en vertu duquel :

- (i) chaque titulaire s'est engagé à exercer la totalité (et pas moins que la totalité) de ses BSPCE et/ou Stock-Options 2019/2021 après l'ouverture de l'Offre et l'Initiateur s'est engagé à verser en numéraire à la Société, pour le compte de ce titulaire (par voie de délégation de paiement), le prix d'exercice des BSPCE et/ou Stock-Options 2019/2021 correspondant multiplié par le nombre de BSPCE et/ou Stock-Options 2019/2021 détenus par ce titulaire (le « **Prix d'Exercice** ») ; et
- (ii) chaque titulaire s'est engagé à céder à l'Initiateur, après l'ouverture de l'Offre, les Actions issues de cet exercice à un prix par Action égal au Prix de l'Offre, *via* une cession de bloc hors marché, et l'Initiateur s'est engagé à verser en numéraire au titulaire la différence entre (x) le Prix de l'Offre multiplié par le nombre d'Actions issues de l'exercice de l'ensemble des BSPCE et/ou Stock-Options 2019/2021 détenus par ce titulaire, et (y) le Prix d'Exercice, étant précisé que le montant en numéraire versé par l'Initiateur à chaque titulaire pourra être augmenté du Complément de Prix visé à la Section 1.3.3 et/ou de l'Ajustement de Prix Potentiel dans les conditions prévues à la Section 1.3.4.

Lorsque ce titulaire est un Manager Clé, le montant à réinvestir par ce dernier dans le cadre de son réinvestissement dans Box TopCo sera déduit du montant à recevoir en numéraire de l'Initiateur, et le montant en numéraire versé par l'Initiateur à chaque titulaire pourra être augmenté du Complément de Prix visé à la Section 1.3.3 et/ou de l'Ajustement de Prix Potentiel dans les conditions prévues à la Section 1.3.4.

A la date de la Note en Réponse et à la connaissance de la Société, les BSPCE et/ou Stock-Options 2019/2021 couverts par les Accords de Liquidité 2019/2021 représentent 845 100 Actions sous-jacentes, lesquelles ne sont pas visées par l'Offre. Les titulaires de BSPCE et/ou Stock-Options 2019/2021 résidant au Canada ou aux États-Unis pourront conclure les Accords de Liquidité 2019/2021 postérieurement à la clôture de l'Offre, aux mêmes termes et conditions que les titulaires ne résidant pas dans ces pays.

5.5.2. Accords d'indemnisation relatifs aux BSPCE 2023 et Stock-Options 2023

Conformément aux Plans de BSPCE 2023 et aux Plans de Stock-Options 2023, tels que détaillés à la Section 1.3.6, à la date de la Note en Réponse et à la connaissance de la Société :

- il existe 305 500 BSPCE 2023 et 151 500 Stock-Options 2023 en circulation (ensemble, les « **BSPCE et/ou Stock-Options 2023** »), soit un total de 457 000 BSPCE et/ou Stock-Options 2023 représentant ensemble un nombre maximum total de 457 000 Actions susceptibles de résulter de l'exercice de l'ensemble de ces BSPCE et/ou Stock-Options 2023 ; et
- l'ensemble des BSPCE et/ou Stock-Options 2023 sont « hors la monnaie » (chacun de leurs prix d'exercice étant supérieur au Prix de l'Offre) et ne sont par ailleurs pas entièrement acquis (et ne le seront pas avant la clôture de l'Offre).

Dans ce contexte, l'Initiateur et la Société ont conclu avec les salariés ou dirigeants du Groupe détenteurs de BSPCE et/ou Stock-Options 2023, qu'ils soient émis ou non encore acquis, un accord d'indemnisation en vertu duquel chaque titulaire concerné a renoncé à la faculté d'exercer la totalité (et

pas moins que la totalité) de ses BSPCE et/ou Stock-Options 2023 (selon le cas) en contrepartie d'une indemnité qui sera versée par la Société d'ici la clôture de la période d'Offre, égale à trois euros (3,00 euros) par Action qui aurait été émise en cas d'exercice des BSPCE et/ou Stock-Options 2023 concernés (les « **Accords de Renonciation et d'Indemnisation 2023** »).

A la date de la Note en Réponse, les BSPCE et/ou Stock-Options 2023 couverts par les Accords de Renonciation et d'Indemnisation 2023 représentent 335 500 Actions sous-jacentes, lesquelles ne sont pas visées par l'Offre. Les titulaires de BSPCE et/ou Stock-Options 2023 résidant au Canada ou aux États-Unis pourront conclure les Accords de Renonciation et d'Indemnisation 2023 postérieurement à la clôture de l'Offre, aux mêmes termes et conditions que les titulaires ne résidant pas dans ces pays.

5.5.3. Accords de liquidité relatifs aux BSPCE 2024 et Stock-Options 2024

Conformément aux Plans de BSPCE 2024 et au Plan de Stock-Options 2024, tels que détaillés à la Section 1.3.6, à la date de la Note en Réponse et à la connaissance de la Société :

- il existe 515 400 BSPCE 2024 et 139,200 Stock-Options 2024 (ensemble, les « **BSPCE et/ou Stock-Options 2024** »), soit un total de 654 600 BSPCE et/ou Stock-Options 2024 représentant ensemble un nombre maximum total de 654 600 Actions susceptibles de résulter de l'exercice de l'ensemble de ces BSPCE et/ou Stock-Options 2024 ; et
- aucun des BSPCE et/ou Stock-Options 2024 n'est acquis (et ne le sera, partiellement ou totalement, avant la clôture de l'Offre) et ne peut donc être exercé.

Dans ce contexte, l'Initiateur a conclu avec les salariés ou dirigeants du Groupe détenteurs de BSPCE et/ou Stock-Options 2024, un accord de liquidité (les « **Accords de Liquidité 2024** ») en vertu duquel, à l'issue de la période d'acquisition correspondante, le titulaire bénéficie d'une option de vente (et, si elle n'est pas exercée, l'Initiateur bénéficie d'une option d'achat subséquente) sur les Actions issues de l'exercice des BSPCE et/ou Stock-Options 2024.

A la date de la Note en Réponse, les BSPCE et/ou Stock-Options 2024 couverts par les Accords de Liquidité 2024 représentent 472 200 Actions sous-jacentes, lesquelles ne peuvent être émises avant la clôture de l'Offre et ne sont donc pas visées par l'Offre. Les titulaires de BSPCE et/ou Stock-Options 2024 résidant au Canada ou aux États-Unis pourront conclure les Accords de Liquidité 2024 postérieurement à la clôture de l'Offre, aux mêmes termes et conditions que les titulaires ne résidant pas dans ces pays.

5.6. **Acquisitions des Actions Additionnelles**

Après publication par l'AMF de l'avis de dépôt du projet d'Offre le 2 octobre 2025 (avis AMF n°225C1666), et conformément à l'article 231-38 du règlement général de l'AMF, Box BidCo a acquis hors marché, au Prix de l'Offre augmenté du Complément de Prix décrit en Section 1.3.3 et, le cas échéant, de l'Ajustement de Prix Potentiel décrit en Section 1.3.4, 1 605 411 Actions Additionnelles.

Les acquisitions des Actions Additionnelles, qui sont plus amplement détaillées en Section 1.2.1, résultent de la conclusion par l'Initiateur de contrats de cession conclus avec, respectivement, (i) Vol-V Impulsion le 3 octobre 2025 et portant sur la cession de 75 757 Actions Additionnelles, et (ii) Les Saules le 6 octobre 2025 et portant sur la cession de 1 529 654 Actions Additionnelles.

Ces contrats de cession sont visés dans le rapport de l'Expert Indépendant reproduit dans son intégralité en Annexe 1 de la Note en Réponse.

5.7. Autres conventions dont l'Initiateur a connaissance

À l'exception des accords décrits dans la présente Section 5, il n'existe, à la connaissance de la Société, aucun autre accord susceptible d'avoir une incidence sur l'appréciation ou l'issue de l'Offre.

6. ÉLÉMENTS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE EN CAS D'OFFRE PUBLIQUE

6.1. Structure du capital de la Société

A la date de la Note en Réponse, le capital social de la Société s'élève à 256 767,06 euros, divisé en 25 676 706 Actions d'une valeur nominale de 0,01 euro chacune.

6.1.1. Répartition du capital social et des droits de vote de la Société préalablement à l'Opération de Bloc

Avant la réalisation de l'Opération de Bloc et à la connaissance de la Société, le capital social et les droits de vote de la Société étaient répartis comme suit :

Actionnaires	Nombre d'Actions	Pourcentage du capital	Pourcentage des droits de vote théoriques ⁽¹⁾
Mathieu Lefebvre	1 892 948	7,37 %	8,72 %
Enfants Lefebvre	167 052	0,65 %	0,42 %
Nicolas Paget	1 202 100	4,68 %	5,53 %
Enfants Paget	117 900	0,46 %	0,30 %
Guénaél Prince	1 159 900	4,52 %	5,02 %
Total Fondateurs	4 539 900	17,68 %	20,00 %
ALIAD	2 958 686	11,52 %	14,66 %
Holweb	2 346 685	9,14 %	11,84 %
Starquest	2 144 534	8,35 %	10,54 %
Les Saules	1 529 654	5,96 %	7,72 %
Tertium	961 235	3,74 %	4,69 %
Noria	1 207 471	4,70 %	4,41 %
SWEN Impact Fund for Transition	304 001	1,18 %	1,53 %
Actions Auto-Détenues	40 460	0,16 %	0,10 %
Flottant	9 643 980	37,56 %	24,51 %
Total	25 676 606	100,00 %	100,00 %

(1) Droits de vote théoriques calculés conformément aux dispositions de l'article 223-11, I, al. 2 du règlement général de l'AMF.

6.1.2. Répartition du capital social et des droits de vote de la Société à la date de la Note en Réponse

A la date de la Note en Réponse et à la connaissance de la Société, après réalisation de l'Opération de Bloc et l'acquisition des Actions Additionnelles, le capital social et les droits de vote de la Société sont répartis comme suit :

Actionnaires	Nombre d'Actions	Pourcentage du capital	Pourcentage des droits de vote théoriques ⁽¹⁾
Initiateur	16 067 923	62,58 %	62,53 %
Actions Auto-détenues	40 460	0,16 %	0,16 %

<i>Total Initiateur</i>	<i>16 108 383</i>	<i>62,74 %</i>	<i>62,69 %</i>
Flottant	9 568 323	37,26 %	37,31 %
Total	25 676 706	100,00 %	100,00 %

(1) Droits de vote théoriques calculés conformément aux dispositions de l'article 223-11, I, al. 2 du règlement général de l'AMF.

A l'exception des Actions, des Titres Exerçables et des Titres Exclus, il n'existe, à la date de la Note en Réponse, aucun titre de capital, ni aucun autre instrument financier ou droit pouvant donner accès, immédiatement ou à terme, au capital social ou aux droits de vote de la Société.

6.2. Accords entre actionnaires dont la Société a connaissance pouvant entraîner des restrictions sur le transfert d'Actions ou à l'exercice des droits de vote

A l'exception des conventions listées à la Section 5, la Société n'a connaissance à ce jour d'aucun autre accord en vigueur pouvant entraîner des restrictions au transfert des Actions et à l'exercice des droits de vote de la Société.

6.3. Restrictions statutaires à l'exercice des droits de vote et aux transferts d'actions ou les clauses des conventions portées à la connaissance de la Société en application de l'article L. 233-11 du Code de commerce

A la date de la Note en Réponse, aucune clause n'a été portée à la connaissance de la Société en application de l'article L. 233-11 du Code de commerce.

6.3.1. Restrictions aux transferts d'Actions

Les statuts de la Société ne prévoient aucune restriction au transfert des Actions.

6.3.2. Obligation de déclaration en matière de franchissements de seuils

Les obligations légales prévues à l'article L. 233-7 du Code de commerce sont applicables à la Société.

En outre, l'article 11 des statuts de la Société prévoit une obligation de franchissement de seuils supplémentaires pour tout détenteur, direct ou indirect, une fraction du capital social ou des droits de vote de la Société égal à 3 %, ou tout multiple de ce pourcentage, dans un délai de quatre jours de bourse à compter du franchissement de seuil concerné.

En cas de non-respect de ce qui précède, les Actions excédant la fraction qui aurait dû être déclarée seront privées de droits de vote lors de toute assemblée générale des actionnaires tenue jusqu'à l'expiration d'une période de deux (2) ans suivant la date à laquelle la notification est régularisée, à la demande, consignée dans le procès-verbal de l'assemblée générale, d'un ou plusieurs actionnaires détenant ensemble au moins 5 % du capital social ou des droits de vote de la Société.

6.3.3. Droits de vote double

Conformément aux dispositions de l'article 12 des statuts, un droit de vote double est attaché à toutes les actions entièrement libérées et justifiant d'une inscription nominative depuis deux (2) ans au moins au nom du même actionnaire, en application de l'article L. 22-10-46 du Code de commerce.

Les statuts de la Société précisent que, conformément aux dispositions de l'article L. 22-10-46 du Code de commerce, en cas d'augmentation du capital par incorporation de réserves, bénéfices ou primes d'émission, le droit de vote double est conféré, dès leur émission, aux actions nominatives attribuées gratuitement à un actionnaire à raison d'actions anciennes pour lesquelles il bénéficie de ce droit.

6.4. Participations directes et indirectes au capital de la Société ayant fait l'objet d'une déclaration de franchissements de seuils ou d'une déclaration d'opération sur titres en application des articles L. 233-7 et L. 233-12 du Code de commerce

A la date de la Note en Réponse et à la connaissance de la Société, le capital social est réparti comme précisé en Section 6.1 ci-dessus.

Aucune participation directe ou indirecte n'a été notifiée à la Société en application de l'article L. 233-12 du Code de commerce.

Durant les douze (12) derniers mois, la Société a reçu les déclarations de franchissement de seuils légaux et/ou statutaires suivantes :

- aux termes d'une déclaration de franchissement de seuil en date du 6 novembre 2025, Moneta Asset Management SAS a informé l'AMF du franchissement à la hausse du seuil légal de 5 % des droits de vote de la Société ;
- aux termes d'une déclaration de franchissement de seuil en date du 30 octobre 2025, Moneta Asset Management SAS a informé l'AMF du franchissement à la hausse du seuil légal de 5 % du capital de la Société, et a fait part de ses intentions ;
- aux termes d'une déclaration de franchissement de seuils en date du 13 octobre 2025, l'Initiateur a informé la Société que, suite à la réalisation de l'acquisition hors marché des Actions Additionnelles, sa participation dans la Société a franchi à la hausse les seuils statutaires de 57 % et 60 % du capital social et 54 %, 57 % et 60 % des droits de vote de la Société ;
- aux termes d'une déclaration de franchissement de seuils en date du 13 octobre 2025, Les Saules a informé l'AMF du franchissement à la baisse, à la suite de la cession d'Actions Additionnelles à l'Initiateur hors marché, des seuils de 10 % des droits de vote et de 5 % du capital et des droits de vote de la Société ;
- aux termes d'une déclaration de franchissement de seuil en date du 29 Septembre 2025, Moneta Asset Management SAS a informé la Société du franchissement à la hausse du seuil statutaire de 3 % des droits de vote de la Société ;
- aux termes d'une déclaration de franchissement de seuils en date du 22 septembre 2025, l'Initiateur a informé l'AMF du franchissement à la hausse, à la suite de la réalisation de l'Opération de Bloc, des seuils de 5 %, 10 %, 15 %, 20 %, 25 %, 30 %, 1/3, et 50 % du capital et des droits de vote de la Société, et a fait part de ses intentions. L'Initiateur a également informé la Société que, suite à la réalisation de l'Opération de Bloc, sa participation dans la Société a franchi à la hausse les seuils statutaires de 3 % du capital et des droits de vote de la Société, et tout multiple de ce pourcentage, jusqu'à 54 % du capital et 51 % des droits de vote de la Société ;
- aux termes d'une déclaration de franchissement de seuils en date du 19 septembre 2025, Les Saules a informé l'AMF du franchissement à la hausse, à la suite de la réalisation de l'Opération de Bloc, du seuil de 10 % des droits de vote de la Société, et a fait part de ses intentions ;
- aux termes d'une déclaration de franchissement de seuils en date du 19 septembre 2025, Mathieu Lefebvre a informé l'AMF du franchissement à la baisse, à la suite de la réalisation de l'Opération de Bloc, des seuils de 5 % du capital et des droits de vote de la Société et, conjointement avec Holweb, des seuils de 15 %, 10 % et 5 % du capital de la Société et les seuils de 20 %, 15 %, 10 % et 5 % des droits de vote de la Société. Mathieu Lefebvre a également informé la Société que, suite à la réalisation de l'Opération de Bloc, sa participation dans la Société, individuellement ou conjointement avec Holweb, a franchi à la baisse les seuils statutaires de 3 % du capital ou des droits de vote de la Société ;

- aux termes d’une déclaration de franchissement de seuil en date du 19 septembre 2025, Guénaël Prince a informé l’AMF du franchissement à la baisse, à la suite de la réalisation de l’Opération de Bloc, du seuil de 5 % des droits de vote de la Société. Guénaël Prince a également informé la Société que, suite à la réalisation de l’Opération de Bloc, sa participation dans la Société a franchi à la baisse les seuils statutaires de 3 % du capital ou des droits de vote de la Société ;
- aux termes d’une déclaration de franchissement de seuils en date du 19 septembre 2025, Nicolas Paget a informé l’AMF du franchissement à la baisse, à la suite de la réalisation de l’Opération de Bloc, des seuils de 5 % du capital et des droits de vote de la Société. Nicolas Paget a également informé la Société que, suite à la réalisation de l’Opération de Bloc, sa participation dans la Société a franchi à la baisse les seuils statutaires de 3% du capital ou des droits de vote de la Société ;
- aux termes d’une déclarations de franchissement de seuil en date du 18 septembre 2025, la société Air Liquide Investissements d’Avenir et de Démonstration (ALIAD) a informé l’AMF du franchissement à la baisse, à la suite de la réalisation de l’Opération de Bloc, des seuils de 10 % et 5 % du capital social et des droits de vote de la Société ;
- aux termes d’une déclarations de franchissement de seuil en date du 9 septembre 2025, la société Air Liquide Investissements d’Avenir et de Démonstration (ALIAD) a informé l’AMF du franchissement à la baisse, suite à une augmentation des droits de vote de la Société, du seuil de 15 % des droits de vote de la Société ;
- aux termes d’une déclaration de franchissement de seuil en date du 12 juin 2025, Moneta Asset Management SAS a informé la Société du franchissement à la hausse le 10 juin 2025, suite à des acquisitions sur le marché, du seuil statutaire de 3% du capital de la Société;
- aux termes des déclarations de franchissement de seuil en date du 19 décembre 2024, Holweb a informé l’AMF du franchissement à la baisse, suite à une réduction de capital par distribution d’actions Waga Energy, du seuil de 10 % du capital de la Société ; et
- aux termes d’une déclaration de franchissement de seuil en date du 26 novembre 2024, Mathieu Lefebvre a informé la Société du franchissement à la baisse le 26 novembre 2024, suite à un doublement des droits de votre attachés à certaines Actions de la Société, du seuil statutaire de 9 % des droits de vote de la Société.

6.5. Liste des détenteurs de titres de la Société comportant des droits de contrôle spéciaux et description de ceux-ci

A la connaissance de la Société, il n’existe pas de détenteurs de titres comportant des droits de contrôle spéciaux autres que les droits de vote double décrits à la Section 6.3.3 de la Note en Réponse.

6.6. Mécanismes de contrôle prévus dans un éventuel système d’actionnariat du personnel, quand les droits de contrôle ne sont pas exercés par ce dernier

Néant.

6.7. Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du conseil d’administration ainsi qu’à la modification des statuts de la Société

6.7.1. Nomination et remplacement des membres du Conseil d’administration

En application des statuts de la Société, la Société est administrée par un conseil d’administration de trois (3) membres au moins et de quatorze (14) membres au plus nommés par l’assemblée générale.

Le Conseil d'Administration a le pouvoir, en cas de vacance d'un ou plusieurs postes, de nommer des remplaçants par voie de cooptation pour la durée restante des mandats de leur prédécesseur et sous réserve de ratification par la prochaine assemblée générale ordinaire.

Le nombre des administrateurs qui sont âgés de plus de 70 ans ne peut excéder le tiers des administrateurs en fonction. Lorsque cette limite vient à être dépassée en cours de mandat, l'administrateur le plus âgé est d'office réputé démissionnaire à l'issue de l'assemblée générale des actionnaires la plus proche.

La durée du mandat des administrateurs est de trois (3) ans. L'assemblée générale ordinaire pourra nommer certains administrateurs pour une durée inférieure à trois ans afin de permettre un renouvellement échelonné des mandats des membres du conseil d'administration. Ils sont rééligibles. Les fonctions d'un administrateur prennent fin à l'issue de l'assemblée générale ordinaire ayant statué sur les comptes de l'exercice écoulé et tenue dans l'année au cours de laquelle expire son mandat. Ils peuvent être révoqués à tout moment par l'assemblée générale ordinaire.

Le conseil d'administration élit parmi ses membres un président qui doit être une personne physique âgée de moins de 71 ans, pour une durée n'excédant pas celle de son mandat d'administrateur.

6.7.2. Modification des statuts de la Société

Il n'existe pas de dispositions statutaires différant des dispositions législatives et réglementaires applicables en matière de modification des statuts de la Société, l'assemblée générale extraordinaire des actionnaires étant ainsi le seul organe compétent pour adopter de telles décisions, conformément à la loi et aux statuts de la Société.

6.8. Pouvoirs du Conseil d'administration, en particulier en matière d'émission ou de rachat d'actions

Le conseil d'administration détermine les orientations de l'activité de la Société et veille à leur mise en œuvre. Sous réserve des pouvoirs expressément attribués aux assemblées d'actionnaires et dans la limite de l'objet social, il se saisit de toute question intéressant la bonne marche de la Société et règle par ses délibérations les affaires qui la concernent. Il procède aux contrôles et vérifications qu'il juge opportuns.

Les missions et attributions du conseil d'administration sont décrits au sein du règlement intérieur du conseil d'administration.

En sus des opérations visées par la loi et les règlements en vigueur, et conformément au règlement intérieur du conseil d'administration, sont soumises à autorisation préalable du conseil d'administration statuant à la majorité simple de ses membres présents ou représentés :

1. L'approbation du plan d'affaires du Groupe ainsi que toute modification ou mise à jour de celui-ci.
2. L'approbation du budget annuel du Groupe ainsi que toute modification ou mise à jour de celui-ci.
3. L'approbation de la politique d'investissement et/ou de la stratégie commerciale du Groupe (la « **Feuille de route stratégique** ») ainsi que toute modification ou mise à jour de celle-ci.
4. Toute émission ou rachat d'actions ou de titres donnant accès au capital ou aux droits de vote de la Société, ainsi que toute délégation de pouvoir accordée en vue de ce qui précède ;
5. Tout engagement ou investissement du Groupe dépassant certains seuils, tels que fixés par le Conseil d'administration et mis à jour périodiquement ;

6. l'approbation, la modification ou la résiliation de tout accord commercial important conclu par une entité du Groupe ; l'importance d'un accord commercial est évaluée sur la base des lignes directrices fixées par le Conseil d'administration et mises à jour périodiquement conformément à la Feuille de route stratégique ;
7. Sur proposition du directeur général, l'approbation ou la modification de tout contrat de travail, l'embauche ou la nomination, le licenciement ou la révocation (ou toute autre forme de résiliation autre que la démission), la détermination ou la modification de la rémunération de tout consultant, mandataire social, directeur ou employé du Groupe dont la rémunération annuelle brute dépasse 200 000 euros ou son équivalent dans une autre devise ;
8. Toute acquisition par le Groupe d'une entité ou d'une entreprise dont la valeur individuelle dépasse certains seuils, tels que fixés par le Conseil d'administration et mis à jour périodiquement.
9. Tout échange ou cession par le Groupe de tout actif (autre que des équipements fabriqués par le Groupe) dont le montant individuel dépasse certains seuils, tels que fixés par le Conseil et mis à jour périodiquement.
10. Toute participation (par création ou contribution à leur création, par souscription ou apports en numéraire ou en nature, par achat d'actions ou d'autres titres et, généralement, sous quelque forme que ce soit) à tout groupement d'intérêt économique (GIE), association (autre qu'une association professionnelle), fiducie, coentreprise ou société de fait.
11. Toute décision de prendre part à une nouvelle activité opérationnelle qui n'entre pas dans le champ des activités du Groupe (à l'exclusion de toute activité complémentaire), dans la mesure où elle n'est pas conforme à la Feuille de route stratégique, ou liée à des activités existantes du groupe et représentant un chiffre d'affaires consolidé du Groupe dépassant certains seuils, tels que fixés par le Conseil d'administration et mis à jour périodiquement.
12. Toute décision de démarrer une activité commerciale existante du Groupe (c'est-à-dire qui entre dans le champ d'activités du Groupe) dans un pays non membre de l'OCDE, dans la mesure où elle n'est pas conforme au plan d'affaires ou à la stratégie commerciale du groupe tels que définis dans la Feuille de route stratégique, représentant (ou dont on peut raisonnablement s'attendre à ce qu'elle représente) un chiffre d'affaires consolidé du Groupe dépassant certains seuils, tels que fixés par le Conseil d'administration et mis à jour périodiquement.
13. L'engagement par une entité du Groupe (i) d'un financement à recours limité (c'est-à-dire un financement de projet) dans le cours normal des affaires pour un montant dépassant certains seuils, tels que fixés par le Conseil d'administration et mis à jour périodiquement, ou (ii) de tout autre emprunt ou financement par la dette pour un montant dépassant certains seuils, tels que fixés par le Conseil d'administration et mis à jour périodiquement.
14. La création d'un gage, d'un nantissement, d'une garantie ou d'une autre sûreté de quelque nature que ce soit qui n'est pas liée aux emprunts ou autres financements susmentionnés ou qui ne s'inscrit pas dans le cours normal des affaires.
15. La mise en œuvre par une entité du Groupe de tout système de participation aux bénéfices ou d'incitation (y compris basé sur l'actionnariat salarié) ou d'une convention collective, ainsi que tout renouvellement ou modification de systèmes de participation aux bénéfices ou de conventions collectives existants.
16. Toute liquidation d'une entité du Groupe.

17. Tout changement important dans les activités principales du Groupe, y compris l'arrêt ou la réduction importante d'une activité principale du Groupe.
18. Toute fusion, changement de forme juridique ou réorganisation juridique impliquant le Groupe, à l'exception de la constitution de filiales du Groupe.
19. Toute décision de (i) changer le lieu de cotation de la Société, (ii) réaliser l'introduction en bourse de la Société sur un marché réglementé en plus d'Euronext Paris, et (ii) réaliser l'introduction en bourse d'une filiale de la Société sur un marché réglementé ou organisé. Toute proposition à l'assemblée générale des actionnaires concernant le changement de résidence fiscale de la Société.
20. Toute proposition à l'assemblée générale des actionnaires de la Société de mettre en œuvre une distribution de dividendes ainsi que toute distribution intérimaire de dividendes.
21. Toute proposition à l'assemblée générale des actionnaires de la Société visant à modifier les statuts de la Société.

Le conseil d'administration doit être régulièrement informé, notamment de la survenance de toute procédure judiciaire, réglementaire ou arbitrale de toute nature ou de la conclusion de tout accord transactionnel comportant un risque pour le Groupe d'un montant individuel supérieur à certains seuils, tels que fixés par le conseil d'administration et mis à jour périodiquement, ainsi que de tout développement significatif y afférent, étant précisé que les risques liés à des litiges découlant, le cas échéant, d'un même fait générateur seront agrégés pour l'appréciation de ce seuil.

Outre les pouvoirs généraux prévus par la loi et des pouvoirs spécifiques prévus par les Statuts et le règlement intérieur du conseil d'administration, le conseil d'administration dispose des délégations et autorisations suivantes accordées par l'assemblée générale des actionnaires en date du 17 juin 2025 :

Nature	Plafond (montant nominal)	Durée	Plafond commun	Utilisation
Autorisation à donner au conseil d'administration en vue de l'achat par la Société de ses propres actions (15 ^{ème} résolution) Cette autorisation annule et remplace la 26 ^{ème} résolution de l'assemblée générale mixte du 27 juin 2024.	Nombre maximum d'actions : limite de 10 % du nombre total d'Actions composant le capital social	18 mois	N/A	-
Autorisation à donner au conseil d'administration en vue de réduire le capital social par voie d'annulation d'actions dans le cadre de l'autorisation de rachat de ses propres actions (16 ^{ème} résolution) Cette autorisation annule et remplace la 27 ^{ème} résolution de l'assemblée générale mixte du 27 juin 2024.	Limite de 10 % du montant de capital social par période de 24 mois	18 mois	N/A	-
Délégation de compétence à consentir au conseil d'administration en vue d'augmenter le capital par émission d'actions ordinaires et/ou de toutes valeurs mobilières, avec	Augmentation de capital : 123 988,53 € Titres de créance : 150 000 000 €	26 mois	Plafond commun aux 17 ^{ème} , 18 ^{ème} , 19 ^{ème} , 20 ^{ème} , 21 ^{ème} , 22 ^{ème} , 23 ^{ème} et 24 ^{ème} résolutions 123 988,53 €	-

Nature	Plafond (montant nominal)	Durée	Plafond commun	Utilisation
maintien du droit préférentiel de souscription des actionnaires (17 ^{ème} résolution) Cette délégation annule et remplace la 28 ^{ème} résolution de l'assemblée générale mixte du 27 juin 2024.			(150 000 000 € pour les titres de créance)	
Délégation de compétence à consentir au conseil d'administration en vue d'augmenter le capital par émission d'actions ordinaires et/ou de toutes valeurs mobilières, avec suppression du droit préférentiel de souscription des actionnaires et offre au public (en dehors des offres visées au paragraphe 1° de l'article L. 411-2 du code monétaire et financier) (18 ^{ème} résolution) Cette délégation annule et remplace la 29 ^{ème} résolution de l'assemblée générale mixte du 27 juin 2024.	Augmentation de capital : 74 393,12 € Titres de créance : 150 000 000 €	26 mois	Plafond commun aux 17 ^{ème} , 18 ^{ème} , 19 ^{ème} , 20 ^{ème} , 21 ^{ème} , 22 ^{ème} , 23 ^{ème} et 24 ^{ème} résolutions 123 988,53 € (150 000 000 € pour les titres de créance)	-
Délégation de compétence à consentir au conseil d'administration en vue d'augmenter le capital par émission d'actions ordinaires et/ou de toutes valeurs mobilières, avec suppression du droit préférentiel de souscription des actionnaires dans le cadre d'une offre au public au profit d'investisseurs qualifiés ou d'un cercle restreint d'investisseurs visée au paragraphe 1° de l'article L. 411-2 du code monétaire et financier (19 ^{ème} résolution) Cette délégation annule et remplace la 30 ^{ème} résolution de l'assemblée générale mixte du 27 juin 2024.	Augmentation de capital : 74 393,12 € (dans la limite de 30 % du capital social de la Société par période de 12 mois) Titres de créance : 150 000 000 €	26 mois	Plafond commun aux 17 ^{ème} , 18 ^{ème} , 19 ^{ème} , 20 ^{ème} , 21 ^{ème} , 22 ^{ème} , 23 ^{ème} et 24 ^{ème} résolutions 123 988,53 € (150 000 000 € pour les titres de créance)	-
Délégation de compétence à consentir au conseil d'administration à l'effet d'augmenter le nombre de titres à émettre en cas d'augmentation de capital avec ou sans droit préférentiel de souscription (20 ^{ème} résolution) Cette délégation annule et remplace la 31 ^{ème} résolution	15 % de l'émission initiale	26 mois	Plafond commun aux 17 ^{ème} , 18 ^{ème} , 19 ^{ème} , 20 ^{ème} , 21 ^{ème} , 22 ^{ème} , 23 ^{ème} et 24 ^{ème} résolutions 123 988,53 €	-

Nature	Plafond (montant nominal)	Durée	Plafond commun	Utilisation
de l'assemblée générale mixte du 27 juin 2024.				
Délégation de compétence à conférer au conseil d'administration à l'effet de décider l'émission d'actions ordinaires ou de valeurs mobilières donnant accès à des actions ordinaires à émettre immédiatement ou à terme par la Société, avec suppression du droit préférentiel de souscription des actionnaires au profit de catégories de bénéficiaires (21 ^{ème} résolution) Cette délégation annule et remplace la 33 ^{ème} résolution de l'assemblée générale mixte du 27 juin 2024.	Augmentation de capital : 74 393,12 € Titres de créance : 150 000 000 €	18 mois	Plafond commun aux 17 ^{ème} , 18 ^{ème} , 19 ^{ème} , 20 ^{ème} , 21 ^{ème} , 22 ^{ème} , 23 ^{ème} et 24 ^{ème} résolutions 123 988,53 € (150 000 000 € pour les titres de créance)	-
Délégation de compétence à consentir au conseil d'administration à l'effet d'émettre des actions ordinaires et des valeurs mobilières donnant accès au capital de la Société, avec suppression du droit préférentiel de souscription des actionnaires au profit d'une ou plusieurs personnes nommément désignées – délégation au conseil d'administration du pouvoir de les désigner (22 ^{ème} résolution)	Augmentation de capital : 74 393,12 € Titres de créance : 150 000 000 €	18 mois	Plafond commun aux 17 ^{ème} , 18 ^{ème} , 19 ^{ème} , 20 ^{ème} , 21 ^{ème} , 22 ^{ème} , 23 ^{ème} et 24 ^{ème} résolutions 123 988,53 € (150 000 000 € pour les titres de créance)	-
Délégation de compétence à consentir au conseil d'administration à l'effet d'émettre des actions ordinaires et des valeurs mobilières donnant accès au capital de la Société, en cas d'offre publique comportant une composante d'échange initiée par la Société (23 ^{ème} résolution) Cette délégation annule et remplace la 34 ^{ème} résolution de l'assemblée générale mixte du 27 juin 2024.	Augmentation de capital : 74 393,12 € Titres de créance : 150 000 000 €	26 mois	Plafond commun aux 17 ^{ème} , 18 ^{ème} , 19 ^{ème} , 20 ^{ème} , 21 ^{ème} , 22 ^{ème} , 23 ^{ème} et 24 ^{ème} résolutions 123 988,53 € (150 000 000 € pour les titres de créance)	-
Délégation de pouvoir à consentir au conseil d'administration à l'effet de décider l'émission d'actions ordinaires de la Société ou de valeurs mobilières donnant accès par tous moyens, immédiatement et/ou à terme, à des actions ordinaires de la Société,	Dans la limite de 20 % du capital social Titres de créance : 150 000 000 €	26 mois	Plafond commun aux 17 ^{ème} , 18 ^{ème} , 19 ^{ème} , 20 ^{ème} , 21 ^{ème} , 22 ^{ème} , 23 ^{ème} et 24 ^{ème} résolutions 123 988,53 € (150 000 000 € pour les titres de créance)	-

Nature	Plafond (montant nominal)	Durée	Plafond commun	Utilisation
dans la limite de 10% du capital, pour rémunérer des apports en nature de titres de capital ou de valeurs mobilières donnant accès au capital de sociétés tierces en dehors d'une offre publique d'échange (24^{ème} résolution) Cette délégation annule et remplace la 35^{ème} résolution de l'assemblée générale mixte du 27 juin 2024.				
Délégation de compétence à consentir au conseil d'administration en vue d'augmenter le capital par incorporation de primes, réserves, bénéfices ou autres (26^{ème} résolution) Cette délégation annule et remplace la 37^{ème} résolution de l'assemblée générale mixte du 27 juin 2024.	Augmentation de capital : 74 393,12 €	26 mois	N/A	-
Délégation de compétence à consentir au Conseil d'administration à l'effet d'émettre et attribuer des bons de souscription d'actions – BSA - au profit (i) de membres et censeurs du Conseil d'administration de la Société en fonction à la date d'attribution des bons n'ayant pas la qualité de salariés ou dirigeants de la Société ou de l'une de ses filiales ou (ii) de personnes liées par un contrat de services ou de consultant à la Société ou à l'une de ses filiales ou (iii) de membres de tout comité mis en place ou qui viendrait à être mis en place par le Conseil d'administration n'ayant pas la qualité de salariés ou dirigeants de la Société ou de l'une de ses filiales (27^{ème} résolution) Cette délégation annule et remplace la 38^{ème} résolution de l'assemblée générale mixte du 27 juin 2024.	1 239 885 actions d'une valeur nominale de 0,01 €	18 mois	Plafond commun aux 27 ^{ème} , 28 ^{ème} et 29 ^{ème} résolutions : 1 239 885 actions d'une valeur nominale de 0,01 €	-
Autorisation à donner au conseil d'administration de consentir des options de souscription ou d'achat d'actions de la Société, conformément aux dispositions des articles L.	1 239 885 actions d'une valeur nominale de 0,01 €	38 mois	Plafond commun aux 27 ^{ème} , 28 ^{ème} et 29 ^{ème} résolutions : 1 239 885 actions d'une valeur nominale de 0,01 €	-

Nature	Plafond (montant nominal)	Durée	Plafond commun	Utilisation
225-177 et suivants du code de commerce (28 ^{ème} résolution) Cette délégation annule et remplace la 39 ^{ème} résolution de l'assemblée générale mixte du 27 juin 2024.				
Autorisation à donner au conseil d'administration de procéder à l'attribution gratuite d'actions existantes ou à émettre, conformément aux dispositions des articles L. 225-197-1 et suivants du code de commerce (29 ^{ème} résolution) Cette délégation annule et remplace la 40 ^{ème} résolution de l'assemblée générale mixte du 27 juin 2024.	1 239 885 actions d'une valeur nominale de 0,01 €	38 mois	Plafond commun aux 27 ^{ème} , 28 ^{ème} et 29 ^{ème} résolutions : 1 239 885 actions d'une valeur nominale de 0,01 €	-

6.9. Accords conclus par la Société étant modifiés ou prenant fin en cas de changement de contrôle de la Société

À la connaissance de la Société, aucun accord significatif conclu par la Société ne sera résilié en conséquence de l'Offre. L'Offre n'entraînera pas de changement de contrôle au niveau de la Société dans la mesure où, à la date de la Note en Réponse, cette dernière est déjà contrôlée par l'Initiateur à la suite de la réalisation de l'Opération de Bloc.

6.10. Accords prévoyant des indemnités pour les membres du Conseil d'administration, les dirigeants ou les salariés s'ils démissionnent ou sont licenciés sans cause réelle et sérieuse ou si leur emploi prend fin en raison d'une offre publique

Afin de protéger les intérêts du Groupe ainsi que son développement dans un secteur très spécialisé, le directeur général et le directeur général délégué sont soumis, en cas de départ, à un engagement de non-concurrence d'une durée de 24 mois. En application de cet engagement, le directeur général et le directeur général délégué bénéficieraient d'une indemnité de non-concurrence correspondant à 30 % de la rémunération moyenne payée au cours des douze derniers mois.

À la connaissance de la Société, il n'existe pas d'autre accord particulier prévoyant des indemnités pour le directeur général, le directeur général délégué ou les salariés de la Société en cas de démission ou si leurs fonctions prenaient fin en raison d'une offre publique.

7. RAPPORT DE L'EXPERT INDÉPENDANT

En application de l'article 261-1, I, 1°, 2°, 4° et II du règlement général de l'AMF, le cabinet Finexsi, représenté par M. Olivier Péronnet, a été nommé par le conseil d'administration, sur recommandation du Comité *ad hoc*, en qualité d'Expert Indépendant le 7 mars 2025, afin d'établir un rapport permettant d'apprécier le caractère équitable des conditions financières de l'Offre, en ce compris le Complément de Prix.

Ce rapport, dans sa version mise à jour le 21 novembre 2025, qui annule et remplace la version en date du 31 octobre 2025 et la version du 1^{er} octobre 2025, annexée au Projet de Note en Réponse, est reproduit dans son intégralité en Annexe 1 et fait partie intégrante de la Note en Réponse.

8. MODALITÉS DE MISE A DISPOSITION DES AUTRES INFORMATIONS RELATIVES A LA SOCIÉTÉ

Les autres informations relatives aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables de la Société seront déposées auprès de l'AMF au plus tard la veille de l'ouverture de l'Offre. En application de l'article 231-28 du règlement général de l'AMF, elles seront publiées sur le site Internet commun à Waga Energy et Box BidCo (www.eqt-waga-energy.com) et de l'AMF (www.amf-france.org) la veille de l'ouverture de l'Offre et pourront être obtenues sans frais au siège social de la Société sis 5 avenue Raymond Chanas, 38320 Eybens, France.

Un communiqué de presse sera publié pour informer le public des modalités de mise à disposition de cette information.

9. PERSONNE QUI ASSUME LA RESPONSABILITÉ DE LA NOTE EN RÉPONSE

« Conformément à l'article 231-19 du règlement général de l'Autorité des marchés financiers, à ma connaissance, les informations figurant dans la note en réponse sont conformes à la réalité et ne comportent pas d'omission de nature à en altérer la portée. »

Waga Energy SA,
Représentée par M. Mathieu Lefebvre,
Directeur général.

ANNEXE 1

RAPPORT DE L'EXPERT INDÉPENDANT

Attestation d'équité

*Offre Publique d'Achat Simplifiée (OPAS) initiée par Box
BidCo SAS visant les titres de Waga Energy éventuellement
suivie d'un Retrait Obligatoire*



21 novembre 2025

(Annule et remplace les précédentes versions du 1^{er} et du 31 octobre 2025)



Pour faire suite aux demandes de l'AMF, nous avons complété notre rapport du 31 octobre 2025, en apportant des précisions aux sections § 6.4.2, § 7.5 et § 10.2.5

Les précisions ainsi apportées ne modifient pas nos appréciations et notre conclusion quant au caractère équitable du prix d'Offre qui demeurent inchangées.

Sommaire

1	Présentation de l'Opération	6
1.1	Contexte et termes de l'Opération	6
1.2	Mission du cabinet Finexsi Expert & Conseil Financier	8
1.3	Déclaration d'indépendance	8
1.4	Diligences effectuées	9
2	Présentation de Waga Energy	11
2.1	Présentation de la structure actionnariale	11
2.2	Instruments dilutifs	12
2.3	Organigramme de Waga Energy	14
2.4	Rappel de l'historique	15
2.5	Présentation des activités et de la stratégie de Waga Energy	16
2.5.1	La technologie WAGABOX®	16
2.5.2	Le modèle d'affaires	18
2.5.3	Portefeuille d'actifs et présence géographique	20
2.5.4	Présentation des objectifs du Groupe	21
3	Présentation de l'environnement économique et concurrentiel de Waga Energy	22
3.1	Le marché du biométhane dans le monde	22
3.1.1	Le méthane, un sous-jacent ayant un impact significatif sur l'environnement	22
3.1.2	Les décharges, sources d'émissions de méthane	23
3.1.3	Le marché mondial du Biogaz et ses acteurs	24
3.2	Environnement concurrentiel de la filière européenne et nord-américaine du biométhane	26
3.2.1	Procédés de méthanisation et principaux concurrents de la Société	26
3.2.2	Le marché européen du biométhane	29
3.2.3	Le marché nord-américain du biométhane	31
3.3	Les déterminants du marché du Biométhane	32
3.3.1	Des déterminants politiques	32
3.3.2	Les déterminants structurels	32
3.3.3	Les déterminants environnementaux	33
4	Analyse financière de Waga Energy	34
4.1	Compte de résultat consolidé sur la période 2021 – S1 2025	34
4.2	Bilan consolidé	39

4.3	Tableau de flux de trésorerie	42
5	Matrice SWOT	43
6	Evaluation des actions de Waga Energy	44
6.1	Méthodes d'évaluation écartées	44
6.1.1	Actif net comptable consolidé	44
6.1.2	Actif net comptable réévalué	44
6.1.3	La valeur de rendement (actualisation des dividendes futurs)	45
6.1.4	Valeur liquidative	45
6.2	Critères d'évaluation retenus	45
6.3	Données de références de Waga Energy	46
6.3.1	Nombre de titres retenu	46
6.3.2	Eléments de passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres	46
6.4	Mise en œuvre de la valorisation de Waga Energy	48
6.4.1	Transactions récentes intervenues sur le capital de la Société (à titre principal)	48
6.4.2	Approche par l'actualisation des flux de trésorerie prévisionnels (à titre principal)	49
6.4.3	La référence au cours de bourse (à titre principal)	55
6.4.4	Objectif de cours des analystes (à titre secondaire)	60
6.4.5	Méthode des comparables boursiers (à titre secondaire)	62
6.4.6	Transactions comparables (à titre secondaire)	65
6.5	Synthèse de nos travaux d'évaluation	67
7	Analyse des éléments d'appréciation du Prix d'Offre établis par les Etablissements Présentateurs	68
7.1	Choix des critères d'évaluation	68
7.2	Mise en œuvre des différentes méthodes de valorisation	69
7.2.1	Nombre d'actions retenu	69
7.2.2	Passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres	69
7.3	Transactions récentes intervenues sur le capital de la Société	69
7.4	Analyse du cours de bourse	69
7.5	L'actualisation des flux de trésorerie prévisionnels	69
7.5.1	Concernant les prévisions considérées	69
7.5.2	Concernant les hypothèses financières	70
7.5.3	Analyses de sensibilité et résultats	71
7.6	Méthode des comparables boursiers	71
7.7	Méthode des transactions comparables	71
7.8	Objectif de cours des analystes	72

8	Accords connexes	73
8.1	Tender Offer Agreement	73
8.2	Accord d'Acquisitions et d'Apports (Share Purchase Agreement)	73
8.3	Accord d'Investissement	75
8.3.1	Principe du réinvestissement	75
8.3.2	Pacte d'actionnaires	75
8.3.3	Plan d'actions gratuites ADP R	77
8.4	Accords de Liquidité	78
8.4.1	BSPCE 2019, BSPCE 2021, et Stock-options 2021	78
8.4.2	BSPCE 2023 et Stock-options 2023	78
8.4.3	BSPCE 2024 et Stock-options 2024	80
8.5	Autres accords d'acquisitions	82
9	Complément de Prix	83
9.1	Rappel concernant le mécanisme ITC	83
9.2	Modalités du Complément de prix	84
9.3	Appréciation du Complément de Prix	84
10	Analyse et appréciation des observations reçues de la part de deux actionnaires	86
10.1	Actionnaire A	86
10.1.1	Valorisation Théorique	86
10.1.2	Comparaison avec les opérations historiques	87
10.1.3	Parties favorisées par l'Opération	87
10.1.4	Évolution de la cotation boursière de la Société	88
10.1.5	Référence à la méthode des comparables boursiers à titre secondaire	88
10.2	Courrier adressé par l'AMF ou Actionnaire B	89
10.2.1	Concernant notre indépendance	89
10.2.2	Concernant le réinvestissement des Fondateurs	90
10.2.3	Concernant le mécanisme de l'ITC	90
10.2.4	Concernant le traitement des BSPCE et stock-options	91
10.2.5	Concernant la valorisation par la méthode du DCF	93
10.2.6	Concernant le Prix d'Offre en deçà du Prix d'Introduction en Bourse	95
11	Synthèse de nos travaux et appréciation du caractère équitable du prix d'Offre	96
12	Annexes	98

1 Présentation de l'Opération

1.1 Contexte et termes de l'Opération

Waga Energy (la « **Société** » ou le « **Groupe** ») est un spécialiste en France et à l'international de la production de biométhane à partir du biogaz issu des sites de stockage des déchets (« **gaz de décharge** »).

Les actions de la Société sont admises aux négociations sur le compartiment B d'Euronext à Paris (code ISIN : FR0012532810) depuis le 27 octobre 2021.

Le 21 février 2025, la Société a reçu une offre non-liante de la part du fonds EQT Partners indiquant son intérêt d'acquérir 100% des titres de la Société.

Dans un communiqué de presse commun en date du 6 juin 2025, la Société a annoncé que la société d'investissement internationale EQT envisageait, par l'intermédiaire d'un véhicule d'investissement dédié :

- (i) l'acquisition d'un bloc majoritaire à un prix de 21,55 € par action (le « **Prix Initial** »), qui pourrait être augmenté d'un complément de prix d'un montant maximum de 2,15 € par action déterminé en fonction du montant total des crédits d'impôt d'investissement fédéraux américains qui pourraient être monétisés par Waga Energy, en lien avec certains de ses projets développés aux Etats-Unis (le « **Complément de Prix** »), puis
- (ii) le dépôt auprès de l'Autorité des Marchés Financiers (« **AMF** ») d'une offre publique d'achat simplifiée (« **OPAS** ») obligatoire sur le solde des actions restantes de Waga Energy au même Prix Initial (le « **prix d'Offre** »), auquel pourrait s'ajouter le Complément de Prix, avec l'intention de mettre en œuvre une procédure de retrait obligatoire si les conditions législatives et réglementaires sont remplies (l'« **Offre** » ou l'« **Opération** »).

Dans un communiqué de presse commun en date du 18 septembre 2025, EQT a confirmé avoir finalisé l'acquisition, par l'intermédiaire de son véhicule *ad hoc* Box BidCo SAS (« **Box BidCo** » ou l'« **Initiateur** »), d'une participation majoritaire dans Waga Energy auprès de ses fondateurs et de plusieurs actionnaires historiques.

Box Bidco¹ a déposé un projet de note d'information en date du 1^{er} octobre 2025. Elle détenait, à cette date, 14.462.512 actions Waga Energy, soit 56,33 %² du capital social de la Société.

Les 3 octobre et 6 octobre 2025, Box BidCo a signé les contrats d'acquisition des participations des investisseurs Vol-V Impulsion (75.757 actions) et Les Saules (1.529.654 actions) dont les *closing* se sont respectivement réalisées les 7 octobre 2025 et 9 octobre 2025.

A la date du projet de note d'information, Box BidCo détient 16.067.923 actions (hors actions auto-détenues) soit 62,58 %, à la suite des opérations préalables décrites ci-dessous :

- Exercice de l'ensemble des BSPCE³ exerçables, détenus par Mathieu Lefebvre, Guénaël Prince et Nicolas Paget (les « **Fondateurs** »), soit 260.000 BSPCE du plan 2019 (« **BSPCE 2019** ») et 550.000 BSPCE du plan 2021 (« **BSPCE 2021** ») ;

¹ Détenue par Box TopCo, et indirectement contrôlée par EQT

² Hors 40.460 actions Waga Energy auto détenues

³ Bons de Souscription de parts de créateur d'entreprise

- Cession, par les Fondateurs⁴ et leurs enfants, Holweb⁵ et les Investisseurs⁶ (ensemble les « **Vendeurs** ») de 10.569.531 actions Waga Energy à Box BidCo, pour un prix total de 227.773.393,05 €, soit un prix de 21,55 € par action, qui pourra être assorti du Complément de Prix (« **Cession Initiale** ») ;
- Cession par les investisseurs Les Saules et Vol-V Impulsion de 1.605.411 actions Waga Energy pour un prix total de 34.596.607,05 €, soit un prix de 21,55 € par action, assorti du Complément de Prix (« **Acquisition Complémentaire** ») ;
- Apport, par les Fondateurs, de 2.971.802 actions détenues dans Waga Energy à Box TopCo, au Prix Initial, rémunéré en actions ordinaires émises par Box TopCo pour une valeur correspondant au Prix Initial (« **Apport Fondateurs** ») ;
- Les actions apportées à Box TopCo dans le cadre de l'Apport Fondateurs ont ensuite été apportées pour les mêmes valeurs unitaires à Box BidCo ;
- Apport, par Holweb SAS, de 921.179 actions détenues dans Waga Energy à Box Bidco, au Prix Initial, rémunéré en actions ordinaires émises par l'Initiateur pour la même valeur (« **Apport Holweb 1** ») ;
- Apport, par Holweb SAS, de 921.179 actions détenues dans Box BidCo à Box TopCo, au Prix Initial, rémunéré en actions ordinaires émises par Box TopCo pour la même valeur (« **Apport Holweb 2** »).

L'ensemble des opérations préalables à l'Offre décrites ci-dessus constituent l'**Acquisition du Bloc de Contrôle** et font l'objet d'une analyse détaillée dans la section §6.4.1 de notre rapport.

En conséquence des opérations mentionnées ci-dessus, l'Initiateur détient 62,74 % du capital social de la Société (en ce compris l'auto-contrôle) à la date du projet de note d'information.

L'Offre porte sur la totalité des actions existantes ou à émettre, qui ne sont pas détenues, directement ou indirectement, par l'Initiateur, soit :

- (i) 9.568.223 actions en circulation (à l'exception des 40.460 actions auto-détenues) ;
- (ii) Un montant maximal de 1.314.346 actions en date du 1^{er} octobre 2025 qui pourraient être émises avant la clôture de l'Offre à la suite de l'exercice des BSPCE 2019, BSPCE 2021, Stock-Options 2021 et la partie acquise des BSPCE 2023 et des Stock-Options 2023.

Les BSPCE et Stock-options en cours d'acquisition font par ailleurs l'objet d'un contrat de liquidité (« **Contrat de Liquidité** »), analysé dans la section §8.4 de notre rapport.

L'OPAS sera suivie de la mise en œuvre d'une procédure de retrait obligatoire (« **RO** »), visant les actions non apportées à l'Offre, si les conditions sont réunies à l'issue de l'Offre.

Le Prix Initial de l'Acquisition de Bloc de Contrôle pourrait éventuellement être augmenté d'un mécanisme d'ajustement de prix (l'« **Ajustement de prix Potentiel** »), indépendant du

⁴ Mathieu Lefebvre, Guénaél Prince et Nicolas Paget

⁵ Société holding personnelle de Mathieu Lefebvre

⁶ Air Liquide Investissements d'Avenir et de Démonstration (ALIAD), Noria Invest Srl, FCPI Tertium Croissance, FCPI Starquest Puissance 5, Starquest Impact & Performance, E Sale Maris, Vol-V Impulsion, Swen Impact Fund For Transition

Complément de Prix, en cas de différence entre le Prix Initial et le prix effectivement payé en numéraire dans le contexte de l'Offre, du Retrait Obligatoire, du dépôt de toute autre offre publique volontaire ou d'une offre publique de retrait subséquente. L'Ajustement de prix Potentiel trouverait également à s'appliquer à l'Offre.

Le conseil d'administration de la Société a par ailleurs autorisé en date du 23 octobre 2025 la signature d'une convention de prestations de services de management et conseil financier qui prévoit la refacturation par Box BidCo des coûts liés aux prestations fournies avec un markup de 5 % dont le niveau est usuel et conforme aux pratiques de marché. A ce titre, quelques salariés seraient transférés vers Box BidCo. Les modalités de cette convention de prestations de services n'ont pas d'incidence sur notre évaluation de la Société et n'appellent, par conséquent, pas d'autres commentaires de notre part.

1.2 Mission du cabinet Finexsi Expert & Conseil Financier

Dans le cadre du projet d'Offre Publique d'Achat, le Conseil d'Administration de Waga Energy du 7 mars 2025, sur recommandation du Comité ad hoc, composé de 3 membres indépendants (« **le Comité ad hoc** »), a désigné Finexsi Expert & Conseil Financier (« **Finexsi** ») en qualité d'expert indépendant chargé d'apprécier le caractère équitable des conditions financières de l'Offre pour les actionnaires de Waga Energy, y compris dans le cadre d'un éventuel retrait obligatoire.

Cette désignation est intervenue sur les fondements des articles 261-1-I 1°, 2° et 4°, et 261-1-II du Règlement général de l'Autorité des Marchés Financiers (« **l'AMF** »).

Pour accomplir notre mission, nous avons utilisé les documents publics et pris connaissance d'un ensemble d'informations comptables et financières (états financiers, communiqués, etc.) qui ont été publiées ou qui nous ont été transmises par Waga Energy et ses conseils. Ces documents et informations ont été considérés comme exacts et exhaustifs et n'ont pas fait l'objet de vérification particulière. Nous n'avons pas cherché à valider les données historiques et prévisionnelles utilisées, dont nous avons seulement vérifié la vraisemblance et la cohérence. Cette mission n'a pas consisté à procéder à un audit des états financiers, des contrats, des litiges et de tout autre document qui nous ont été communiqués pour les besoins de la mission.

Notre responsabilité ne pourra pas être recherchée quant à l'exactitude ou l'exhaustivité des informations recueillies dans le cadre de notre mission.

1.3 Déclaration d'indépendance

Sur la base des informations portées à notre connaissance, nous vous confirmons que le cabinet Finexsi, ainsi que ses associés :

- Sont indépendants au sens des articles 261-1 et suivants du Règlement Général de l'AMF, et sont en mesure à ce titre d'établir la déclaration d'indépendance prévue par l'article 261-4 dudit Règlement Général, et ne se trouvent notamment dans aucun des cas de conflit d'intérêts visés à l'article 1 de l'instruction AMF 2006-08 relative à l'expertise indépendante ;
- Disposent de façon pérenne des moyens humains et matériels nécessaires à l'accomplissement de leur mission, ainsi que d'une assurance ou d'une surface financière suffisante en rapport avec les risques éventuels liés à cette mission ;

- Adhèrent à l'Association Professionnelle des Experts Indépendants (APEI), association reconnue par l'AMF en application des articles 263-1 et suivants de son Règlement Général.

Le cabinet Finexsi atteste de l'absence de tout lien passé, présent et futur connu de lui avec les personnes concernées par l'Offre et leurs conseils, susceptible d'affecter son indépendance et l'objectivité de son jugement dans le cadre de la présente mission.

1.4 Diligences effectuées

Nous présentons ci-après les principales diligences (dont le contenu détaillé figure en Annexe) qui ont été mises en œuvre par Finexsi dans le cadre de l'appréciation du caractère équitable des termes de l'Offre. Elles comprennent notamment, conformément aux dispositions du Règlement Général de l'AMF susvisées et de son instruction d'application n°2006-08 relative à l'expertise indépendante, ainsi que la recommandation de l'AMF 2006-15 :

- La prise de connaissance détaillée de l'Opération envisagée, des modalités et du contexte spécifique dans lequel elle se situe ;
- L'examen de la performance financière historique de Waga Energy ;
- L'analyse des risques et opportunités identifiés pour Waga Energy susceptibles d'affecter sa valorisation, dont la synthèse est présentée sous la forme d'une matrice SWOT ;
- La détermination et la mise en œuvre d'une approche d'évaluation multicritère de Waga Energy qui comprend notamment :
 - Le choix motivé des critères d'évaluation (exclus/retenus) ;
 - L'analyse de l'information publique incluant la revue des notes d'analystes suivant le titre Waga Energy ;
 - L'analyse de l'évolution du cours de bourse sur une période pertinente ;
 - L'examen des transactions intervenues précédemment sur le capital de la société Waga Energy ;
 - L'analyse détaillée des comptes historiques et du plan d'affaires avec le *management* opérationnel (le « **Management** »), intégrant l'identification des hypothèses clés considérées et l'appréciation de leur pertinence, permettant la mise en œuvre d'une modélisation des flux futurs de trésorerie actualisés au taux jugé pertinent (« *Discounted cash flows* » ou « **DCF** ») ;
 - Des tests de sensibilité sur les hypothèses structurantes considérées ;
 - L'identification et l'analyse des comparables boursiers et transactionnels et l'exploitation de l'information disponible les concernant.
- Sur ces bases, l'examen du positionnement du prix d'Offre par rapport aux résultats des différents critères d'évaluation mis en œuvre ;
- L'analyse critique et indépendante du rapport d'évaluation préparé par les établissements présentateurs de l'Offre, BNP Paribas et Rothschild & Co (les « **Établissements Présentateurs** ») ;

- L'analyse des accords et opérations connexes susceptibles d'avoir un impact significatif sur le prix de l'Offre ;
- L'analyse des courriers des actionnaires qui nous ont sollicité et la réponse à leurs observations ;
- La restitution au fur et à mesure de nos travaux auprès du Comité *ad hoc* chargé de superviser l'avancement de nos travaux ;
- L'établissement d'un rapport présenté sous forme d'une attestation d'équité à destination du Conseil d'administration de la Société, exposant les travaux d'évaluation des actions Waga Energy et notre opinion quant au caractère équitable du prix de l'Offre.

Nous avons effectué des diligences sur la documentation juridique mise à disposition, dans la stricte limite et à la seule fin de collecter les informations utiles à notre mission.

Concernant les méthodes d'évaluation analogiques (transactionnelles et boursières), nous avons étudié les informations publiques disponibles sur les sociétés et les transactions comparables à partir de nos bases de données financières.

Nous avons également échangé avec les membres du Comité *ad hoc* de Waga Energy.

Une revue indépendante a été effectuée par M Lucas ROBIN, Associé du cabinet, et M Daniel Beaumont, *Senior Advisor*, qui ne sont pas intervenus sur le dossier.

2 Présentation de Waga Energy

Waga Energy est une société anonyme à Conseil d'Administration, dont le siège social est situé au 5, Avenue Raymond Chanas, à Eybens (38320), et immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Grenoble sous le numéro 809 233 471.

Les titres de la Société sont admis aux négociations sur le compartiment B d'Euronext Paris (Code ISIN FR0012532810).

Waga Energy clôture son exercice fiscal de douze mois au 31 décembre de chaque année.

2.1 Présentation de la structure actionnariale

Au 10 octobre 2025, le capital social de Waga Energy s'établit à 256.766,06 €, divisé en 25.676.606 actions de valeur nominale de 0,01 € chacune, toutes de même catégorie et intégralement libérées.

Nous présentons ci-après la répartition de l'actionnariat et des droits de vote de Waga Energy au 10 octobre 2025, étant précisé que l'Acquisition du Bloc de Contrôle a été réalisée en date du 17 septembre 2025 et les acquisitions des participations de Vol-V Impulsion et Les Saules en date des 7 et 9 octobre 2025.

Tableau 1 - Actionnariat au 10 octobre 2025

	Capital		Droits de vote	
	Nombre	%	Nombre	%
BoxBidCo	16 067 923	62,6 %	16 067 923	62,7 %
Autodétention	40 460	0,2 %	-	-
Flottant	9 568 223	37,3 %	9 568 223	37,3 %
Total	25 676 606	100,0 %	25 636 146	100,0 %

Source : Société

Les actions auto-détenues sont privées de droits de vote exerçables en assemblée générale.

La part du capital flottant dans l'actionnariat de Waga Energy est de 37,3 %.

2.2 Instruments dilutifs

Waga Energy a mis en place plusieurs plans d'attribution de bons de souscription de parts de créateur d'entreprise (ci-après « **BSPCE** »), ainsi que des Stock-options (ci-après « **Stock-options** »), dont le détail se présente comme suit :

Tableau 2 - Synthèse des BSPCE et Stock-options en circulation au 17 septembre 2025

	Instruments dilutifs en circulation	Prix d'exercice
BSPCE 2019	378 800	3,18
BSPCE 2021	531 400	10,00
Options 2021.1	110 000	10,00
Options 2021.2	85 000	10,00
BSPCE 2023	290 500	27,54
Options 2023	139 500	27,54
BSPCE 2023.2	15 000	27,39
Options 2023.2	-	27,39
Options 2023.3	25 000	27,39
BSPCE 2024.1	70 000	16,22
Options 2024.1	139 200	15,58
BSPCE 2024.2.1	24 000	15,58
BSPCE 2024.2.2	427 200	15,58
Total	2 235 600	

Source : Société

- Le plan BSPCE 2019, porte sur un nombre total initial de 1.000.000 actions pouvant être souscrites ou achetées, est effectif à compter du 18 décembre 2021 et expire le 18 décembre 2029. Il est prévu qu'un quart soit exerçable à partir du 18 décembre 2021 puis 1/24^{ème} par mois de présence pendant les 24 mois suivants au prix de souscription de 3,1842 € par action.
- Le plan BSPCE 2021 porte sur un nombre total initial de 1.250.000 actions pouvant être souscrites ou achetées dont 600.000 pour les mandataires sociaux, effectif à partir du 1^{er} juillet 2023 et expirant en date du 30 juin 2031. Il est prévu qu'un quart soit exerçable à partir du 1^{er} juillet 2023 puis 1/24^{ème} par mois de présence pendant les 24 mois suivants au prix de souscription de 10,00 € par action.

L'Acquisition du Bloc de Contrôle constitue une opération ayant pour effet d'accélérer le calendrier d'exercice des BSPCE 2019 et BSPCE 2021 en application des dispositions de ces plans. L'accélération a été actée par le Conseil d'Administration du 15 septembre 2025 qui a par ailleurs décidé d'étendre la période d'exercice des BSPCE afin de permettre à leurs titulaires d'exercer les BSPCE qu'ils détiennent au plus tard jusqu'au jour ouvré précédant la date d'ouverture de l'OPA.

- Les plans BSPCE 2023 et 2023.2 portent sur un nombre total de 349.000 actions pouvant être souscrites ou achetées, effectifs à partir du 24 janvier 2025 et 29 juin 2025 respectivement, et expirant le 24 janvier 2033 et le 29 juin 2033 respectivement. Il est prévu qu'un quart soit exerçable à partir du 24 janvier 2025 pour le plan 2023 et du 29 juin 2025 pour le plan 2023.2 puis 1/24^{ème} par mois de présence pendant les 24 mois suivants aux prix de souscription de 27,54 € par action pour le plan 2023 et 27,39 € par action pour le plan 2023.2.

Le prix d'exercice des BSPCE 2023 est supérieur au Prix d'Offre et donc « en dehors de la monnaie ». Dans le cadre de l'Offre, il est envisagé un Acte de Renonciation aux BSPCE 2023 en contrepartie d'une indemnité (cf. §8.4.2).

- Les plans BSPCE 2024.1, 2024.2.1 et 2024.2.2 portent sur un nombre total de 530.800 actions pouvant être souscrites ou achetées, effectifs à partir du 26 avril 2026, du 30 avril 2027 et du 27 septembre 2026 respectivement et expirant le 26 avril 2034, le 27 septembre 2034 et le 27 septembre 2034 respectivement. Il est prévu qu'un quart soit exerçable à partir du 26 avril 2026 pour le plan 2024.1, du 30 avril 2027 pour le plan 2024.2.1 et du 27 septembre 2026 pour le plan 2024.2.2 puis 1/24^{ème} par mois de présence pendant les 24 mois suivants aux prix de souscription de 16,22 € par action pour le plan 2024.1 et de 15,58 € par action pour les plans 2024.2.1 et 2024.2.2.

Dans le cadre de l'Offre il est envisagé de proposer aux détenteurs des BSPCE 2024 de conclure des promesses de vente et d'achat leur permettant de céder leurs titres de la Société ainsi obtenus par l'exercice de leur BSPCE 2024 lorsque ces derniers seront exerçables (cf. §8.4.3).

Nous présentons ci-après les principales modalités des plans de Stock-options mis en place par la Société :

- Les plans 2021.1 et 2021.2, portant sur un nombre total de 215.000 actions pouvant être souscrites ou achetées, sont effectifs à partir du 1^{er} juillet 2023 et expirent le 30 juin 2031. Il est prévu qu'un quart soit exerçable à partir du 1^{er} juillet 2023 puis 1/24^{ème} par mois de présence pendant les 24 mois suivants au prix de souscription de 10,00 € par action.

L'Acquisition du Bloc de Contrôle constitue une opération ayant pour effet d'accélérer le calendrier d'exercice des Stock-options 2021.1 et 2021.2. L'accélération a été actée par le Conseil d'Administration du 15 septembre 2025 qui a par ailleurs décidé d'étendre la période d'exercice des Stock-options afin de permettre à leurs titulaires d'exercer les Stock-options qu'ils détiennent au plus tard jusqu'au jour ouvré précédant la date d'ouverture de l'OPA.

- Les plans 2023, 2023.2 et 2023.3, portant sur un nombre total de 219.000 actions pouvant être souscrites ou achetées, sont effectifs à partir du 24 janvier 2025, du 29 juin 2025 et du 20 juillet 2025 respectivement, et expirant le 24 janvier 2033, le 29 juin 2033 et le 20 juillet 2033 respectivement. Il est prévu qu'un quart soit exerçable à partir du 24 janvier 2025 pour le plan 2023, du 29 juin 2025 pour le plan 2023.2 et du 20 juillet 2025 pour le plan 2023.3 puis 1/24^{ème} par mois de présence pendant les 24 mois suivants aux prix de souscription de 27,54 € par action pour le plan 2023 et de 27,39 € par action pour les plans 2023.2 et 2023.3.

Le prix d'exercice des Stock-options 2023 est supérieur au Prix d'Offre et donc « en dehors de la monnaie ». Dans le cadre de l'Offre, il est envisagé un Acte de Renonciation aux Stock-Options 2023 en contrepartie d'une indemnité (cf. §8.4.2).

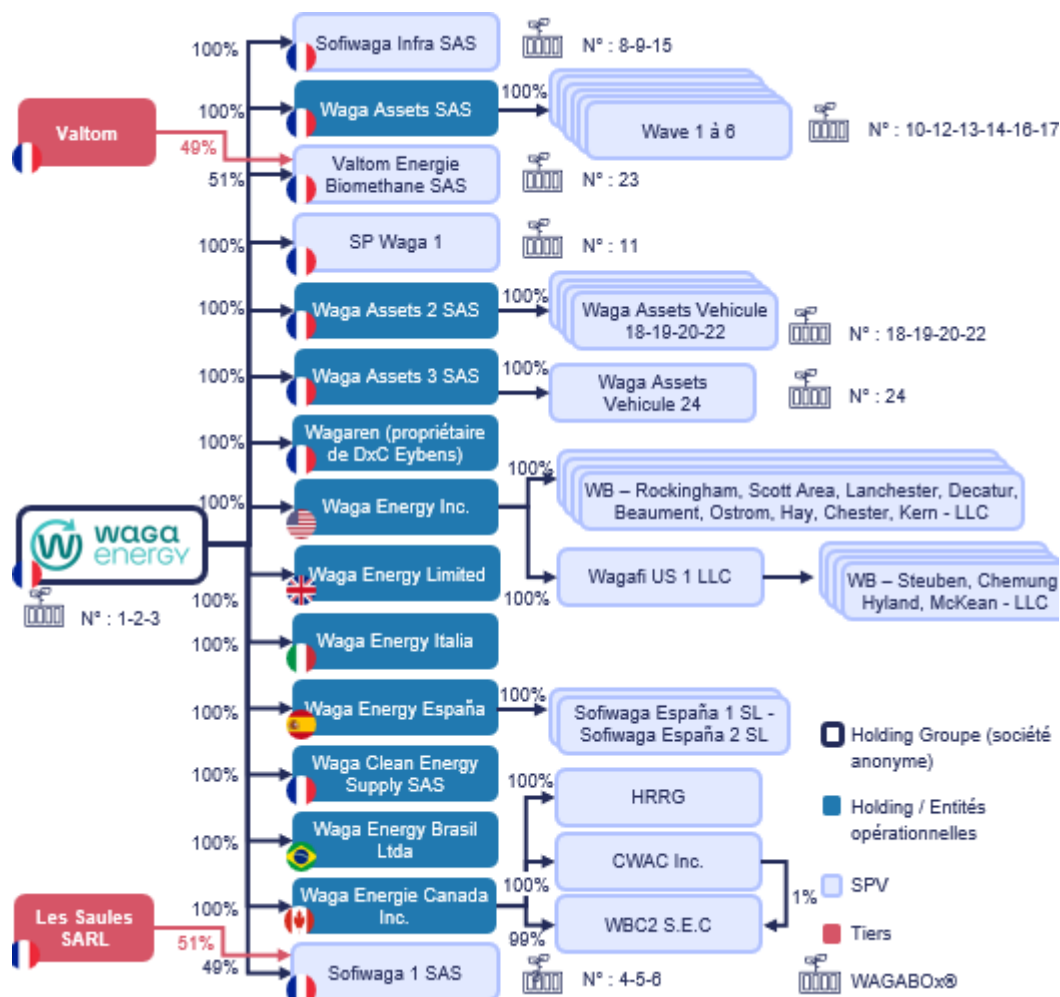
- Le plan 2024, portant sur un nombre total de 139.200 actions pouvant être souscrites ou achetées, est effectif à partir du 27 septembre 2026 et expire le 27 septembre 2034. Il est prévu qu'un quart soit exerçable à partir du 27 septembre 2026 puis 1/24^{ème} par mois de présence pendant les 24 mois suivants au prix de souscription de 15,58 € par action.

Dans le cadre de l'Offre il est envisagé de proposer aux détenteurs des Stock-options 2024 de conclure des promesses de vente et d'achat leur permettant de céder leurs titres de la Société ainsi obtenus par l'exercice de leur Stock-options 2024 lorsque ces dernières seront exerçables (cf. §8.4.3).

2.3 Organigramme de Waga Energy

L'organigramme juridique simplifié du Groupe à février 2025 est présenté ci-après :

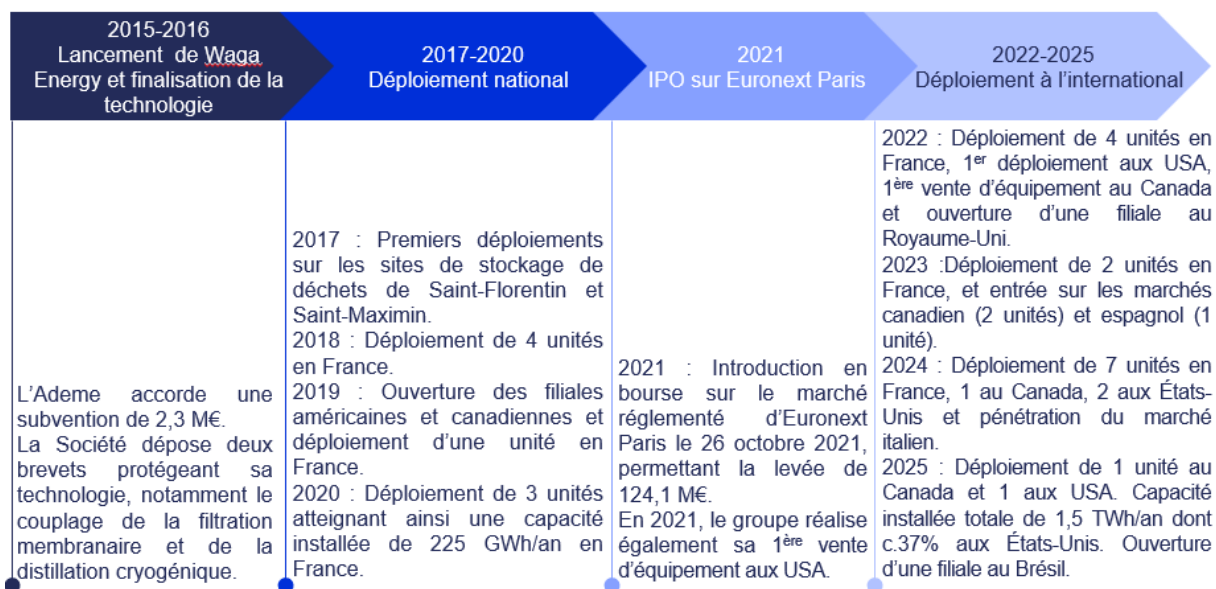
Figure 1 - Organigramme de Waga Energy SA à fin février 2025



Au 1^{er} semestre 2025, neuf nouvelles sociétés ont été créées, dont une en France, quatre au Canada, deux en Italie, une holding de financement aux Etats-Unis, et la première filiale au Brésil.

2.4 Rappel de l'historique

Figure 2 - Historique de la Société depuis sa création



Source : Société

Création de la Société

Le concept à l'origine de Waga Energy est né en 2007 au sein du groupe Air Liquide, dans le cadre d'un groupe de travail sur l'épuration du gaz des sites de stockage des déchets, animé notamment par M Mathieu Lefebvre. En 2010, Nicolas Paget et Guénaël Prince le rejoignent. Leur innovation repose notamment sur le couplage de la filtration membranaire et de la distillation cryogénique, technologies maîtrisées par Air Liquide depuis plusieurs décennies.

En 2015, Mrs Mathieu Lefebvre, Guénaël Prince et Nicolas Paget quittent Air Liquide pour fonder Waga Energy. Air Liquide soutient l'initiative en prenant une participation minoritaire via sa filiale Air Liquide Venture Capital (Aliad) lors de la première levée de fonds en juin 2015 et reste à ce jour le premier actionnaire industriel de Waga Energy.

Brevetage de la technologie et propriété intellectuelle

Jusqu'en juin 2024, Waga Energy a bénéficié d'un accord de licence sur la propriété intellectuelle d'Air Liquide développée avant 2015, aux fins de son utilisation dans le domaine de la valorisation du biogaz produit du stockage des déchets et de tout autre gaz énergétique. Ayant développé et breveté ses propres technologies qui ont conduit à la création de l'unité WAGABOX® et qui ont permis de ne plus dépendre de la propriété intellectuelle déposée par Air Liquide, cet accord a été résilié en juin 2024.

Le procédé WAGABOX® est protégé par cinq brevets détenus par le Groupe, dont deux brevets majeurs, déposés en 2015 et 2016, qui protègent le couplage de la filtration membranaire et de la distillation cryogénique. Ces brevets ont été obtenus dans plusieurs régions stratégiques (Europe, États-Unis, Canada et certains pays d'Amérique latine) et sont en cours d'extension à l'échelle mondiale, notamment dans les pays où le Groupe envisage de se développer.

Déploiement opérationnel

La première unité opérationnelle WAGABOX® est mise en service en février 2017 sur le site de stockage de déchets de Saint-Florentin (Yonne).

La Société s'est introduite en bourse sur Euronext Paris en octobre 2021. Cette opération a ainsi permis à la Société de lever 124 M€ lui permettant d'accélérer ses investissements et son déploiement opérationnel, notamment à l'international. Dans ce contexte, plusieurs filiales ont été ouvertes (après le Canada et États-Unis en 2019, l'Espagne en 2021, l'Italie et le Royaume-Uni en juin 2022 et plus récemment le Brésil en janvier 2025).

Le Groupe a étendu sa présence à l'international en ouvrant des filiales au Royaume-Uni en juin 2022 et au Brésil en janvier 2025.

Au 30 juin 2025, le Groupe exploite 23 unités en France (22 en propriété), pour une capacité de production installée de 640 GWh/an, auxquelles s'ajoutent 3 unités en cours de construction (capacité installée additionnelle de 84 GWh/an). En parallèle, la Société exploite 8 unités en Espagne, au Canada et aux États-Unis auxquelles s'ajoutent 16 unités en construction en Italie, au Canada et aux États-Unis.

Le Groupe poursuit activement son développement et son expansion, en particulier aux Amériques (États-Unis et Amérique Latine).

2.5 Présentation des activités et de la stratégie de Waga Energy

Waga Energy (EPA : WAGA) est une entreprise spécialisée dans la production de biométhane à partir du gaz issu des sites de stockage de déchets, également appelé « gaz de décharge ». Le Groupe utilise une technologie brevetée, la WAGABOX®, qui permet d'épurer le biogaz brut émis spontanément par les déchets afin de produire du biométhane. Ce dernier, en tant que substitut renouvelable au gaz naturel fossile, est injecté directement dans les réseaux de distribution pour alimenter les particuliers et les entreprises.

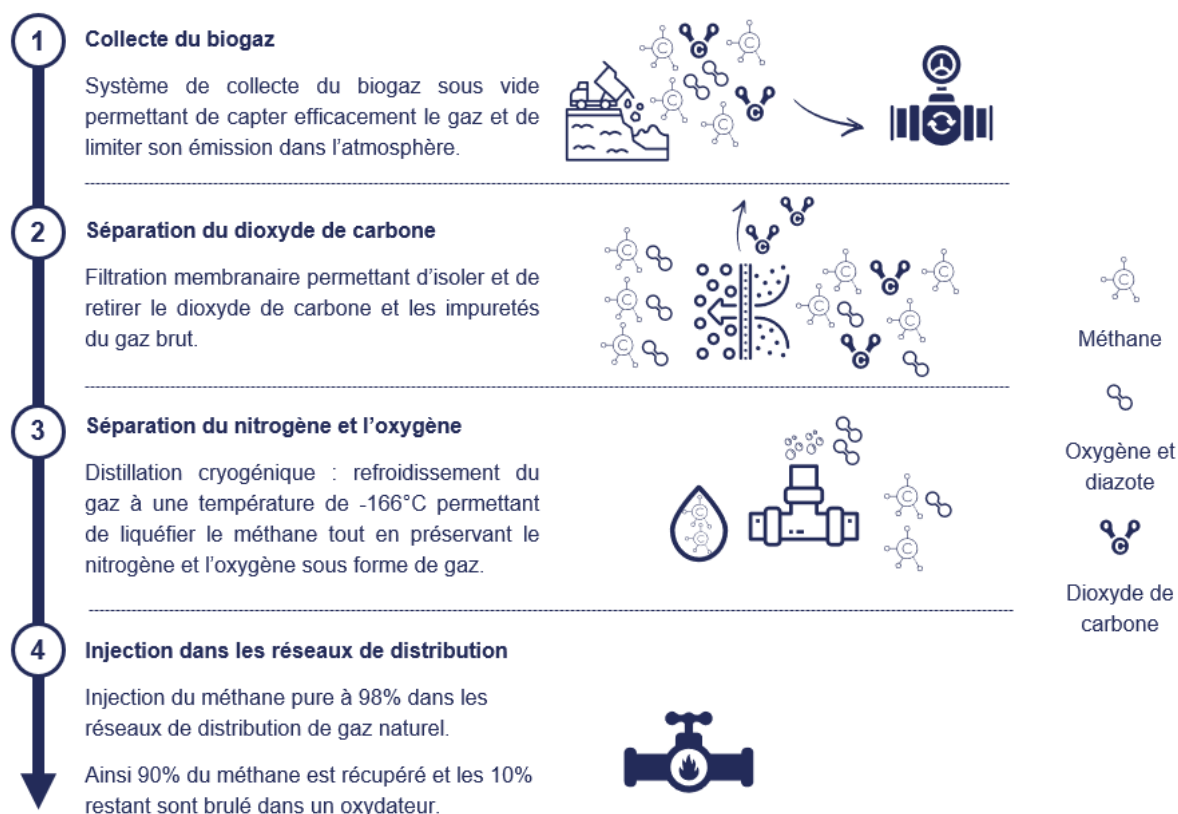
2.5.1 La technologie WAGABOX®

La technologie brevetée WAGABOX® repose sur le couplage de la filtration membranaire (séparation du CO₂) et de la distillation cryogénique (séparation de l'azote et de l'oxygène). Ce procédé innovant permet d'obtenir un biométhane de haute qualité (+98% de taux de concentration en méthane), injectable dans les réseaux de gaz⁷.

⁷ Critères d'injection des gestionnaires de réseau de gaz intégrant une concentration minimum de méthane d'environ 97%.

Si le procédé de filtration membranaire est similaire à celui utilisé par d'autres producteurs de biogaz, la distillation cryogénique constitue une innovation majeure. Elle permet de refroidir le gaz à -166 °C pour liquéfier le méthane tout en maintenant l'azote et l'oxygène à l'état gazeux et pour distiller le méthane et accroître ainsi sa pureté, jusqu'à dépasser le niveau minimum de concentration requis pour être injectable.

Figure 3 - Présentation du processus d'épuration du méthane par la WAGABOX®



Source : DEU de la Société

La technologie WAGABOX® offre un rendement constant de 90%⁸, en s'adaptant aux variations de débit et de composition du gaz brut, jusqu'à une concentration de 30% d'air (azote et oxygène).

Cette capacité à maintenir un rendement constant de 90% pour un biométhane pur à +98% est l'avantage compétitif qui distingue la technologie WAGABOX® des solutions concurrentes (cf. §3.1.3), lui permettant notamment d'adresser le marché des décharges de tailles petite et moyenne, en plus des décharges de taille conséquente.

⁸ Taux d'extraction du méthane contenu dans le gaz brut.

2.5.2 Le modèle d'affaires

Waga Energy déploie la technologie WAGABOX® en tant que développeur-investisseur-exploitant via des contrats long-terme liant (i) les exploitants d'Installation de Stockage de Déchets Non Dangereux (ISDND), (ii) les acheteurs de biométhane (généralement des énergéticiens) et (iii) le Groupe lui-même :

- Le Groupe finance la construction, l'exploitation et la maintenance des unités WAGABOX®, dans le cadre de contrats d'achat de biogaz signés avec les gestionnaires de site de stockage de déchets (ou « **Gas Right** ») ; une unité WAGABOX® suit typiquement le cycle de vie suivant :
 - En premier, le développement du projet et le financement (6 à 36 mois) : (i) analyse de la qualité du gaz de décharge et des volumes et études de faisabilité (« **Phase 1** »), (ii) négociation des *Gas Rights* et des contrats de revente du biométhane avec les *Off-takers* (« **Phase 2** »), (iii) études d'ingénierie et demande de permis de construire (« **Phase 3** »), et (iv) création du véhicule SPV (*Special Purpose Vehicle*), entité juridique dédiée qui portera le projet, en compris son financement ;
 - En second, la construction et la mise en service (12 à 24 mois) : (i) construction et pré-assemblage d'une unité WAGABOX®, (ii) constructions sur site (raccordement aux réseaux électrique et gazier, travaux de génie civil, etc.), et (iii) mise en service sur site de l'unité WAGABOX® ;
 - Enfin, la vente de biométhane, et l'exploitation et la maintenance (10 à 20 ans), que nous détaillons ci-après.
- Modèle économique 1 (par défaut) – Vente directe de biométhane :
 - Le Groupe agit en tant que principal en revendant directement la production de biométhane à des énergéticiens ou des acheteurs privés (ou « **Off-taker** ») ;
 - Le Groupe redistribue une partie du produit de la vente au gestionnaire du site sous forme de redevance mensuelle définie contractuellement et fonction du chiffre d'affaires généré par la Société ;
 - Les conditions de commercialisation du biométhane varient d'une région à l'autre :
 - *Feed-in Tariffs* (« **FIT** ») : Tarifs garantis par les autorités publiques pour des durées de 10 à 20 ans, indexés sur l'inflation et sur divers indices économiques ;
 - *Biomethane Purchase Agreement* (« **BPA** ») : Contrats de gré à gré conclus avec des acteurs privés pour des durées allant de 10 à 20 ans (similaires aux PPA utilisés dans les projets d'électricité renouvelable), portant sur la livraison d'un volume déterminé de biométhane, à un prix défini contractuellement, indexé sur l'inflation et sur différents indices économiques ; le Groupe privilégie le recours au BPA, lui permettant de réduire sa dépendance aux subventions publiques et d'accroître ses revenus.

Les conditions de commercialisation assurent au Groupe des revenus récurrents et prévisibles dans la durée.

- Modèle économique 2 – Prestation d'épuration :

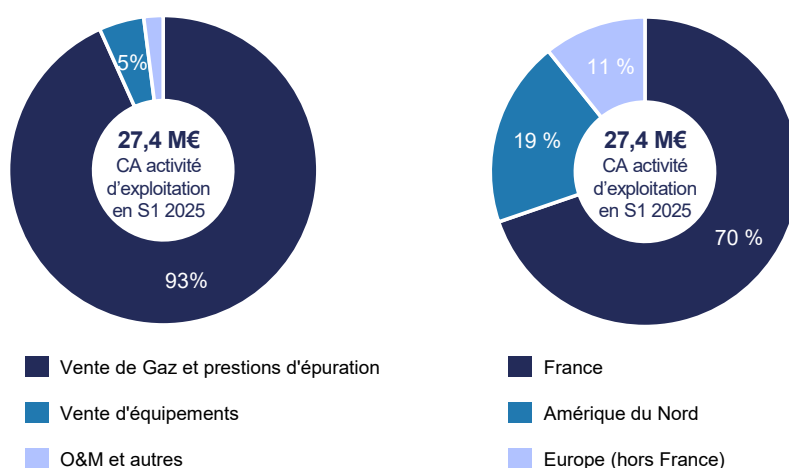
Dans le cas où le gestionnaire du site souhaite apparaître comme producteur de biométhane, le Groupe peut exploiter l'unité pour son compte dans le cadre d'un contrat de service, contre une rémunération mensuelle fixe, basée sur les volumes produits et indexée sur les coûts ; c'est le gestionnaire du site qui choisit l'*Off-taker*, gère la relation contractuelle et négocie les prix de vente.

Dans les deux cas, le Groupe reste propriétaire et unique exploitant des unités WAGABOX®.

Au 30 juin 2025, le modèle d'affaires décrit ci-dessus (vente directe de biométhane et prestation d'épuration) a contribué au chiffre d'affaires à hauteur de c. 93% (77% au 31 décembre 2024).

Par exception au modèle d'affaires, les autres sources de produits sont issues de (i) la vente d'équipements (contrat d'*Engineering Procurement & Construction - EPC*), ainsi que (ii) des revenus issus du contrat long terme de maintenance et exploitation (*Operating & Maintenance*, ci-après « **O&M** ») de ces unités vendues, en contrepartie d'une prestation d'exploitation et maintenance des actifs réalisée par le Groupe. Au 30 juin 2025, les ventes d'équipements et les prestations O&M représentaient respectivement c. 5% et c. 2% du chiffre d'affaires.

Figure 4 - Répartition du chiffre d'affaires par activité et par géographie au 30 juin 2025



Sources : Rapport semestriel au 30 juin 2025

Si le Groupe a d'abord déployé la solution en France, il a très vite fixé des ambitions à l'international (ouverture de filiales en Amérique du Nord dès 2019) et a réalisé c. 30% de son chiffre d'affaires hors France au cours des 6 premiers mois de l'exercice 2025.

2.5.2.1 Investissements et financement du modèle d'affaires

Dans le cadre de son statut de développeur-investisseur-exploitant, le Groupe mobilise des montants de financement conséquents dans la mesure où un projet de WAGABOX® représente un investissement compris entre 3 M€ et 25 M€ en fonction de la taille de la WAGABOX® et du pays dans lequel cette dernière est installée.

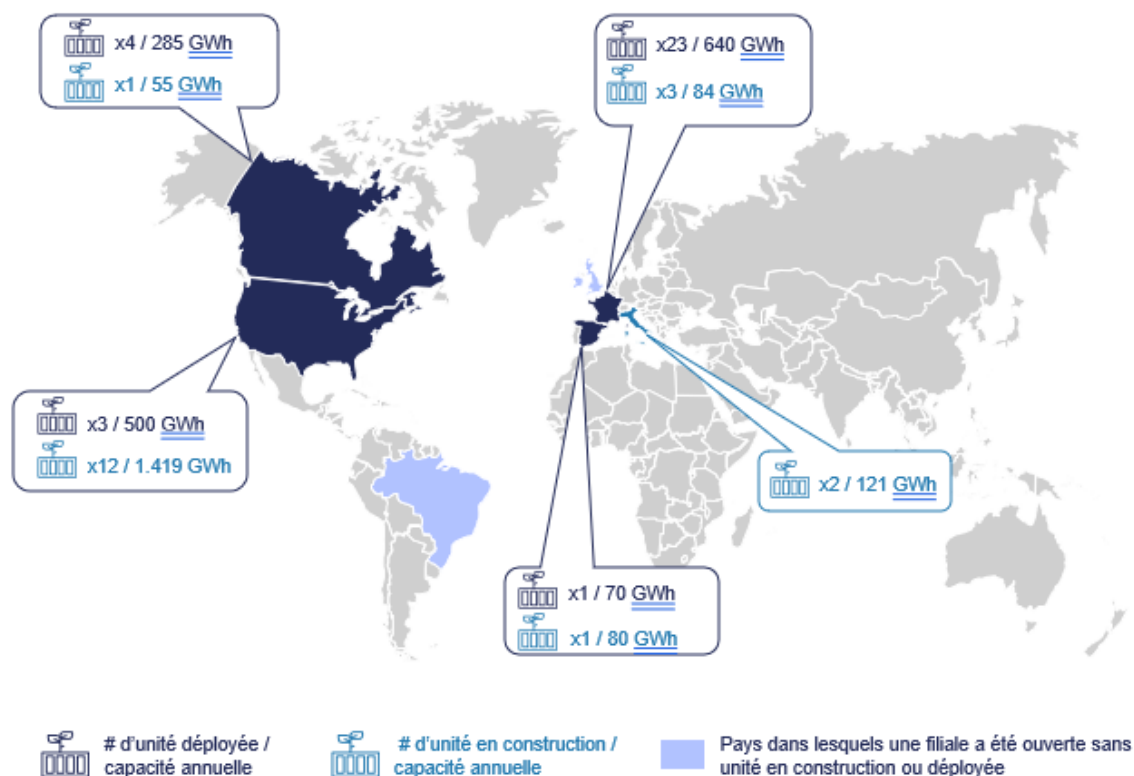
La Société a recours à la création de SPV (*Special Purpose Vehicle*) pour réaliser ses projets de WAGABOX®. Ces sociétés ad-hoc sans salariés ont pour objectif de détenir et exploiter les WAGABOX® individuellement afin de faciliter la gestion de chaque projet et de limiter l'apport en fonds propres nécessaires pour leur fabrication.

Concernant le financement, les fonds propres sont directement apportés au niveau du SPV ou au niveau d'une holding intermédiaire (AssetCo) via des financements seniors ou des apports réalisés par des actionnaires minoritaires. Ces fonds sont nécessaires jusqu'à la signature des contrats essentiels à l'exploitation des WAGABOX® et aux obtentions des autorisations du projet. La phase de construction d'une unité est financée par fonds propres et/ou par une dette senior sous forme de financement bancaire ou obligataire intermédiaire (« Bridge »). Une fois l'unité mise en production, le SPV a recours à des refinancements bancaires représentant entre 60% et 85% du coût du projet selon ses caractéristiques en raison d'un niveau de visibilité élevé des flux de trésorerie qui seront générés. Ces financements souscrits par le SPV sont dits sans recours dans la mesure où ils ne font pas appel à une garantie maison mère.

2.5.3 Portefeuille d'actifs et présence géographique

Au 30 juin 2025, le portefeuille du Groupe est déployé sur 7 pays à travers 3 continents, tel que présenté ci-après :

Figure 5 - Présentation de l'empreinte géographique de Waga Energy au 30 juin 2025



Source : Société

Au 30 juin 2025, le Groupe compte 50 unités signées dont 31 en opération (capacité installée de 1,5 TWh/an) et 19 en construction (capacité de 1,8 TWh/an), ainsi qu'un *Pipeline* de 196 unités à fin août 2025. Le développement de celles-ci avant signature se découpe en trois phases : (i) réalisation d'études de faisabilité, (ii) dépôt d'une offre, et (iii) négociation contractuelle des *Gas Right*. Ce *Pipeline* représente un potentiel de production totale de 16,7 TWh/an qui sont répartis entre l'Amérique du Nord (61%), l'Europe (18%), et le reste du monde (21%). Il est à noter que plus de 50 % du potentiel de production totale de ce *Pipeline* se situe en phase 1, i.e. sans connaissance à date de la faisabilité du projet sur le site, et près de 90 % se situe avant la phase 3.

Le parc en production de la Société est relativement récent avec un âge moyen des WAGABOX® de 3,0 ans à fin juin 2025 (contre 2,4 ans en décembre 2024) et pour lequel la durée résiduelle des contrats de vente de biométhane est encore longue d'en moyenne 12,2 ans.

2.5.4 Présentation des objectifs du Groupe

Les objectifs à moyen terme du Groupe s'inscrivent dans la continuité de ses réalisations des dernières années et sont les suivants :

- Un EBITDA Ajusté⁹ à l'équilibre courant 2025 ;
- Un chiffre d'affaires récurrent et contractualisé¹⁰ de +400 M€ à horizon fin 2026 ;
- Un chiffre d'affaires à horizon fin 2026 d'environ 200 M€ de (pour une capacité installée fin 2026 de 4 TWh/an et 600.000 tCO₂e¹¹ évitées), avec potentiellement plusieurs mois de décalage, compte tenu du nombre de projets signés à ce jour et des perspectives de signatures.

Pour atteindre les objectifs précités, le Groupe prévoit de s'appuyer sur :

- Plus de 196 projets en développement (soit un potentiel de production total de 16,7 TWh/an à terme en cas de succès de chacun des 196 projets) et plusieurs centaines d'autres cibles identifiées en Europe et aux États-Unis ;
- Un taux d'endettement des projets allant jusqu'à 60% à 85%, en fonction notamment de la nature des projets, de la localisation, des flux de trésorerie des unités en exploitation et de la structure tarifaire des contrats (part fixe vs. variable) ;
- Une marge d'EBITDA Projet¹² comprise entre 30% et 50% du chiffre d'affaires généré.

Le rythme de déploiement contenu dans ces objectifs implique des capitaux pour le financer, puisque l'amorçage des projets se fait sur fonds propres, le recours aux financements des SPV ne pouvant se faire qu'une fois les projets développés et sécurisés.

⁹ L'EBITDA (« Earnings Before Interests, Taxes, Depreciation & Amortization ») est un indicateur de mesure de la performance opérationnelle, défini comme le résultat opérationnel courant retraité des dotations nettes aux amortissements et provisions sur les immobilisations, et des charges liées aux rémunérations fondées sur les actions.

¹⁰ Le chiffre d'affaires annuel récurrent et contractualisé correspond au chiffre d'affaires anticipé par la Société sur une période de 10 ans à 20 ans dans le cadre de contrats de vente de biométhane à long terme ou de prestations d'épuration. Il ne constitue pas une donnée prévisionnelle et a pour objectif de représenter, à date, le potentiel du parc d'unités WAGABOX® installées et en construction.

¹¹ Tonne d'équivalent dioxyde de carbone.

¹² Contrairement à l'EBITDA, l'EBITDA Projet ne prend pas en compte certaines charges fixes (loyers hors contrats dans le champ de la norme IFRS 16, coûts liés aux fonctions administratif et finance, etc..) et frais généraux courants. La marge d'EBITDA Projet est calculée en divisant les chiffres d'affaires d'un projet spécifique par l'EBITDA Projet.

3 Présentation de l'environnement économique et concurrentiel de Waga Energy

Nous présentons ci-après l'environnement économique et concurrentiel de Waga Energy sur ses principaux marchés, à savoir l'activité de production de gaz naturel renouvelable, en France, en Europe et aux États-Unis.

Les informations présentées dans cette section sont principalement issues des DEU de la Société, Xerfi, Banque mondiale, AIE, Association Européenne de biogaz, DEU comparables boursiers.

3.1 Le marché du biométhane dans le monde

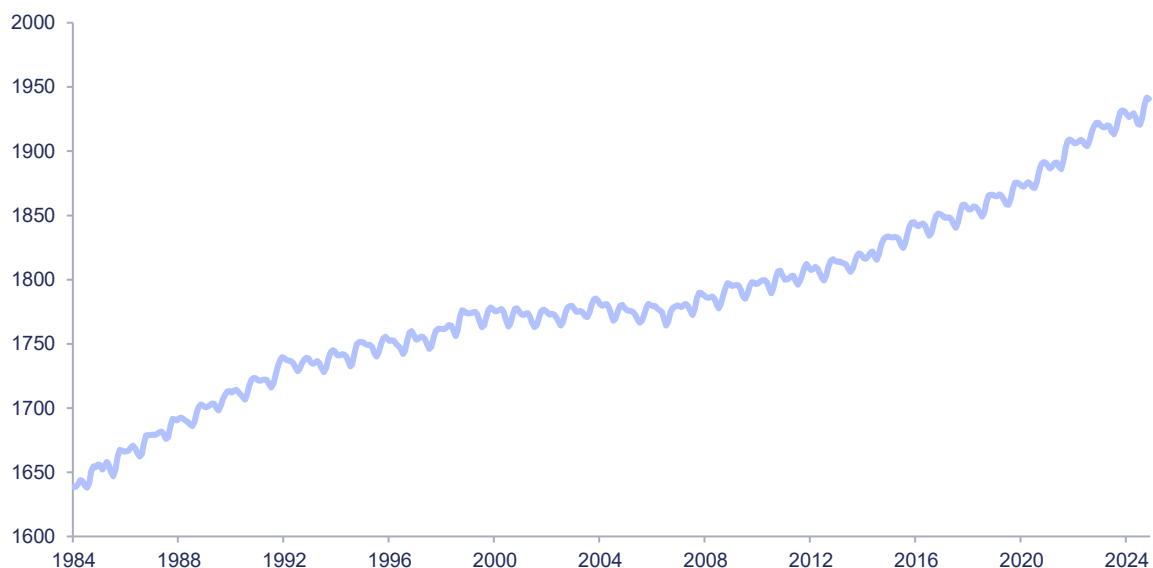
3.1.1 Le méthane, un sous-jacent ayant un impact significatif sur l'environnement

Un impact significatif sur l'environnement

Le méthane (CH_4) est un gaz à effet de serre, constituant la deuxième source de réchauffement climatique après le dioxyde de carbone (CO_2). Les molécules de méthane emprisonnent davantage de chaleur qu'une molécule de CO_2 . À masse égale, son effet de réchauffement est 86 fois plus puissant que celui du CO_2 sur une période de 20 ans. Leur durée de vie dans l'atmosphère est toutefois relativement plus courte (12 ans contre c.100 ans pour le CO_2).

La concentration de méthane atmosphérique a plus que doublé au cours des 200 dernières années, contribuant à 20 à 30% du réchauffement climatique. Elle tend désormais à se stabiliser.

Figure 6 - Concentrations atmosphériques de méthane depuis 1984 (Particules de CH_4 par milliard)



Source : NOAA - Global Monitoring Division

Un besoin de réduction massive des émissions de méthane pour respecter les engagements internationaux

D'après les estimations du GIEC, une réduction d'environ un tiers des émissions de méthane d'ici 2030 serait nécessaire afin de s'aligner sur un scénario limitant le réchauffement climatique à 1,5°C. À l'occasion de la COP26 en 2021, un engagement international visant une diminution de 30% des émissions de méthane a été adopté par 103 nations dans le cadre du « Pacte mondial sur le méthane ». Ce pacte se traduit notamment par de multiples mécanismes dans différents pays comme des tarifs de rachat d'électricité, la mise en place de quotas, des subventions d'investissement ou encore des incitations fiscales pour favoriser l'utilisation de biogaz et réduire la consommation de gaz naturel non renouvelable.

Le biogaz est un vecteur dans les stratégies énergétiques et économiques de nombreux pays. Ce dernier répond à la fois aux enjeux géostratégiques comme le renforcement de l'autonomie énergétique des États et aux besoins de réduction de la propagation du méthane.

Le biogaz présente un impact environnemental réduit. Il émet jusqu'à cinq fois moins de molécules de carbone que le gaz fossile. De plus, ces émissions proviennent de carbone déjà présent dans l'atmosphère, ayant été captées par des organismes vivants. À l'inverse, l'extraction de gaz naturel libère du carbone jusqu'alors piégé dans le sous-sol, accentuant ainsi le réchauffement climatique.

3.1.2 Les décharges, sources d'émissions de méthane

La décomposition des déchets en décharges, un enjeu central

Environ 60% des émissions de méthane actuelles proviennent d'activités humaines, principalement de l'agriculture (40%), de l'exploitation des combustibles fossiles (35%) et de la décomposition des déchets en décharge (20%). La décomposition des déchets représente donc la troisième source la plus importante de production de méthane.

Par ailleurs, selon le rapport de la banque mondiale, la production mondiale de déchets devrait augmenter de près de 70% d'ici 2050, atteignant 3,4 milliards de tonnes par an.

Structure du marché des décharges dans le monde

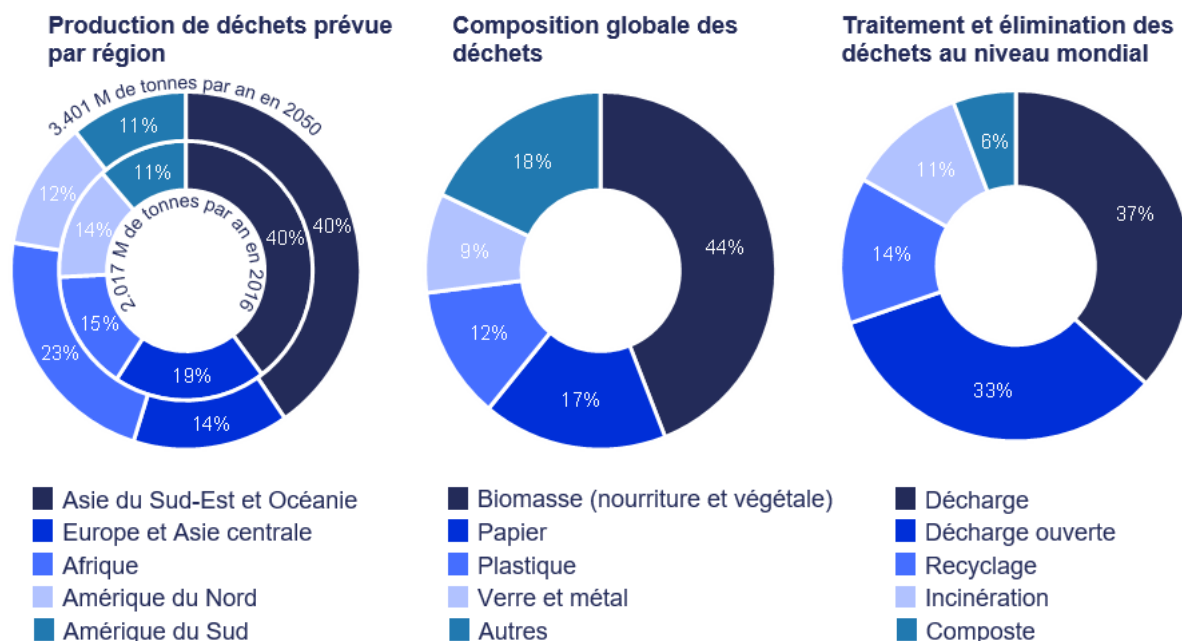
Les principaux producteurs de déchets à l'échelle mondiale sont les pays asiatiques, qui génèrent 40% de la production totale. D'ici 2050, le continent africain devrait surpasser l'Europe et l'Amérique en termes de volume de déchets produits.

La composition des déchets provient à 44% par des résidus issus de la biomasse, incluant les matières végétales et les déchets alimentaires.

Par ailleurs, à l'échelle globale, 37% des déchets sont acheminés vers des décharges publiques ou privées, tandis que seulement 7,7% font l'objet d'un traitement dans des installations dotées de dispositifs de récupération des gaz.

Le marché des décharges compte plus de 20.000 sites recensés à l'échelle mondiale. Parmi ceux-ci, environ c. 3.000 sont situés en Amérique du Nord et c. 1.500 en Europe.

Figure 7 - Vue d'ensemble sur le marché de la gestion des déchets dans le monde

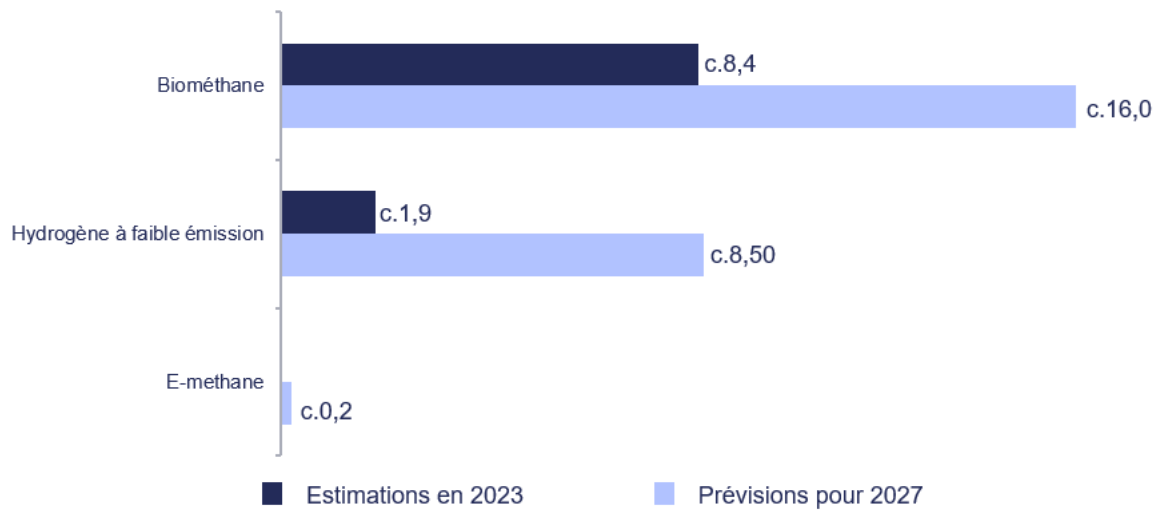


3.1.3 Le marché mondial du Biogaz et ses acteurs

Structure de l'offre et de la demande de biogaz dans le monde

On constate que la production de gaz naturel renouvelable est en forte augmentation (cf. figure ci-dessous). Le déploiement des gaz à faibles émissions¹³ devrait doubler d'ici 2027, soit une hausse de près de 16 milliards de mètres cubes. Cette croissance, portée par une réglementation favorable, sera principalement impulsée par l'Europe et l'Amérique du Nord, qui représenteront plus de 70% de l'expansion du marché. Toutefois, des efforts supplémentaires seront nécessaires pour atteindre les objectifs publics fixés par chaque région. Par ailleurs, des pays comme le Brésil, la Chine et l'Inde devraient également intensifier leur production.

¹³ Gaz dont la production, l'utilisation ou la combustion entraîne peu d'émissions de CO₂ ou d'autres gaz à effet de serre (GES) comparé aux sources fossiles traditionnelles.

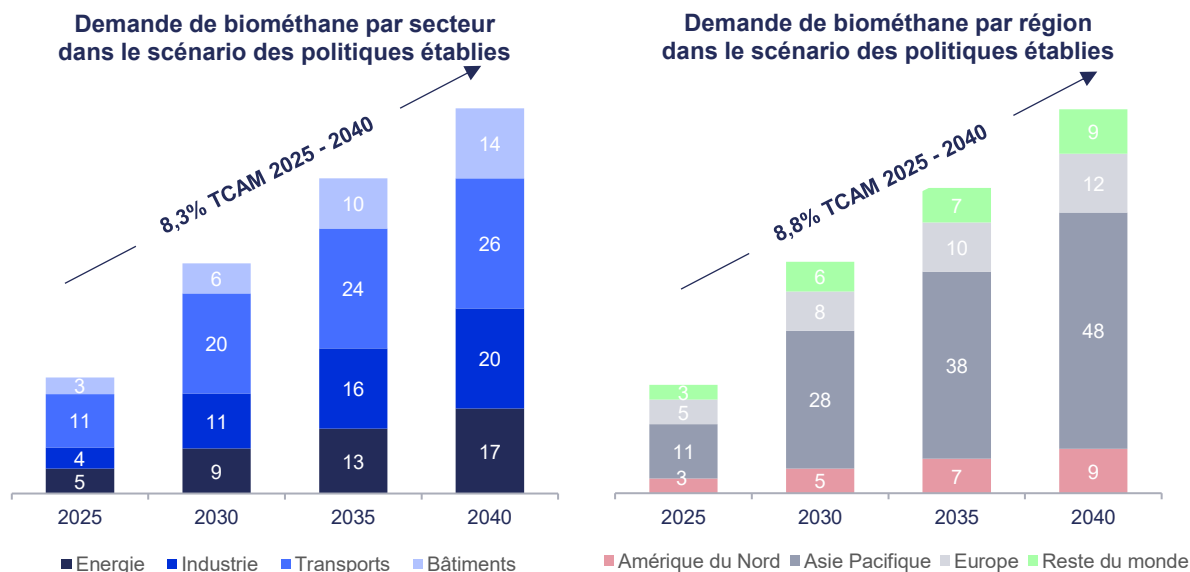
Figure 8 - Estimation de l'offre de gaz à faibles émissions par type (en milliard de mètres cubes)

Source : AIE¹⁴

Selon l'étude menée par l'AIE en 2023 dans le cadre de la « *World economy outlook* », la demande de gaz naturel était projetée à près de 4,25 milliards de mètres cubes en 2025. La demande devrait rester stable à l'horizon 2050. Les pays asiatiques représentent les principaux demandeurs de biométhane, avec une consommation estimée à 11 millions de tonnes en 2025 et à 48 millions de tonnes en 2040. Le secteur des transports constitue quant à lui le principal consommateur annuel, avec une demande prévue de 11 millions de tonnes en 2025 et de 26 millions de tonnes en 2040. Par ailleurs, la consommation globale, toutes régions et industries confondues, devrait continuer à croître dans les années à venir, selon les scénarios politiques établis.

¹⁴ Agence International de l'Energie.

Figure 9 - Structure de la demande de biométhane dans le monde



Source : IEA – World Energy Outlook Special Report 2020

3.2 Environnement concurrentiel de la filière européenne et nord-américaine du biométhane

3.2.1 Procédés de méthanisation et principaux concurrents de la Société

Processus de méthanisation et rendement énergétique

La méthanisation est un processus biologique de dégradation de la matière organique en l'absence d'oxygène, provoqué par des micro-organismes. Elle peut se produire naturellement (ex. marais) ou être mise en œuvre dans des méthaniseurs industriels.

La filière biogaz se divise en trois sous-filières selon l'origine et le traitement des déchets :

- **La méthanisation de déchets non dangereux ou de matières végétales brutes** utilise des déchets agricoles, industriels (notamment agroalimentaires) et ménagers biodégradables. La méthanisation est réalisée au moyen de méthaniseurs, installés soit dans une usine centralisant les déchets, soit directement sur les sites de production de ces déchets.
- **La méthanisation de boues de stations d'épuration (STEP)** exploite les boues et graisses des stations d'épuration, qui ont un fort potentiel méthanogène. Ces gaz sont également collectés via un méthaniseur.
- **Le biogaz des ISDND¹⁵** est un biogaz naturellement formé dans les décharges, capté sous forme de « gaz de décharge ». La Société opère au sein de cette sous-filière.

¹⁵ Installations de stockage de déchets non dangereux.

Le biogaz produit par méthanisation se compose de 40 à 60% de méthane, associé à du dioxyde de carbone (CO_2) et de divers gaz en faibles proportions, tels que l'azote et l'hydrogène sulfuré. Son pouvoir énergétique, directement corrélé à sa teneur en méthane, oscille entre 4 et 7 kWh/m³.

Le biogaz peut être utilisé pour produire de la chaleur, de l'électricité ou les deux (cogénération). Le biogaz peut également être épuré pour produire du biométhane. En augmentant la concentration de méthane, le pouvoir énergétique du biométhane peut atteindre jusqu'à 11 kWh/m³. Le biométhane peut être stocké et injecté dans les réseaux de gaz naturel ou utilisé comme carburant (bioGNV).

Méthanisation du gaz de décharge

Le biogaz issu d'un méthaniseur est relativement facile à épurer grâce à un processus de production maîtrisé. En revanche, le biogaz généré spontanément par les sites d'enfouissement est plus complexe à traiter en raison de son caractère imprévisible, de son mélange avec l'air (oxygène et azote) et de la présence de nombreux polluants. Ainsi, les technologies d'épuration telles que la filtration membranaire, le lavage physique ou chimique et l'absorption modulée en pression, utilisées pour le traitement du biogaz issu des méthaniseurs, s'avèrent inefficaces pour purifier le biogaz provenant des sites d'enfouissement.

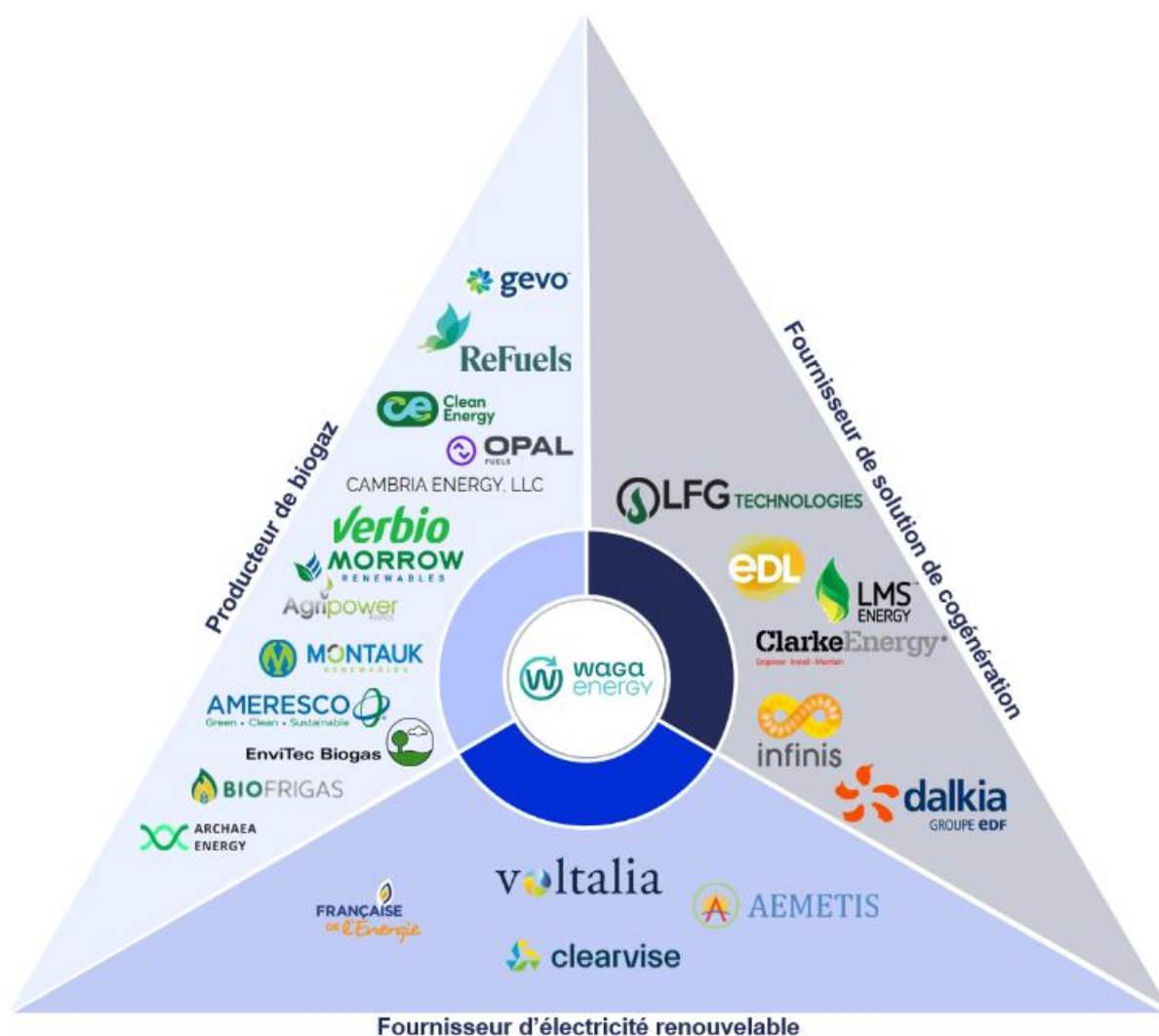
Dans le cadre de la valorisation du gaz des sites de stockage de déchets, la solution de référence consiste à brûler le gaz dans un moteur de cogénération pour produire de l'électricité et de la chaleur. Le rendement énergétique se situe entre 30% et 65% en fonction de la capacité à exploiter la chaleur générée. Par ailleurs, ce modèle de récupération du gaz est peu rentable. Il fonctionne majoritairement grâce à la revente des crédits carbone et des subventions étatiques. LFG technologies, EDL ou encore Clarke energy font partie des acteurs développant des solutions de cogénérations.

Concurrents de la Société

La production de biométhane est principalement concentrée aux États-Unis. Elle est portée, d'une part, par des acteurs spécialisés dans la valorisation du gaz issu des décharges, parmi lesquels figurent Montauk, Morrow Renewables et Archaea Energy.

D'autre part, des entreprises transforment les déchets de biomasse au sein de leurs installations industrielles. Le biogaz obtenu peut être destiné à plusieurs usages. Il peut notamment être raffiné en carburant et distribué via un réseau de stations-service, comme le font Clean Energy Fuels et OPAL Fuels. Par ailleurs, le biométhane peut être utilisé pour la production d'électricité ou d'énergie thermique, voir être réinjecté dans le réseau de gaz naturel, sous réserve du respect de normes spécifiques.

Figure 10 - Principaux concurrents de Waga Energy sur son marché



Source : Finexsi

Tendance sur le marché du biogaz

Ces nombreux acteurs devraient bénéficier d'une croissance générale du marché pendant les prochaines années. Les coûts de production du biogaz devraient connaître une légère baisse, tandis que les prix du gaz naturel tendent à augmenter. Ainsi, les régions productrices de gaz naturel, comme la Chine et l'Asie du Sud-Est, ainsi que celles engagées dans des objectifs climatiques ambitieux, pourraient être fortement incitées à accroître leur production de biogaz.

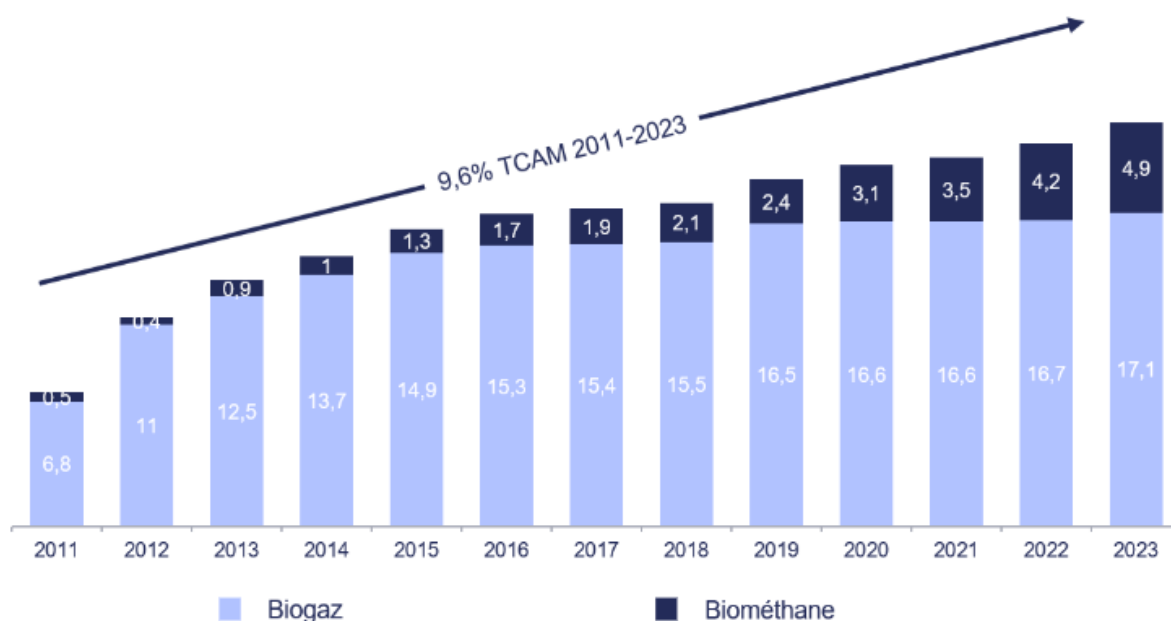
Selon le rapport de l'AIE, d'ici 2040, plus de 260 Mtep¹⁶ de biogaz pourraient être produits à l'échelle mondiale à un coût inférieur aux prix régionaux du gaz naturel qui prévalent dans le cadre du scénario STEPS¹⁷. Ces prix s'élèveraient en moyenne à 9 USD/MBtu¹⁸ dans les régions importatrices telles que l'Europe et la plupart des économies d'Asie en développement, 7 USD/MBtu en Afrique et environ 4,5 USD/MBtu en Amérique du Nord.

3.2.2 Le marché européen du biométhane

D'après le dernier rapport de l'Association Européenne du Biogaz (EBA), la production totale de biogaz et de biométhane en Europe s'est élevée à 22 milliards de m³ en 2023 (soit 234 TWh), couvrant environ 7% de la consommation de gaz naturel au sein de l'Union européenne.

À l'échelle européenne, le consortium *Gas for Climate*, réunissant les principaux gestionnaires de transport de gaz, poursuit une ambition comparable. Son objectif est d'atteindre 11% de gaz renouvelable dans le réseau d'ici 2030.

Figure 11 - Production combinée de biogaz et de biométhane en Europe (milliards de m³)



Source : Rapport de l'association européenne du biogaz (EBA)

¹⁶ Mégatonne d'équivalent pétrole.

¹⁷ *Stated Policies Scenario*, soit le scénario des politiques établies.

¹⁸ Million de Btu (*British Thermal Unit*), une unité anglo-saxonne de puissance avec l'équivalence suivante : 1 MBtu = c. 293 kW.

La structure du marché européen des décharges varie selon les pays :

- Au Royaume-Uni, l'intégralité des sites est exploitée par des acteurs privés, tandis qu'en France, cette proportion s'élève à 70% ;
- En Espagne, 90% des décharges relèvent du secteur public ;
- En Italie, la gestion publique et privée des décharges est égale (50%).

À eux quatre, ces marchés regroupent environ 620 décharges, traitant annuellement plus de 58 millions de tonnes de déchets.

Avec un taux de croissance annuel moyen de 20,9% sur la période 2011 - 2023, la production de biométhane en Europe s'élève actuellement à 5 milliards de mètres cubes. Dans le cadre du plan REPowerEU, la Commission européenne a fixé un objectif de 35 milliards de mètres cubes de biométhane par an produits d'ici 2030. Ce plan vise à réduire la dépendance de l'Union européenne à l'égard des combustibles russes en remplaçant 20% de ces dernières à horizon 2030.

Les principaux producteurs en 2040 devraient être l'Allemagne, la France, l'Espagne, l'Italie et la Pologne, ainsi que le Royaume-Uni. Certains pays ont déjà fixé des objectifs.

En France, la Loi de Transition Énergétique pour la Croissance Verte (LTECV) fixe un objectif de 10% de gaz verts dans les réseaux avant 2030 (contre 4% à fin 2024). La Programmation Pluriannuelle de l'Énergie (PPE) actuellement en vigueur prévoit une injection de biométhane comprise entre 14 et 22 TWh d'ici 2028. Pour y parvenir, l'État français encourage les producteurs via deux systèmes :

- L'arrêté du 10 juin 2023 permet aux producteurs de biogaz (production inférieure à 25 GWh) de signer un contrat d'obligation d'achat avec EDF ou une ELD¹⁹. Ce contrat, d'une durée de 15 à 20 ans, garantit un rachat de l'électricité à un tarif fixé par l'état, généralement supérieur au prix de marché, bien que variable selon les installations. Le tarif est actuellement fixé de 24 à 32 €/MWh ;
- La loi Climat et Résilience du 24 août 2021 a instauré un nouveau dispositif de soutien au biométhane : les Certificats de Production de Biogaz (CPB). Les fournisseurs d'énergie doivent désormais restituer annuellement à l'État un volume de CPB proportionnel à leur commercialisation de gaz. Pour ce faire, ils peuvent soit acheter des certificats aux producteurs de biométhane, soit produire eux-mêmes du gaz renouvelable. En cas de non-respect de cette obligation, une pénalité financière est appliquée.

En Italie, un décret ministériel adopté en mars 2018 vise à soutenir la production de biométhane destiné au secteur des transports. L'objectif fixé est d'atteindre 10% de biocarburants, majoritairement du biométhane, dès 2022. Ainsi, la Commission européenne a notamment approuvé un programme de 4,5 milliards d'euros de subventions destiné à soutenir la production de biogaz en Italie.

¹⁹ Entreprise Locale de Distribution.

3.2.3 Le marché nord-américain du biométhane

Avec près de 3.000 décharges, le marché nord-américain génère plus de 400 millions de tonnes de déchets par an. Les marchés américain et canadien des décharges sont majoritairement détenus par des gestionnaires publics, respectivement 64% et 78%. Sous l'administration de Joe Biden, les États-Unis avaient pour objectif de produire 58 TWh de biométhane d'ici 2030, soit plus que la demande mondiale en 2018 (50 TWh).

Aux États-Unis, le développement du biométhane a historiquement été porté par le secteur des transports ainsi que par des dispositifs de soutien tels que :

- **Renewable Fuel Standard (RFS)** : Créé en 2005 au niveau fédéral, le programme impose l'incorporation d'un volume minimal de carburants renouvelables pour réduire l'usage des combustibles fossiles dans les transports, le fioul domestique et le kérosène. Il couvre quatre catégories : biodiesel issu de la biomasse, biocarburant cellulosique, biocarburant avancé et carburant renouvelable total. Les parties assujetties au programme RFS sont les raffineurs et importateurs d'essence ou de diesel. Pour se conformer à leurs obligations, elles doivent acquérir et retirer de la circulation un nombre suffisant de crédits représentant des carburants renouvelables (*Renewable Identification Numbers* ou RINs), afin de satisfaire leur obligation volumétrique pour chaque catégorie de carburant renouvelable ;
- **Low Carbon Fuels Standard (LCFS)** : adopté en 2009 et mis en œuvre dès 2011, c'est l'une des mesures clés de la Californie pour réduire les émissions de gaz à effet de serre (GES) et la dépendance aux carburants pétroliers. Il impose une diminution progressive de l'intensité carbone des carburants de transport en favorisant les alternatives bas-carbone et renouvelables ;
- **Inflation Reduction Act (IRA)** : prévoit des incitations financières majeures pour les ménages et les entreprises. Les entreprises profitent de crédits d'impôt pour l'investissement (*Investment Tax Credit* ou « **ITC** », §9.1) et la production dans plusieurs secteurs stratégiques (*Production Tax Credit* ou « **PTC** ») : véhicules électriques, énergies renouvelables (éolien, solaire), séquestration du carbone, hydrogène vert, biocarburants et batteries.

À l'échelle nationale, la réglementation canadienne impose aux sites d'enfouissement l'installation de systèmes de captage du gaz de décharge. Ces installations doivent également se conformer à des seuils d'émissions de méthane en surface, afin de garantir le maintien des rejets en deçà des limites admissibles. Le gaz capté devra ensuite être dirigé vers des dispositifs de destruction du méthane (torchères, moteurs à combustion interne, unités de valorisation du biogaz, etc.).

Depuis 2019, toutes les provinces et territoires canadiens doivent appliquer un prix sur les émissions de carbone. Ils peuvent adopter leur propre système, à condition qu'il respecte les normes fédérales, valables de 2023 à 2030.

Le système fédéral comprend deux volets :

- Une taxe sur les carburants fossiles ;
- Un système basé sur la performance industrielle (tarification axée sur la production).

En 2024, le prix minimal fédéral est fixé à 80 \$/tonne de CO₂e, avec une hausse annuelle de 15 \$ jusqu'à atteindre 170 \$/tonne d'ici 2030.

Le Canada a également instauré un système fédéral de crédits de compensation des émissions, que les provinces peuvent intégrer dans leurs propres régimes de tarification. Certains distributeurs Canadien, comme Énergir ou Fortis BC, proposent aux producteurs de biométhane des contrats d'achat sur une durée pouvant atteindre 20 ans.

3.3 Les déterminants du marché du Biométhane

3.3.1 Des déterminants politiques

Le développement du biométhane est fortement influencé par le cadre politique, qui conditionne l'attraction des investissements et la mise en œuvre des projets à l'échelle mondiale. Les sociétés du secteur sont souvent dépendantes des réglementations locales ainsi que des barrières tarifaires. Ces politiques se traduisent par des interventions des autorités gouvernementales, qui influencent à la fois les prix et les coûts associés au déploiement des énergies renouvelables.

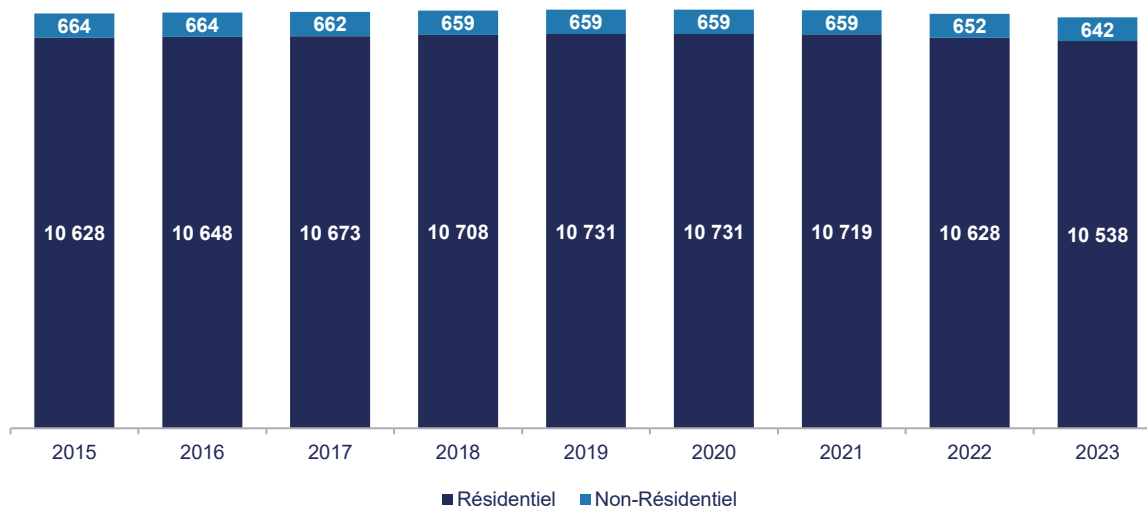
Dans certains pays comme les États-Unis, les incertitudes géopolitiques et les barrières tarifaires pourraient ralentir l'implantation de solutions comme la WAGABOX®.

En France, la filière du biogaz s'est fortement développée ces cinq dernières années, portée par des soutiens publics comme la loi Egalim de 2019. Fin 2023, 652 installations injectaient près de 12 TWh/an de biométhane dans les réseaux (+25% en un an). Toutefois, le rythme des nouvelles mises en service a ralenti en 2024, en raison de la baisse des tarifs d'achat et de la hausse des coûts liés à l'inflation, affectant les projets initiés entre 2020 et 2023 (les effets se font sentir avec retard, compte tenu du temps nécessaire à la construction des unités de méthanisation).

3.3.2 Les déterminants structurels

La structure du marché du gaz conditionne la demande. Celle-ci dépend essentiellement du nombre de sites raccordés au réseau (qui reste stable) et de la performance énergétique des bâtiments, qui tend à s'améliorer, réduisant ainsi la consommation unitaire.

Figure 12 - Nombre de sites raccordés au réseau de gaz naturel en France



Source : Xerfi

L'industrie, deuxième plus grand consommateur de gaz après le résidentiel, utilise le gaz comme source d'énergie pour les équipements et comme matière première, notamment dans la chimie (ex. : fabrication d'engrais).

Le secteur du retraitement du gaz de décharge, encore peu développé. Bien que certaines solutions aient déjà été mises en œuvre, elles présentent des limites en termes de rendement tant énergétique qu'économique. Le marché du retraitement du gaz de décharge représente un véritable « *blue ocean* »²⁰ pour les acteurs du biométhane, bien qu'il soit confronté à une concurrence forte des filières alternatives, telles que l'éolien ou le solaire.

3.3.3 Les déterminants environnementaux

L'objectif mondial de neutralité carbone à horizon 2050 « *Net Zero Emission by 2050* », tel que fixé par l'accord de Paris, constitue un levier majeur pour le développement des énergies renouvelables, puisque les seuils de contribution fixés pour atteindre ces objectifs reposent largement sur le développement des énergies renouvelables.

Selon le scénario conservateur de l'IEA, la production mondiale de biogaz destinée à la consommation devrait doubler, atteignant près de 75 millions de tonnes équivalent pétrole en 2040. La majeure partie de cette croissance provient d'installations centralisées alimentées par des sources de déchets solides agricoles et municipaux afin de répondre à la demande locale d'électricité et de chauffage. La part du biogaz consacrée à ces usages devrait passer d'environ 70% aujourd'hui à 85% en 2040.

²⁰ Marché peu concurrentiel.

4 Analyse financière de Waga Energy

Les comptes consolidés de Waga Energy, présentés ci-après, ont été établis conformément aux normes IFRS²¹. Ces derniers ont fait l'objet d'une certification sans réserve de la part des Commissaires aux comptes de la Société²².

4.1 Compte de résultat consolidé sur la période 2021 – S1 2025

Le compte de résultat consolidé du Groupe Waga Energy est présenté ci-après :

Tableau 3 - Compte de résultat consolidé sur la période 2021 – S1 2025 (en K€)

En K€ - sur 12 mois au 31 décembre	2021	2022	2023	2024	S1 2024	S1 2025
Chiffre d'affaires	12 261	19 159	33 262	55 661	25 553	27 370
<i>Croissance (en %)</i>	<i>30%</i>	<i>56%</i>	<i>74%</i>	<i>67%</i>	<i>n.a</i>	<i>7%</i>
Produits d'exploitation	12 640	19 556	34 038	56 160	25 797	27 571
Achats de marchandises et variation de stocks	(5 390)	(7 948)	(18 349)	(30 770)	(14 362)	(11 995)
Marge nette	7 250	11 608	15 689	25 390	11 435	15 576
<i>(en % du CA)</i>	<i>59%</i>	<i>61%</i>	<i>47%</i>	<i>46%</i>	<i>45%</i>	<i>57%</i>
Charges de personnel	(5 172)	(9 961)	(14 610)	(18 833)	(9 742)	(10 277)
Autres coûts d'exploitation	(3 238)	(7 094)	(9 044)	(11 439)	(5 856)	(6 841)
Amortissements opérationnels courants	(1 819)	(2 725)	(6 524)	(8 564)	(3 397)	(4 822)
Résultat opérationnel courant	(2 978)	(8 171)	(14 488)	(13 444)	(7 561)	(6 364)
<i>(en % du CA)</i>	<i>(24%)</i>	<i>(43%)</i>	<i>(44%)</i>	<i>(24%)</i>	<i>(30%)</i>	<i>(23%)</i>
<i>(en % de la marge nette)</i>	<i>(41%)</i>	<i>(70%)</i>	<i>(92%)</i>	<i>(53%)</i>	<i>(66%)</i>	<i>(41%)</i>
Autres produits et charges opérationnels non courants	(1 269)	34	352	339	(38)	(404)
Résultat opérationnel	(4 247)	(8 137)	(14 136)	(13 105)	(7 600)	(6 768)
<i>(en % du CA)</i>	<i>(35%)</i>	<i>(42%)</i>	<i>(42%)</i>	<i>(24%)</i>	<i>(30%)</i>	<i>(25%)</i>
<i>(en % de la marge nette)</i>	<i>(59%)</i>	<i>(70%)</i>	<i>(90%)</i>	<i>(52%)</i>	<i>(66%)</i>	<i>(43%)</i>
Coût de l'endettement financier	(3 178)	(1 238)	(1 844)	(4 177)	(1 454)	(3 300)
Autres produits et charges financiers	(62)	21	803	1 310	740	(816)
Résultat financier	(3 239)	(1 217)	(1 041)	(2 867)	(714)	(4 117)
Résultat avant impôts	(7 486)	(9 354)	(15 177)	(15 973)	(8 313)	(10 885)
<i>(en % du CA)</i>	<i>(61%)</i>	<i>(49%)</i>	<i>(46%)</i>	<i>(29%)</i>	<i>(33%)</i>	<i>(40%)</i>
<i>(en % de la marge nette)</i>	<i>(103%)</i>	<i>(81%)</i>	<i>(97%)</i>	<i>(63%)</i>	<i>(73%)</i>	<i>(70%)</i>
Impôts sur les résultats	(238)	(325)	(266)	(1 253)	(389)	(252)
Résultat net de l'ensemble consolidé	(7 724)	(9 679)	(15 442)	(17 226)	(8 702)	(11 136)
<i>(en % du CA)</i>	<i>(63%)</i>	<i>(51%)</i>	<i>(46%)</i>	<i>(31%)</i>	<i>(34)%</i>	<i>(41)%</i>

Sources : DEU 2021-2024 et rapports semestriels 2024-2025

Chiffre d'affaires

Le Groupe utilise le chiffre d'affaires comme indicateur de performance principal (avec le résultat opérationnel courant), représentant la valeur totale des transactions et des commissions perçues. Le chiffre d'affaires du Groupe est principalement généré par (i) la vente directe de biométhane et les prestations d'épuration (modèle d'affaires), et (ii) les contrats long-terme de vente d'équipements et O&M (*Operating & Maintenance*) associés (exception au modèle d'affaires) :

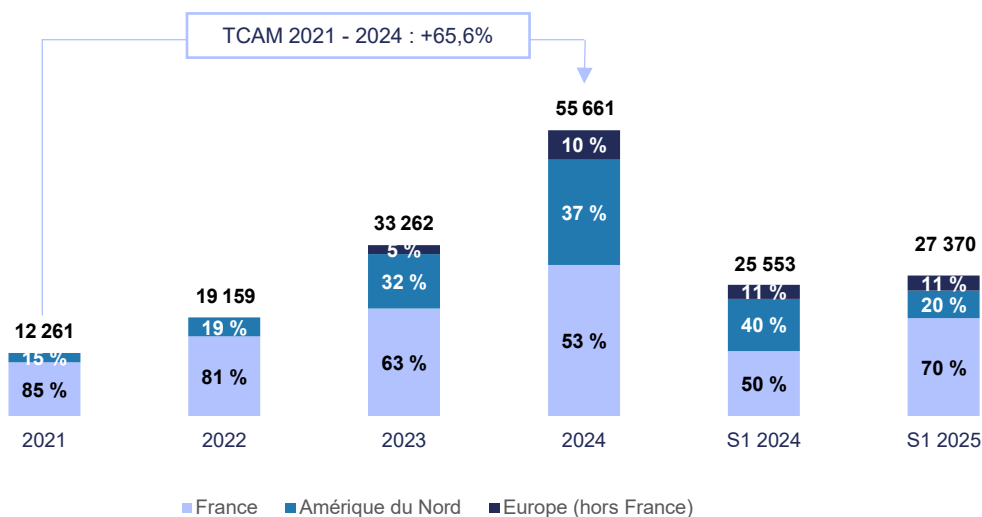
²¹ International Financial Reporting Standards.

²² Ernst & Young et BM&A.

- Vente directe de biométhane : Waga Energy agit en tant qu'opérateur exploitant de la WagaBox® pour le compte de la décharge, aussi le chiffre d'affaires brut issu de ce modèle correspond au prix de vente du biométhane (avant d'être minoré des redevances à la décharge) ;
- Prestations d'épuration : Waga Energy agit en tant que sous-traitant pour les décharges en opérant la WagaBox® sans se charger elle-même de la revente sur le marché, seules les commissions perçues pour la mise en relation et la facilitation de la vente sont reconnues comme revenu ;
- Contrats long-terme de vente d'équipements : Le chiffre d'affaires est reconnu selon la méthode de l'avancement par les coûts. Dans le cas où la prévision à fin d'affaires fait ressortir un résultat déficitaire, une provision pour perte à terminaison est comptabilisée, conformément à la norme IAS 37 ;
- Contrat d'O&M : Contrat d'exploitation et de maintenance d'un équipement industriel. Chaque SPV passe un contrat avec le Groupe pour l'exploitation des WAGABOX® pendant la durée du Gas Right.

La répartition du chiffre d'affaires du Groupe par géographie au cours de la période analysée est présentée ci-après :

Figure 13 - Evolution du chiffre d'affaires par zone géographique (en K€)



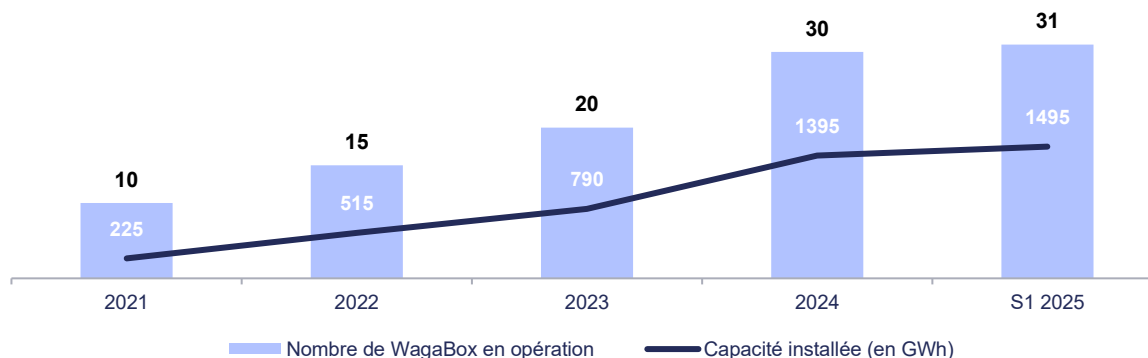
Sources : DEU 2021-2024 et rapports semestriels 2024-2025

Le chiffre d'affaires de la Société est en croissance continue depuis 2021 avec une hausse annuelle moyenne de +65,6% entre 2021 et 2024 :

- En 2021, le Groupe Waga Energy a réalisé un chiffre d'affaires consolidé de 12,3 M€, en hausse de 29,6% par rapport à 2020. Cette progression s'explique principalement par la vente d'équipements de cryogénie au Groupe Air Liquide, aux États-Unis, pour un montant de 1,8 M€. Cette opération représentait 14,9% du chiffre d'affaires annuel. Elle marque la première diversification géographique du Groupe ;
- En 2022, le chiffre d'affaires s'est élevé à 19,2 M€, enregistrant une croissance de 56,3%, portée par la mise en exploitation de cinq unités dont la première unité détenue par le Groupe aux États-Unis. Parallèlement, le Groupe poursuit son implantation sur le marché nord-américain (19% du chiffre d'affaires 2022), avec de nouvelles ventes d'équipements aux États-Unis auprès d'Air Liquide, ainsi qu'au Canada dans le cadre du contrat Hartland ;
- En 2023, Waga Energy a réalisé un chiffre d'affaires de 33,3 M€, en progression de 73,6%. Cette croissance soutenue est principalement portée par le segment de la vente de gaz et les prestations d'épuration, en hausse de 57%, qui représentent 71% du chiffre d'affaires. La Société bénéficie d'un mix produit et géographique de plus en plus diversifié. Le Groupe continue le développement de son activité historique sur le marché nord-américain, lequel représente désormais 32% du chiffre d'affaires. La croissance est également soutenue par la mise en exploitation d'une nouvelle unité en Espagne réalisant 5% du chiffre d'affaires. Par ailleurs, les ventes d'équipements ont doublé sur l'exercice 2023 et ont généré 27% du chiffre d'affaires ;
- En 2024, le chiffre d'affaires de la Société a enregistré une croissance de 67,3% par rapport à l'exercice 2023. Au cours de l'année, la Société a signé le déploiement d'un module en Italie, en a déployé un au Canada et deux aux États-Unis. Ces nouvelles mises en exploitation ont permis de presque doubler le chiffre d'affaires généré par la vente de gaz et les prestations d'épuration, qui s'élève à 42 834 k€ sur l'année. On observe néanmoins une diversification géographique croissante : l'Amérique du Nord et l'Europe hors France représentent respectivement 37% et 10% du chiffre d'affaires ;
- Au 1^{er} semestre 2025, le chiffre d'affaires de la Société progresse de 7 % par rapport au S1 2024. Deux nouveaux contrats ont été signés avec Kern County Public Works (États-Unis, 160 GWh/an) et Scapigliato (Italie, 92 GWh/an), tandis que l'unité Hartland est entrée en activité (Canada, 100 GWh/an). La France (70 %) et les États-Unis (20 %) demeurent les principaux marchés. L'essentiel du chiffre d'affaires provient de la vente de gaz et des prestations d'épuration.

La croissance traduit le déploiement soutenu du nombre de WAGABOX® et l'augmentation des capacités de production de biométhane du Groupe.

Figure 14 - Evolution de la capacité opérationnelle installée de la Société entre 2021 et S1 2025



Sources : DEU 2021-2024 et rapport semestriel 2025

Il est prévu une augmentation de 3 WAGABOX® opérationnelles sur l'exercice 2025 (vs 10 mises en services en 2024), avec une capacité totale plus importante que la capacité totale mise en service en 2024.

Les **autres produits de l'activité** comportent les produits relatifs aux subventions ainsi que le Crédit Impôt Recherche (CIR) et le Crédit Impôt Innovation (CII).

Résultat opérationnel courant

L'EBITDA ajusté est un agrégat utilisé par le Groupe pour le suivi de la performance opérationnelle. La notion d'EBITDA ajusté correspond au résultat opérationnel courant retraité des dotations nettes aux amortissements et provisions sur les immobilisations, et des charges liées aux rémunérations fondées sur les actions.

Tableau 4 - Passage du résultat opérationnel courant à l'EBITDA ajusté du Groupe

En K€ - sur 12 mois au 31 décembre	2021	2022	2023	2024	S1 2024	S1 2025
Résultat opérationnel courant	(2 978)	(8 171)	(14 488)	(13 444)	(7 561)	(6 364)
(en % du CA)	(24%)	(43%)	(44%)	(24%)	(30%)	(23%)
Annulation de l'impact des amortissements et provisions	1 819	2 725	5 878	7 576	3 284	4 766
EBITDA (avant impact IFRS 2)	(1 159)	(5 446)	(8 610)	(5 868)	(4 277)	(1 598)
Marge d'EBITDA (en % du chiffre d'affaires)	(9%)	(28%)	(26%)	(11%)	(17%)	(6%)
Annulation de l'impact des charges IFRS 2	1 364	2 241	3 789	3 290	1 773	1 382
% du chiffre d'affaires	11,1 %	11,7 %	11,4 %	5,9 %	6,9 %	5,0 %
EBITDA ajusté (après retraitement IFRS 2)	205	(3 205)	(4 821)	(2 578)	(2 504)	(216)
Marge d'EBITDA ajusté (en % du chiffre d'affaires)	2%	(17%)	(14%)	(5%)	(10%)	(1%)

Sources : DEU 2021-2024 et rapports semestriels 2024-2025

Au 30 juin 2025, le taux de marge d'EBITDA ajusté s'est établi à -1 % (vs -10% au S1 2024). Entre 2020 et 2022, nous observons une dégradation de la marge en raison de l'intensification des signatures générant une forte croissance et de la structuration du Groupe. Depuis 2022, la marge du Groupe s'est nettement améliorée, portée par une hausse du chiffre d'affaires et une meilleure maîtrise des coûts. Cette amélioration s'inscrit dans les objectifs de la Société visant à atteindre le seuil de rentabilité de l'EBITDA en 2025.

Résultat financier et résultat net

Le résultat financier de Waga Energy est principalement composé des charges d'intérêts liées aux emprunts souscrits par le Groupe pour financer le développement de son portefeuille d'actifs. Il inclut également l'impact des gains et des pertes de change. La dégradation du résultat financier au S1 2025 (-4.117 K€) s'explique par la souscription de nouveaux emprunts sur l'exercice (56,5 M€) et l'effet des tirages sur 2024 (66,6 M€ tirés au 31 décembre 2024).

Le résultat net suit les mêmes tendances que celles susmentionnées. Il est à noter que ce dernier était déficitaire sur les exercices 2021 à 2024.

Au 30 juin 2025, les déficits fiscaux reportables de la Société s'élèvent à 39,4 M€ pour lesquels le Groupe n'a pas reconnu d'impôts différés actifs.

4.2 Bilan consolidé

Tableau 5 - Bilan consolidé sur la période 2021 – S1 2025 (en K€)

En K€ - au 31 décembre	2021	2022	2023	2024	S1 2025
Immobilisations incorporelles	401	804	2 057	4 722	4 725
Immobilisations corporelles	32 516	70 331	112 630	168 448	216 914
<i>dont Droits d'utilisation IFRS 16</i>	<i>3 057</i>	<i>3 266</i>	<i>3 647</i>	<i>5 200</i>	<i>11 320</i>
Actifs financiers non courants	1 147	2 137	724	804	988
Autres actifs non courants	-	6 562	8 933	10 129	8 830
Impôts différés actifs	-	-	-	47	25
Actifs non courants	34 064	79 835	124 344	184 151	231 483
Stocks	1 434	4 867	11 498	15 275	21 780
Clients et comptes rattachés	4 074	4 143	9 139	17 107	13 842
Actifs financiers courants	-	-	1 610	-	-
Créances d'impôt	297	315	405	618	746
Autres actifs courants	6 775	8 356	8 934	9 565	13 044
Trésorerie et équivalents de trésorerie	122 913	91 659	38 655	68 301	55 102
Actifs courants	135 494	109 339	70 240	110 866	104 513
Total de l'actif	169 558	189 174	194 584	295 017	335 996
Capitaux propres part du groupe	115 915	109 116	95 155	131 234	114 406
Intérêts minoritaires	1 675	2 912	2 718	2 850	1 459
Capitaux propres	117 590	112 028	97 873	134 084	115 865
Provisions	548	585	1 539	1 908	1 838
Financements des projets non courants	18 364	43 185	52 331	103 894	157 047
<i>dont Dettes locatives IFRS 16</i>	<i>2 522</i>	<i>2 517</i>	<i>2 832</i>	<i>4 194</i>	<i>8 601</i>
Emprunts et dettes financières courants	19 882	9 420	8 424	11 241	8 681
<i>dont Dettes locatives IFRS 16</i>	<i>441</i>	<i>532</i>	<i>544</i>	<i>704</i>	<i>2 631</i>
Autres passifs	7 356	18 500	26 080	30 388	42 452
Fournisseurs comptes rattachés	5 712	5 413	8 337	12 552	9 320
Impôts différés passifs	-	1	-	367	234
Dettes d'impôt	107	42	-	583	561
Passifs courants et non courants	51 969	77 145	96 711	160 566	220 132
Total du passif	169 558	189 174	194 584	295 017	335 996

Sources : DEU 2021-2024 et rapport semestriel 2025

Les **immobilisations incorporelles** (4.725 K€ au 30 juin 2025) correspondent essentiellement aux droits d'accès au gisement de biogaz payés aux opérateurs des sites de stockage de déchets (3.661 K€), dont 2.398 K€ sur 2024 au titre d'un contrat aux Etats-Unis, ainsi que des travaux de R&D pour la standardisation des WAGABOX®.

Les **immobilisations corporelles** (216.914 K€ au 30 juin 2025) représentent plus 65 % du total du bilan, et sont majoritairement constituées des unités WAGABOX® (31 unités en exploitation et 19 autres en construction), mises en services (107.354 K€) et en-cours de développement (96.260 K€) et, dans une moindre mesure, de droits d'utilisation sur actifs loués à la norme IFRS 16 pour 11.320 K€²³. Nous rappelons qu'une WAGABOX® représente un investissement compris entre 3 M€ et 25 M€ (cf.2.5.2) et que la moyenne d'âge du parc s'établit à 3,0 ans au 30 juin 2025.

²³ Les contrats identifiés correspondent principalement : (i) aux équipements loués des sites de Saint Palais, Gueltas & Chevilly, (ii) aux locaux loués par le Groupe (bureaux, entrepôts), et (iii) à du matériel de transport loué.

Les **autres actifs financiers non courants** (988 K€ au 30 juin 2025) sont constitués principalement de dépôts de garantie liés aux contrats de location et des cautions (505 K€) et des soldes espèces du contrat de liquidité (435 K€).

Les **autres actifs non courants** (8.830 K€ au 30 juin 2025) sont majoritairement constitués des avances versées au titre d'acomptes aux fournisseurs d'actifs immobilisés (8.328 K€) et des instruments financiers concernant des swaps de taux d'intérêt adossés à des financements de projets (330 K€).

L'évolution du **Besoin en Fond de Roulement (BFR)** entre le 31 décembre 2021 et le 30 juin 2025 est présentée ci-après :

Tableau 6 - Evolution du BFR depuis le 31 décembre 2021 (en K€)²⁴

en K€ - au 31 décembre	2021	2022	2023	2024	S1 2025
Stocks	1 434	4 867	11 498	15 275	21 780
Clients et comptes rattachés	4 074	4 143	9 139	17 107	13 842
Fournisseurs comptes rattachés	(5 712)	(5 413)	(8 337)	(12 552)	(9 320)
Besoin en fonds de roulement d'exploitation	(204)	3 597	12 300	19 830	26 302
Autres créances	6 775	8 356	8 934	9 565	13 044
Autres dettes	(5 748)	(13 677)	(17 799)	(17 474)	(23 389)
Besoin en fonds de roulement hors exploitation	1 027	(5 321)	(8 865)	(7 909)	(10 345)
BFR	1 850	(7 045)	(5 430)	4 012	5 612
(en % du CA sur 12 mois)	15 %	(37)%	(16)%	7 %	10 %
Variation du BFR	932	(8 895)	1 615	9 442	1 600

Sources : DEU 2021-2024, rapport financier semestriel 2025, analyses Finexsi

Le besoin en fonds de roulement (BFR) du Groupe est historiquement positif, traduisant un besoin de financement structurel. Il est en progression constante, notamment en raison de l'accélération des signatures de contrats et de la hausse des en-cours de production, à l'exception de l'exercice 2022, au cours duquel le BFR est devenu négatif. Cette évolution s'explique principalement par la forte augmentation des dettes fournisseurs d'immobilisations, passées de 80 K€ en 2021 à 7.042 K€ en 2022.

Les **capitaux propres** consolidés part du Groupe s'élèvent à 114,4 M€ au 30 juin 2025, soit 4.6 € par action (sur la base du nombre d'actions en circulation²⁵ – cf. §7.2.1). La Société a réalisé, le 20 mars 2024, une augmentation de capital en numéraire d'un montant brut total de 52 M€, qui s'est traduite par l'émission de 3.939.394 actions nouvelles au prix unitaire de 13,20 €²⁶, émission à laquelle les actionnaires historiques ont peu souscrit.

²⁴ Il est à noter que les variations du BFR « comptables » calculées par Finexsi peuvent présenter des écarts avec les variations du BFR issues du Tableau de Flux de Trésorerie (TFT) tenant notamment compte d'éléments cash.

²⁵ Soit un total de 25.676.606 actions Waga Energy.

²⁶ Pour un cours de bourse à la même date de 13,50 € par action.

L'évolution de **l'endettement financier net** de Waga Energy est présentée ci-après :

Tableau 7 - Evolution de l'endettement financier net consolidé de Waga Energy depuis 2021 (en K€)

en K€ - au 31 décembre	2021	2022	2023	2024	S1 2025
Actifs financiers courants	-	-	1 610	-	-
Trésorerie et équivalents de trésorerie	122 913	91 659	38 655	68 301	55 102
Trésorerie et équivalents de trésorerie	122 913	91 659	40 265	68 301	55 102
Financements des projets non courants	(15 842)	(40 668)	(49 499)	(99 700)	(148 446)
Emprunts et dettes financières courants	(19 441)	(8 888)	(7 880)	(10 537)	(6 050)
Dettes financières	(35 283)	(49 556)	(57 379)	(110 237)	(154 496)
Trésorerie / (dette) nette pré-IFRS 16	87 630	42 103	(17 114)	(41 936)	(99 394)
<i>Ratio de levier (Dette nette / EBITDA ajusté sur 12 mois)</i>	<i>(430)x</i>	<i>13x</i>	<i>(4)x</i>	<i>(16)x</i>	<i>(37)x</i>
Dettes locatives >1 ans liées à IFRS 16	(2 522)	(2 517)	(2 832)	(4 194)	(8 601)
Dettes locatives <1 ans liées à IFRS 16	(441)	(532)	(544)	(704)	(2 631)
Trésorerie / (dette) nette post-IFRS 16	84 667	39 054	(20 490)	(46 834)	(110 626)

Sources : DEU 2021-2024, rapport financier semestriel 2025, analyses Finexsi

A la suite de la levée de fonds de 124 M€ réalisée dans le cadre de son introduction en bourse le 26 octobre 2021, le Groupe présentait une position de trésorerie nette à la clôture 2021 et 2022. Depuis 2023, le Groupe affiche une situation de dette financière nette, qui s'élève à 99.394 K€ (hors IFRS16) au 30 juin 2025, en lien avec le besoin de financement requis pour le déploiement du parc d'actifs.

L'endettement brut (hors IFRS 16) de la Société s'établit à 154.496 K€ et se compose de :

- 112 M€ d'emprunts bancaires, dont
 - 47 M€ au titre des financements de projets en France (maturité entre 8 ans et 14 ans),
 - 44 M€ de crédit corporate syndiqué auprès d'un consortium constitué de 5 groupes bancaires signé en juillet 2024 puis tiré entre décembre 2024 et mai 2025 (montant maximum de près de 124 M€ - maturité 2027 extensible à 2029),
 - 16 M€ lié au nouveau financement conclu par Waga Energie Canada après le remboursement des prêts existants,
 - 8 M€ de prêts immobiliers (maturité de 15 ans).
- 37,5 M€ d'emprunts obligataires dont 35,9 M€ souscrit auprès d'Eiffel Investment Group (montant de financement maximal de 60 M\$ exploitable sur une période de trois ans) pour financer la construction de 4 unités de production de biométhane aux États-Unis ;
- 2,5 M€ de prêt innovation BPIFrance (jusqu'en 2029).

Les **autres éléments du bilan** sont notamment constitués :

- Des provisions courantes (575 K€ au 30 juin 2025), correspondant en totalité à des provisions pour pertes à terminaison ;
- Des provisions non courantes (1.263 K€ au 30 juin 2025), correspondant principalement à des provisions pour démantèlement (767 K€) et aux pensions pour retraites (391 K€) ;
- Les impôts différés actif (25 K€ au 30 juin 2025) ;
- Les impôts différés passif (234 K€ au 30 juin 2025).

4.3 Tableau de flux de trésorerie

Tableau 8 - Tableau de flux de trésorerie sur la période 2021 et le S1 2025

En milliers € - sur 12 mois au 31 décembre	2021	2022	2023	2024	S1 2025
Résultat net de l'ensemble consolidé	(7 724)	(9 679)	(15 442)	(17 226)	(11 136)
Amortissements et provisions	1 950	2 832	6 668	8 039	4 685
Elimination des plus ou moins values de cession d'actifs	-	-	(7)	(1)	(3)
Paiement fondés sur des actions	1 364	2 241	3 789	3 290	1 382
Autres produits et charges calculés	(18)	(231)	(5)	(32)	587
Coût de l'endettement financier	3 239	1 238	1 844	4 177	3 300
Charge d'impôt (y compris impôts différés)	238	325	266	1 253	252
Capacité d'autofinancement	(950)	(3 274)	(2 887)	(500)	(934)
Impôt (décaissé)/encaissé	(279)	(76)	(127)	(294)	(376)
Incidence de la variation des stocks	(591)	(3 471)	(6 656)	(3 761)	(6 811)
Incidence de la variation des créances clients et autres débiteurs	(6 513)	(4 952)	(5 638)	(9 139)	3 209
Incidence de la variation des dettes fournisseurs et autres créditeurs	7 382	4 384	2 392	3 943	2 206
Flux net de trésorerie lié aux activités opérationnelles	(952)	(7 391)	(12 917)	(9 752)	(2 707)
Acquisitions d'immobilisations corporelles et incorporelles	(13 063)	(40 938)	(49 164)	(61 454)	(59 350)
Acquisitions d'actifs financiers nets de remboursement	(915)	(917)	(207)	1 621	(23)
Incidence de la variation des dettes fournisseurs d'immobilisations	-	3 312	4 568	55	5 652
Incidence de la variation des avances sur acquisitions d'immobilisations	-	(1 460)	(3 624)	(1 316)	1 404
Cessions, réductions d'immobilisations	-	-	8	6	3
Subventions d'investissement reçues	-	3 023	3 416	4 553	40
Flux net de trésorerie lié aux activités d'investissement	(13 979)	(36 982)	(45 005)	(56 535)	(52 273)
Dividendes versés par les filiales aux minoritaires	-	-	(561)	(153)	-
Incidence des variations de périmètre (apport des minoritaires)	-	-	-	-	(2 528)
Augmentation de capital (net des frais d'augmentation de capital)	116 196	239	151	49 636	468
Cessions (acquisitions) nette d'actions propres	-	-	-	324	-
Emission d'emprunts & d'avances remboursables	26 756	35 884	14 169	65 611	50 882
Remboursement d'emprunts et d'avances remboursables	(21 237)	(23 098)	(7 159)	(11 784)	(3 738)
Coût de l'endettement (hors intérêts courus)	-	-	(1 634)	(7 780)	(2 198)
Flux net de trésorerie lié aux activités de financement	121 715	13 024	4 966	95 854	42 886
Variation de change sur la trésorerie	128	85	(48)	79	(1 104)
Variation de trésorerie	106 912	(31 264)	(53 004)	29 646	(13 199)
Trésorerie d'ouverture : (a)	16 001	122 913	91 659	38 655	68 301
Trésorerie de clôture : (b)	122 913	91 659	38 655	68 301	55 102

Sources : DEU 2021-2024, rapport financier semestriel 2025,

Sur la période allant de 2021 au premier semestre 2025, les **flux nets de trésorerie liés aux activités opérationnelles** sont restés négatifs, atteignant -2.707 K€ au 30 juin 2025. Cette situation reflète principalement les pertes récurrentes de la Société ainsi que l'effet défavorable de la variation du besoin en fonds de roulement.

Parallèlement, les **flux nets de trésorerie liés aux activités d'investissement** ressortent également fortement négatifs, à hauteur de -52.273 K€ au 30 juin 2025. Cette tendance s'inscrit dans un contexte de développement intensif de la Société, marqué par une hausse significative des dépenses d'investissement sur la période.

Face à ces sorties de trésorerie liées aux opérations courantes et aux investissements, **les flux de financement** positifs (+42.886 K€ au 30 juin 2025) traduisent la nécessité de mobiliser des ressources financières importantes pour soutenir la stratégie de croissance, notamment à travers (i) des augmentations de capital et (ii) le recours à des emprunts et avances remboursables.

5 Matrice SWOT

Les forces et faiblesses de la Société, ainsi que les menaces et opportunités auxquelles elle est confrontée sur ses marchés, sont synthétisées dans la matrice SWOT ci-dessous :

Figure 15 - Présentation de la matrice SWOT Waga Energy

FORCES	FAIBLESSES
• Technologie différenciante, brevetée et rentable (WAGABOX®) adaptable à toutes tailles de décharges et compositions de gaz. • Récurrence et visibilité des revenus grâce à des contrats long terme réduisant les risques de prix et de volumes. • Offre génératrice d'économie d'échelles grâce un contrôle total du financement à la vente démontrée par un <i>track-record</i> de 31 unités en opération en France et à l'international. • Équipes de spécialistes expérimentés assurant une gestion optimale des coûts.	• Besoins importants en investissements initiaux (capex) et en financement pour accompagner la croissance. • Entreprise encore non rentable (phase de montée en puissance des capacités). • Délai pouvant aller jusqu'à deux ans entre la signature d'un projet et sa mise en service. • Fixation des prix administrée par les Etats et indépendante de la Société (pour certaines géographies). • Dépendances aux aides des Etats.
OPPORTUNITÉS	MENACES
• Développement sur le marché américain permis par une équipe implantée et des projets déjà signés. • Positionnement sur un secteur émergent (le gaz de décharge) à la profondeur de marché importante, propice à l'émergence de leaders dans un contexte faiblement concurrentiel. • Mécanismes de soutien public au gaz renouvelable (transition écologique, souveraineté énergétique). • Solution pertinente à un problème écologique grandissant encore non adressé. • Valorisation des émissions de CO² qui ont pu être empêchées grâce aux WAGABOX®. • Appétence des prêteurs une fois le modèle éprouvé et les financements equity assurés.	• Difficultés potentielles à financer les projets futurs. • Risque de ne pas atteindre les objectifs fixés par les guidances en raison des délais de signature et de construction des unités. • Réduction du nombre de sites de stockage de déchets dans les pays occidentaux. • Émergence d'une nouvelle technologie concurrente pour l'épuration du gaz de décharge. • Tensions commerciales et politiques avec l'administration de Trump. • Évolution des politiques réglementaires favorables au développement du biogaz. • Volatilité des prix de l'énergie.

Sources : Société, analyse Finexsi

6 Evaluation des actions de Waga Energy

Conformément aux dispositions de l'article 262-1 du Règlement Général de l'AMF, nous avons procédé à notre propre évaluation multicritère de la société Waga Energy, dont les modalités et résultats sont exposés ci-après.

L'évaluation présentée ci-après s'entend hors impact de l'encaissement potentiel de l'ITC dont le traitement fait l'objet d'une partie spécifique (cf. §9).

6.1 Méthodes d'évaluation écartées

Nos travaux nous ont conduits à écarter les méthodes suivantes :

6.1.1 Actif net comptable consolidé

L'Actif Net Comptable (ANC) n'est généralement pas considéré comme représentatif de la valeur intrinsèque de l'entreprise, car il n'intègre pas les perspectives de croissance et de rentabilité positives ou négatives, ni les éventuelles plus-values sur les éléments d'actifs.

À titre d'information, l'ANC consolidé part du Groupe au 30 juin 2025 s'établit à 114,4 M€ soit une valeur par action de 4,29 €²⁷.

6.1.2 Actif net comptable réévalué

La méthode de l'Actif Net comptable Réévalué (ANR) consiste à corriger l'Actif Net Comptable des plus ou moins-values latentes identifiées à l'actif, au passif ou hors bilan. Cette méthode, souvent utilisée pour évaluer les sociétés de certains secteurs (*holdings*, foncières) est particulièrement adaptée aux entreprises dont les principaux actifs ont une valeur sur un marché et pour lesquelles les acquisitions et cessions de tels actifs constituent leur processus d'exploitation, ce qui n'est pas le cas de Waga Energy dans la mesure où le management nous a indiqué ne pas projeter d'avoir recours à du « Farm-down » (i.e. cessions de projets pour financer le développement d'autres projets). Par ailleurs, la mise en place de cette approche en valorisant chaque actif (SPV) serait redondante avec l'approche de l'actualisation des flux de trésorerie de la Société, mise en œuvre par ailleurs, qui repose sur un plan d'affaires agréant les flux issus des différents SPV.

²⁷ Sur la base de 26.732.346 actions, correspondant au nombre d'actions en circulation au 17 septembre 2025 (25.676.606 actions) retraité des 40.460 actions auto-détenues et majoré des 1.105.200 instruments dilutifs en circulation « dans la monnaie ».

6.1.3 La valeur de rendement (actualisation des dividendes futurs)

Cette méthode, qui consiste à actualiser les dividendes futurs, est dépendante de la politique de distribution décidée par la direction et présente le biais de mieux valoriser les sociétés dont les taux de distribution sont les plus élevés, sans tenir compte de l'impact à moyen terme des arbitrages entre distribution, autofinancement et investissement. Elle ne peut être retenue que pour les sociétés bénéficiant d'une capacité de distribution suffisante, avec des taux de distribution réguliers et prévisibles.

Nous rappelons que la Société n'a pour l'instant jamais réalisé de bénéfice et donc jamais distribué de dividende et ne prévoit pas de distribuer de dividende sur les prochains exercices en raison de ses plans d'investissement important au regard de la nature de son activité et des ambitions du *Management*.

Nous ne retiendrons pas cette méthode dans la mesure où la Société n'a pas communiqué de plan de distribution précis de dividende sur le court et moyen terme, et où elle apparaît moins pertinente que l'approche par l'actualisation des flux futurs de trésorerie (ci-après « DCF »).

6.1.4 Valeur liquidative

Nous n'avons pas considéré devoir retenir cette méthode, non pertinente dans un contexte où le Groupe opère en continuité d'exploitation, ce qui conduit à appliquer des approches en cohérence avec ce principe permettant de valoriser de façon adaptée les actions Waga Energy.

6.2 Critères d'évaluation retenus

Nous avons retenu une approche multicritère qui comprend les références et méthodes d'évaluation suivantes, à titre principal :

- La référence à la transaction récente intervenue sur le capital de Waga Energy le 17 septembre 2025, à savoir l'Acquisition du Bloc de Contrôle réalisée le 17 septembre 2025 et portant sur 56,48% du capital (pour 53,26% des droits de vote) ainsi que l'Acquisition Complémentaire ;
- La méthode de l'actualisation des flux futurs de trésorerie (DCF) ;
- La référence au cours de bourse de Waga Energy.

Nous avons retenu à titre secondaire les méthodes et références suivantes :

- La référence aux objectifs de cours des analystes suivant le titre Waga Energy ;
- La méthode analogique des comparables boursiers ;
- La méthode analogique des transactions comparables.

Nous détaillons dans leur examen, notre appréciation sur la pertinence relative de chacun de ces critères.

6.3 Données de références de Waga Energy

6.3.1 Nombre de titres retenu

Nos calculs sont réalisés sur la base du nombre d'actions composant le capital social au 17 septembre 2025 (25.676.606 actions) :

- Diminué du nombre d'actions auto-détenues à cette même date (40.460 actions) ;
- Augmenté du nombre de BSPCE et stock-options actuellement dans la monnaie et en période d'acquisition soit 1.105.200 actions, au titre des plans de BSPCE 2019, BSPCE 2021 et stock-options 2021.1 et 2021.2, étant précisé que ces dernières ne sont par ailleurs pas soumises à des conditions de performance.

Tableau 9 - Nombre d'actions dilué au 17 septembre 2025

En unité	au 17 septembre 2025
Nombre d'actions composant le capital social	25 676 606
Nombre d'actions auto-détenues	(40 460)
Prise en compte des instruments dilutifs	1 105 200
<i>dont BSPCE et stock-options</i>	<i>1 105 200</i>
Total	26 741 346

Sources : DEU 2024, rapport financier semestriel 2025, analyses Finexsi

Le nombre d'actions dilué retenu pour nos travaux s'établit à 26.741.346.

6.3.2 Eléments de passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres

Le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres a été déterminé sur la base des éléments de trésorerie et de dette financière tels qu'ils ressortent des comptes consolidés de Waga Energy au 30 juin 2025.

Tableau 10 - Passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres de Waga Energy au 30 juin 2025 (avant IFRS 16)

En K€	30/06/2025
Emprunts et dettes financières non courants	(148 445)
Emprunts et dettes financières courants	(6 051)
Endettement financier brut	(154 496)
Trésorerie et équivalents de trésorerie	55 102
Endettement financier net	(99 394)
Intérêts minoritaires	(1 459)
Contrat de liquidité	435
Fournisseurs d'immobilisations (net des acomptes)	(8 560)
Instruments dérivés non courants	11
Provisions pour risques et charges	(372)
Exercice des BSPCE entre le 30/06/2025 et le 17/09/2025	6 464
Dividendes à verser	(255)
Encaissement de l'exercice des BSPCE et stock-options dans la monnaie	8 470
Ajustements	4 734
Passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres	(94 660)

Sources : Rapport financier semestriel 2025, analyses Finexsi

Au 30 juin 2025, la dette financière nette (hors IFRS 16) s'établit à 99.394 K€ et n'appelle pas de commentaire particulier de notre part.

Nous avons ajusté la dette financière nette de la Société des éléments suivants (4.734 K€) :

- Les intérêts minoritaires des entités Sofiwaga 1 et Valtom retenus pour leur valeur comptable (-1.459 K€) en l'absence de plans d'affaires spécifiques ;
- La trésorerie attachée à l'exécution du contrat de liquidité pour un montant de 435 K€ ;
- Les fournisseurs d'immobilisations nets des acomptes (8.560 K€) qui représentent essentiellement des dettes sur acquisitions d'actifs ;
- La valeur comptable des instruments financiers dérivés, évalués à leur juste valeur, pour un montant net de 11 K€ ;
- Les provisions pour risques et charges nettes d'impôts (372 k€) correspondant essentiellement aux provisions pour indemnités de départ à la retraite. Les provisions pour démantèlement et pour pertes à terminaison n'ont pas été prises en compte dans la mesure où leur impact est intégré dans les flux du plan d'affaires²⁸ ;
- L'encaissement de 8.470 K€ au titre de l'exercice des BSPCE et stock-options dans la monnaie et de 6.464 K€ déjà encaissé par la Société entre le 30 juin 2025 et le 17 septembre 2025 qui sont pris en compte par ailleurs dans le nombre d'actions dilué (cf. §6.3.1) ;
- La distribution de 255 K€ de dividendes votés par la filiale Sofiwaga 1 mais pas encore versés aux minoritaires.

Après retraitements, l'endettement financier net ajusté ressort à 94.660 K€.

²⁸ Ce montant a cependant été pris en compte dans le cadre de la mise en place des méthodes analogique.

Il est par ailleurs précisé que, pour nos différents calculs et analyses nous avons considéré des agrégats ne tenant pas compte de l'application de la norme IFRS 16²⁹, dans la mesure où (i) ces agrégats avant IFRS 16 permettent de mieux refléter la situation patrimoniale et la performance financière réelle de la Société, notamment en termes de génération de trésorerie, et où (ii) l'incidence de cette norme comptable a été retraitée sur la base des éléments fournis par le *Management* dans le plan d'affaires sur laquelle se fondent nos analyses. En conséquence, l'endettement financier net présenté ci-avant n'intègre pas la dette IFRS 16 relative aux loyers d'un montant d'environ 11.232 K€ au 30 juin 2025 (cf. §4.2). De même l'EBITDA est retraité des loyers pour assurer la cohérence des paramètres retenus pour l'évaluation.

6.4 Mise en œuvre de la valorisation de Waga Energy

6.4.1 Transactions récentes intervenues sur le capital de la Société (à titre principal)

Cette méthode consiste à évaluer une société par référence aux transactions significatives intervenues récemment sur son capital (à l'exclusion des mouvements intervenus sur le marché qui concourent à la cotation de l'action et qui sont reflétés dans l'analyse du cours de bourse qui constitue un critère d'évaluation distinct examiné par ailleurs et de l'augmentation de capital de mars 2024 qui s'inscrit dans ce contexte de marché et a été réalisée au prix de 13,20 € par action).

Dans le cadre des opérations préalables à l'Offre, les Fondateurs (en ce compris leurs enfants), Holweb, et les Investisseurs ont respectivement cédé 1.568.098, 1.425.506 et 7.575.927 actions détenues dans Waga Energy à l'Initiateur, représentant 41,16% du capital de la Société, pour un prix de cession de 21,55 € par action, qui pourra être majoré du potentiel Complément de Prix.

Le prix de cession pour l'Acquisition du Bloc de Contrôle est strictement identique au Prix d'Offre, majoré du même Complément de Prix, proposé aux actionnaires minoritaires dans le cadre de l'Offre.

Ces cessions représentent près de la moitié des actions détenues par les Fondateurs (directement et indirectement via Holweb) et la totalité des participations des Investisseurs (Aliad SA, Starquest, Tertium et Noria) dans Waga Energy préalablement aux cessions, soit globalement 73 % de leur investissement total.

L'Acquisition du Bloc de Contrôle est intervenue à la suite d'un sondage exhaustif des acteurs financiers et stratégiques susceptibles d'être intéressés par la Société (mené dans le cadre des besoins de financement nécessaires au développement de la Société), démarré début 2024, et à l'issu duquel l'Initiateur a été le seul acteur qui s'est positionné avec une offre ferme, à savoir 21,55 € par action (hors Complément de Prix pouvant atteindre 2,15 € par action).

Il convient de noter que parmi les cédants, les Investisseurs représentaient 29,5 % du capital de la société et se trouvaient membres du Conseil d'administration de la Société pour 4 d'entre eux (i.e. à l'exception de SWIFT), c'est-à-dire avec accès complet à l'information concernant la Société, ses risques et opportunités leur permettant d'apprécier de manière éclairée le prix pour l'Acquisition du Bloc de Contrôle, qui est le même que celui proposé dans le cadre de la présente Offre.

²⁹ A l'exception de la méthode des transactions comparables pour laquelle nous ne disposons pas des informations suffisantes pour retraiter l'incidence de cette norme sur les agrégats des transactions identifiées.

Par ailleurs, deux acquisitions de blocs minoritaires sont intervenues postérieurement à la remise de notre premier rapport en date du 1^{er} octobre 2025.

La première opération a été contractualisée entre Vol-V Impulsion et Box BidCo en date du 3 octobre 2025 portant sur 75.757 actions soit 0,30 % du capital de Waga Energy. L'opération s'est réalisée aux mêmes conditions financières que celle de l'Offre, y compris concernant le Complément de Prix.

La deuxième opération s'est conclue entre Les Saules (membre du Conseil d'Administration de la Société) et Box BidCo en date du 6 octobre 2025. Cette transaction a concerné 1.529.654 actions soit 5,96 % du capital de la Société. L'opération s'est également réalisée aux mêmes conditions financières que celle de l'Offre, y compris concernant le Complément de Prix.

Ces différentes transactions qui ne sont assorties d'aucun réinvestissement constituent donc une référence significative majeure dans l'appréciation du prix d'Offre.

Le prix de 21,55 € par action, majoré du Complément de Prix, constitue donc une référence forte de valorisation des titres de la Société Waga Energy.

6.4.2 Approche par l'actualisation des flux de trésorerie prévisionnels (à titre principal)

Cette méthode consiste à déterminer la valeur intrinsèque d'une entreprise par l'actualisation des flux de trésorerie issus de son plan d'affaires à un taux qui reflète l'exigence de rentabilité du marché.

Cette méthode permet de reconnaître la valeur attribuable aux perspectives de développement des activités de la Société et nous paraît adaptée à la situation de Waga Energy.

Cette méthode peut être mise en œuvre

- (i) au travers des Free-Cash Flow to Firm (FCFF) en actualisant les flux de trésorerie avant service de la dette au coût moyen pondéré du capital, rémunérant l'ensemble des financements de la Société (par capital ou par dette) en fonction de leurs contributions respectives ou ;
- (ii) au travers des Free-Cash Flow to Equity (FCFE) en actualisant les flux de trésorerie après service de la dette au coût des fonds propres rémunérant uniquement les actionnaires.

Le FCFE est l'approche couramment utilisée par les investisseurs dans le domaine des énergies renouvelables dont le business model repose sur des projets logés dans des *Special Purpose Vehicles* (SPV) qui portent chacun leur propre dette projet. Du fait même de l'importance des financements mis en place et des exigences en découlant imposées par les prêteurs, les excédents de trésorerie dégagés par l'exploitation des SPV sont affectés en priorité au service de la dette et les fonds disponibles pour l'actionnaire n'apparaissent donc que plus tardivement. En simulant la ventilation des cash-flows d'exploitation entre le remboursement de la dette puis le solde disponible pour l'actionnaire, l'approche FCFE permet de tenir compte de la réalité du séquençage des flux qui seront disponibles pour l'actionnaire.

A l'inverse, une approche FCFF supposerait que les cash-flows d'exploitation dégagés par les SPV sont disponibles dès les premières années pour l'actionnaire, avant même de procéder au remboursement de la dette, ce qui serait contraire à la réalité. Dans les faits, Waga Energy, et a posteriori ses actionnaires, ne pourra disposer des excédents dégagés par les SPV filiales qu'une fois les dettes remboursées conformément aux échéanciers d'emprunt.

L'approche FCFE, usuelle dans le secteur des énergies renouvelables reposant sur des modèles où les projets sont logés et financés dans des SPV, est donc adaptée en ce qu'elle permet de tenir compte de la réalité du séquençage des flux de trésorerie disponibles pour l'actionnaire.

Au cas d'espèce, comme nous l'avons vu et y reviendrons, le plan d'affaires intègre les ambitions de management, alors même que l'ensemble des développements correspondants n'est pas financé à ce jour en stand alone.

Dans ce contexte, cette approche est représentative de la pleine valeur de la Société si le plan est mis en œuvre avec succès.

6.4.2.1 Présentation du plan d'affaires 2025B-2060E du Management

Conformément à la recommandation 2006-15 de l'AMF, nous avons mené nos travaux sur la base du plan d'affaires 2025B-2060E, initialement établi par le Management fin 2024 et révisé courant 2025.

Lors de la publication des résultats 2024 le 15 avril 2025, la Société a communiqué sur un retard des signatures constatées sur l'exercice 2025 : *« le nombre de projets signés à ce jour et les perspectives de signatures, notamment en termes de vente d'équipements, amènent à confirmer le décalage de quelques mois des objectifs de ~200 m€ de chiffre d'affaires et de 4 TWh/an de capacité installée en 2026, évoqué lors de la publication du CA 2024 le 10/2/2025 »*. Ces retards ont pour conséquence un décalage de plusieurs mois de la guidance de chiffre d'affaires 2026 et capacité installée fin 2026, décalage dont les analystes qui suivent la Société ont d'ailleurs tenu compte dans leurs notes subséquentes.

La Société a parallèlement mis à jour son plan d'affaires pour tenir compte de ces constats, ainsi que des données recalculées sur certains paramètres techniques (dont notamment les prix du *Brown Gas* ainsi que des économies d'échelles revues à la hausse sur les frais de structure). Ce plan d'affaires nous a été transmis.

Ces prévisions ont été présentées au Conseil d'Administration de la Société le 29 septembre 2025 (le « **Plan d'Affaires 2025** »).

Le Plan d'Affaires 2025 a été établi sur la base d'une approche « *Top-Down* » en central, permettant d'incrémenter au fil du temps le portefeuille des projets identifiés, et les modalités financières associées à chacun d'eux (capex, flux d'exploitation, niveau et structure de financement dédiée à mettre en place).

Il n'intègre aucune opération de croissance externe ni aucune synergie potentielle avec l'Initiateur (acteur financier), qui a indiqué dans le projet de note d'information ne pas anticiper la réalisation de synergies de coûts ou de revenus avec la Société sur la période des 12 prochains mois.

Les hypothèses clés sur lesquelles repose le plan d'affaires 2025B – 2060E sont les suivantes :

- Un scénario de développement rapide de nouveaux projets, jusqu'à la fin de leur exploitation : les investissements projetés sont prévus jusqu'en 2037, avec les dernières signatures en 2035, la différence temporelle représentant le temps de commissionnement des Capex. La capacité installée continue ainsi de croître jusqu'en 2038, date à laquelle elle atteint son maximum. Les flux sont ainsi projetés jusqu'en 2060, dernière année d'exploitation des dernières WAGABOX® mises en service, en tenant compte des coûts de démantèlement associés ;
- Il en résulte un taux de croissance annuel moyen du chiffre d'affaires de 14,8% sur la période 2025B-2051E³⁰ (année du pic de chiffre d'affaires sur la période, plus de 30x supérieur au chiffre d'affaires 2025 pour atteindre environ ~2 Mds€), porté notamment par :
 - Une augmentation significative de la capacité installée rendue possible par une accélération du rythme de signature de projets WAGABOX® passant de 11 projets signés en 2024 à des perspectives pouvant aller jusqu'à 3 fois le rythme annuel historique. Cette trajectoire demande de convertir l'intégralité du pipeline de 197 projets actuels et de réussir à trouver de nouveaux projets ;
 - Une expansion à l'international, avec un développement dans de nouvelles géographies (Italie, Portugal, Grande-Bretagne, Europe de l'Est, Australie et Amérique Latine). Les Etats-Unis restent un axe stratégique majeur, en raison d'un marché profond caractérisé par un grand nombre de décharges, un volume élevé de déchets enfouis par site, et des objectifs ambitieux de production de biométhane, (cf. §2.5.4). A horizon 2040E, ce marché représenterait 65% du chiffre d'affaires, en supposant que l'environnement politique et réglementaire jusqu'alors en vigueur aux Etats-Unis reste relativement stable.
- Un EBITDA ajusté positif courant 2025, avec une amélioration progressive de la marge d'EBITDA qui s'établirait à long-terme dans une fourchette d'EBITDA projets comprise entre 30% et 50% du chiffre d'affaires, en cohérence avec les indications fournies lors du *Capital Market Day* 2024 de la Société ;
- Une variation de BFR légèrement négative en moyenne (principalement liée aux phases d'investissement nécessaires au soutien de la croissance). Ce BFR est calculé sur les bases suivantes : créances clients représentant 30 jours de chiffre d'affaires, dettes fournisseurs équivalentes à 45 jours d'achats un niveau de stocks correspondant à 5% des investissements ;
- Des investissements de développement cumulés de l'ordre de 5,0 Mds€ (y compris inflation) sur l'ensemble de la période. Ces investissements sont identifiés au niveau de chaque projet et tiennent compte (i) de la taille des WAGABOX® à installer et (ii) des différentes géographies dans lesquelles elles seront déployées. Par ailleurs, les coûts de maintenance sont pris en compte dans les charges opérationnelles ;
- Un taux d'imposition de 26,7% retenu sur l'ensemble du plan. Les déficits fiscaux reportables sont pris en compte et viennent en déduction de la charge d'impôt, sur la base de leur horizon de consommation estimé (cf. §6.3.2). A noter que l'impact éventuel des *Investment Tax*

³⁰ En phase avec les tendances récentes (+7% sur le 1^{er} semestre 2025).

Credits (ITC) n'a pas été intégré dans les flux du plan d'affaires, il est traité séparément, dans le cadre du Complément de Prix (cf. § 9) ;

- Des projections de dette existante jusqu'à leur terme. Le financement de chaque nouveau projet est modélisé sur la base d'une hypothèse de financement autour de 70% du coût des projets par recours à l'endettement externe (qui peut légèrement varier selon les projets), ce qui correspond à un *gearing* au démarrage du projet de 233% (70% de dettes / 30% de fonds propres) et d'hypothèses de coût de la dette spécifiques selon les géographies (essentiellement les États-Unis et la France) ;
- A noter que le plan d'affaires ne prend pas en compte d'impact des droits de douane aux États-Unis, le management considérant l'effet éventuel comme non significatif, ce qui constitue une hypothèse favorable à la valeur.

A l'issue de notre revue du Plan d'Affaires 2025, nous formulons les observations suivantes :

- *Un scénario ambitieux porté par le Management* : Le plan d'affaires reflète une vision résolument ambitieuse. Il repose sur la capacité du Management à déployer rapidement les WAGABOX®, tout en maintenant un contrôle rigoureux des coûts, dans un environnement à la fois politique, économique et réglementaire incertain, sur des nouvelles géographies encore inexplorées à ce jour, et soumis à des risques naturels non diversifiables ;

Bien que ce scénario ait été élaboré selon une approche « *standalone* », celui-ci ne peut s'exécuter sans l'adossement à un partenaire en mesure de financer le besoin conséquent en fonds propres (voir ci-dessous).

- *Un besoin de financement particulièrement élevé qui n'est pas assuré* : La mise en œuvre des hypothèses du plan nécessite un financement total de l'ordre de ~2.500 M€ à horizon 2040E (dont 305 M€ en fonds propres) pour financer un montant de CAPEX net de ~4.700 M€. Le montant significatif de dettes à lever demeure à ce stade incertain, et un financement en fonds propres devra être envisagé à cet effet (qui serait à l'avenir assuré avec EQT, dont les modalités ne sont pas définies à ce stade) ;

A titre indicatif, les flux nécessaires au développement prévu de la Société ne sont pas financés ; en conséquence, l'apport de nouveaux fonds propres représente : (i) plus de la moitié des signatures de projets, (ii) une implantation en Europe de l'Est et en Amérique latine, (iii) près de 40% du chiffre d'affaires sur la durée du plan, (iv) +56% de CAGR entre 2025B et 2051E. Exprimé autrement, sans apports significatifs en fonds propres, les perspectives de développement se trouveraient significativement réduites et conduiraient à une valeur *standalone* de la Société inférieure à celle calculée dans le cadre du DCF.

- *Une stratégie de financement sans recours au « Farm-Down »* : Le plan repose sur l'hypothèse de ne pas recourir à des opérations de cession partielle de projets pour financer la croissance qui permet de capter la pleine valeur des projets en les portant jusqu'à leur terme. Dès lors, la réalisation des ambitions portées par le plan nécessiterait au niveau du groupe plusieurs levées de fonds en capital. Ces opérations, dont les conditions — notamment les prix d'émission — sont aujourd'hui difficiles à anticiper, entraîneraient une dilution notable pour les actionnaires existants qui ne participeraient pas à l'augmentation de capital ;

- *Des aléas non intégrés dans les projections* : Le plan ne prend pas en compte certains aléas exogènes potentiellement significatifs, tels que l'impact potentiellement défavorable des taux de change (retenus constants à partir de 2026 et dont l'évolution récente n'est pas favorable à la Société en ligne avec les estimations des banques pour l'année 2026E) ou encore la volatilité du RIN D3³¹ ;
- Ce plan d'affaires, considéré comme « militant » par le management, apparaît en effet très volontariste, tant par les hypothèses retenues que par les objectifs de croissance affichés sur la période projetée. S'il présente une orientation favorable à la valorisation de la Société, et donc créatrice de valeur pour les actionnaires, il implique également un niveau élevé d'exécution et de maîtrise des risques. Il permet ainsi, selon nous, d'appréhender la pleine valeur de la Société en intégrant son potentiel de développement ambitieux.

6.4.2.2 Détermination des flux de trésorerie

Détermination des flux à actualiser

Compte tenu de leur modèle économique, les activités d'énergies renouvelables sont généralement évaluées selon une approche *Free-Cash-Flow to Equity* (FCFE), c'est-à-dire en actualisant les flux de trésorerie dégagés par l'exploitation minorés du service de la dette.

Figure 16 - Formule de calcul du Free-Cash Flow to Equity

$$\text{FCFE} = \text{FCFF} + \text{Tirages de dette} - \text{Remboursement de dette} - \text{Frais financiers}$$

En effet, les projets sont logés dans des structures ad hoc, les SPV, qui portent une dette projet significative rendue possible par la bonne visibilité sur les revenus futurs du fait des contrats long terme de vente de l'énergie produite. Le recours à cette dette projet est donc consubstantiel du modèle économique et les flux disponibles pour l'actionnaire correspondent dans les faits à ceux remontés à la Société par les SPV après service de la dette

Le plan d'affaires du Management intègre des hypothèses de flux de financement à des conditions très favorables compte tenu du niveau de *gearing* projeté sur la durée (cf. §6.4.2.3), qui paraissent cohérentes au regard du modèle d'affaires de la Société. Dès lors que les informations nécessaires au passage *Free-Cash-Flow to the Firm* aux *Free-Cash-Flow to Equity* sont disponibles et adéquates, l'approche FCFE est, selon nous, à privilégier.

Nous avons retenu l'actualisation des *Free-Cash-Flow to Equity* (FCFE) dans le cadre de la mise en place de notre approche DCF. L'approche FCFE intègre directement les effets de la dette, qui sont significatifs dans le cas de Waga Energy et permettent de valoriser l'entreprise du point de vue de l'actionnaire, en tenant compte des flux réellement disponibles après paiement des intérêts et des remboursements, conformément au modèle économique.

Actualisation des flux

³¹ Le D3 RIN désigne les crédits RIN générés par la vente de biocarburants cellulosique (dont le biométhane). Un RIN est un numéro unique attribué à chaque gallon de biocarburant produit ou importé aux États-Unis. Il peut être utilisé par un raffineur ou distributeur pour prouver sa conformité à la norme RFS ou vendu sur le marché à d'autres acteurs.

Dans la mesure où le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres a été déterminé sur la base des comptes semestriels au 30 juin 2025, nous avons considéré comme premier flux du DCF le flux du deuxième semestre 2025 (i.e à compter du 1^{er} juillet 2025).

Nous avons actualisé les flux de trésorerie à mi-période.

6.4.2.3 Taux d'actualisation

Nous avons retenu le coût des fonds propres de la Société pour actualiser les flux de trésorerie futurs qui intègrent déjà le service de la dette et donc l'effet de levier lié.

Le coût des fonds propres a été estimé à 15,92 %, à partir des paramètres suivants :

Tableau 11 – Coût des fonds propres

Coût des fonds propres		Taux
Taux sans risque	[a]	3,33 %
Prime de risque du marché actions	[b]	5,01 %
Bêta désendetté	[c]	1,40
Gearing - Financier	[d]	100 %
Taux d'IS	[e]	26,7 %
Bêta endetté	$[f] = [c] * (1 + [d] * (1 - [e]))$	2,43
Prime de risque pays	[g]	0,4 %
Coût des fonds propres	$[h] = [a] + ([b] * [f]) + [g]$	15,92 %

Sources : Analyses Finexsi

- Rendement marché – France :
 - D'un taux sans risque de 3,33 % correspondant au taux moyen de l'OAT TEC 10 ans (moyenne 6 mois au 30 août 2025 - Source : Banque de France) ;
 - D'une prime de risque du marché actions de 5,01 % (moyenne 6 mois au 30 août 2025 - source : Finexsi).
- D'un bêta désendetté des comparables³² de 1,40 (source : Capital IQ) et réendetté de 2,43 ;
- D'un *gearing* moyen (Dette / Fonds propres) de la Société, déterminé sur la base de la comparaison de la dette nette moyenne projetée sur le plan d'affaires avec la valeur financière des fonds propres ressortant du prix d'Offre, augmenté des levées de fonds propres additionnelles projetées à court et moyen terme. Selon la période considérée (jusqu'en 2051 et 2060), le *gearing* moyen issu du plan d'affaires ressort entre 116 % et 156 % et le *gearing* projeté par année dépasse 100 % dès 2027. Sur la base de ces constats, nous avons retenu un *gearing* moyen de 100 % ;
- Des taux d'impôt en vigueur dans les différentes géographies en fonction de l'exposition de la Société sur l'horizon du plan d'affaires, soit 26,7 % ;

³² Dont le R² est supérieur à 10% et le *gearing* inférieur à 200%.

- Une prime de risque pays de 0,4 % lié à l'exposition géographique de la Société sur l'horizon du plan d'affaires (Source : Damodaran).

Il convient de rappeler que les flux considérés après service de la dette intègrent l'effet de levier associé à cette dernière et l'économie d'impôt associée aux intérêts (qui n'est donc pas appréhendée dans le taux d'actualisation). Selon les hypothèses considérées par le management le coût de la dette sur l'horizon du plan d'affaires est compris entre 5 % et 8 % (avant prise en compte de l'économie d'impôt associée) avec un taux moyen inférieur à 6 %, et inférieur aux derniers financements contractualisés.

6.4.2.4 Résultats de l'évaluation

Sur ces bases, la valeur des fonds propres (avant ajustement) de Waga Energy ressort en valeur centrale à 521,21 M€. Compte tenu des éléments d'ajustement sur la valeur des fonds propres (non capté dans les flux de trésorerie en l'état et correspondant essentiellement à la trésorerie nette de l'exercice des BSPCE en septembre 2025), la valeur des fonds propres s'établit à 525,94 M€, soit 19,75 € par action Waga Energy en valeur centrale.

Les sensibilités de la valeur par action Waga Energy à une variation combinée (i) du taux d'actualisation (de -0,25 point à +0,25 point) et de la marge d'EBITDA sur l'horizon du plan d'affaires (+/- 1 point sur la marge d'EBITDA annuelle appliqué à chaque année) sont présentées ci-après.

Tableau 12 - Analyse de sensibilité à une variation combinée du taux d'actualisation et de l'évolution de la marge d'EBITDA sur l'horizon du plan d'affaires

Valeur par action		Coût des fonds propres				
		15,42%	15,67%	15,92%	16,17%	16,42%
Marge d'EBITDA annuelle (%)	(2,0%)	20,50	19,52	18,58	17,68	16,82
	(1,0%)	21,12	20,12	19,17	18,25	17,38
	-	21,74	20,73	19,75	18,82	17,93
	1,0%	22,36	21,33	20,34	19,40	18,49
	2,0%	22,98	21,93	20,93	19,97	19,05

Source : analyses Finexsi

Nous retiendrons à l'issue de cette analyse une fourchette de valeurs comprise entre 18,82 € et 20,73 € par action Waga Energy, avec une valeur centrale de 19,75 €. Le prix d'Offre fait ainsi ressortir une prime de 14,5 % sur la borne basse, une prime de 9,1 % sur la valeur centrale, et une prime de 4,0 % sur la borne haute de notre fourchette.

6.4.3 La référence au cours de bourse (à titre principal)

Le cours de bourse est un instrument de mesure du prix des actions de la Société librement négocié sous réserve de niveaux de flottant et de liquidité suffisants.

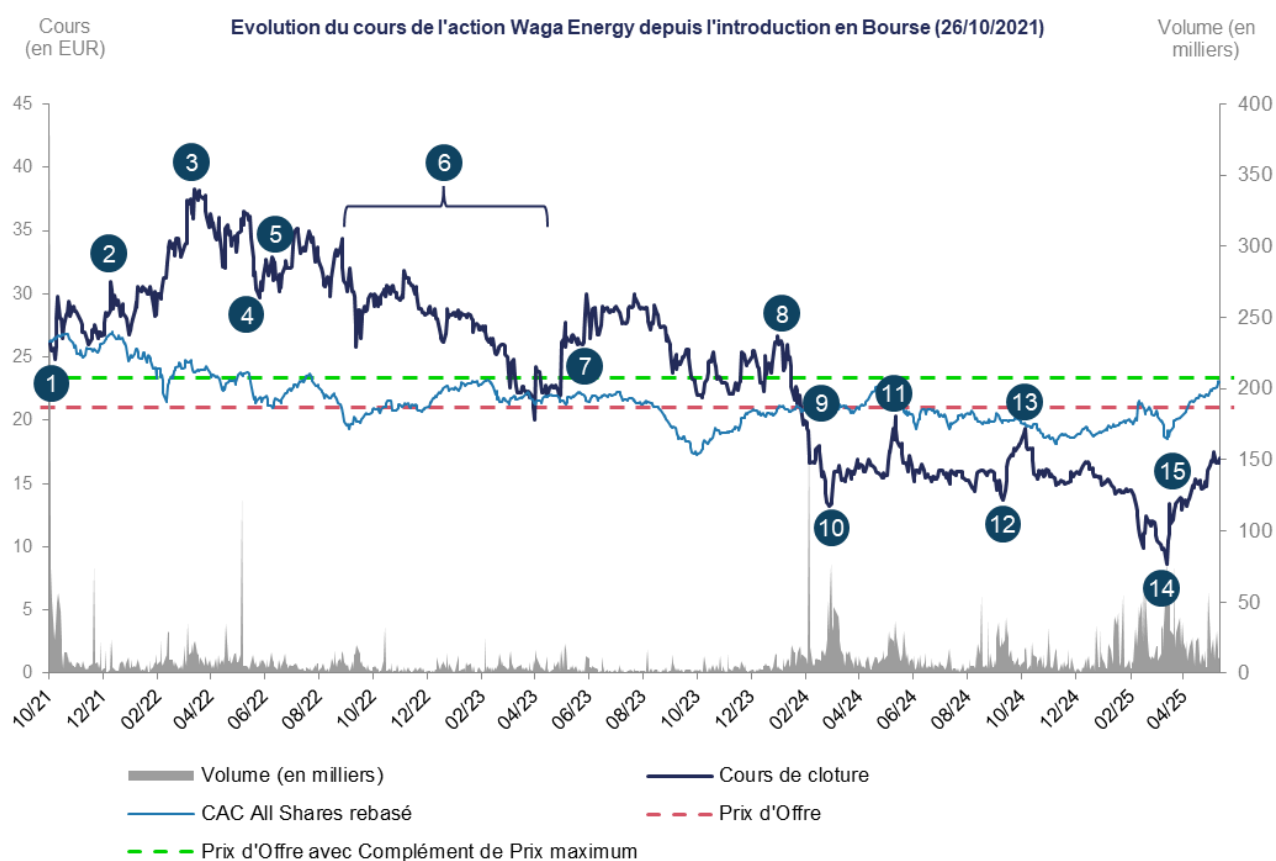
Les actions Waga Energy ont été introduites en bourse le 27 octobre 2021 au prix de 23,54 € par action, et sont admises aux négociations sur le compartiment B d'Euronext Paris (code ISIN : FR0012532810).

Nous avons analysé l'évolution du cours de bourse du titre avant l'annonce de l'Offre, *i.e.* jusqu'à la clôture du 05 juin 2025, l'Offre ayant été annoncée au marché le 06 juin 2025 avant bourse.

6.4.3.1 Analyse de l'évolution du cours de bourse de Waga Energy

Le cours de bourse de la Société a évolué comme suit entre la date d'introduction en Bourse et le 6 juin 2025.

Figure 17 - Evolution du cours de bourse de l'action Waga Energy entre la date d'introduction en Bourse et le 6 juin 2025



Sources : Capital IQ, articles de presse, analyses Finexsi

Sur la période observée, les principaux événements ayant impacté l'évolution du cours de bourse sont les suivants :

1. **26 octobre 2021** : La Société s'introduit en Bourse au prix de 23,54 € par action, soit inférieur au prix d'Offre augmenté du Complément de Prix maximal (23,70 €), résultant en une augmentation de capital d'environ 124 M€ ;
2. **2 janvier 2022** : Waga Energy signe son premier contrat *gaz rights* aux États-Unis (Steuben) ;
3. **31 mars 2022** : Après l'annonce de ses excellents résultats en 2021, la Société annonce le commissionnement d'une des plus grandes unités de production de biométhane en Europe aux côtés de Veolia ;
4. **8 juin 2022** : La Société annonce le rachat de la filiale américaine, avec pour conséquence un effet dilutif ;
5. **15 et 20 juin 2022** : La Société publie le DEU 2021 le 15 juin 2022 et, le 20 juin 2022, la Société annonce rejoindre les indices Euronext CAC Small, CAC Mid & Small, et CAC All-Tradable ;
6. **De septembre 2022 à mai 2023** : Le cours de Bourse passe de 33,5 € par action à 20,1 € par action, impactée par l'évolution du prix du gaz ;
7. **22 juin 2023** : La Société annonce la mise en service d'une unité de production de biométhane sur le site de Can Mata en Espagne (Catalogne) et exploité par PreZero qui devrait produire 70 GWh de biométhane par an ;
8. **8 février 2024** :
 - a. La Société a publié des résultats du Q4 2023 en forte hausse avec une augmentation du chiffre d'affaires consolidé à 33,3 M€ soit une hausse de 74 % par rapport à l'exercice 2022 notamment en raison du démarrage de 5 nouvelles unités dont 3 hors France ;
 - b. La Société a publié un point stratégique dans lequel elle présente ses avancées commerciales notamment à l'international et confirme ses objectifs de chiffre d'affaires 2026 et d'EBITDA 2025 ;
 - c. La Société a tenu un Capital Market Day (CMD) présentant ses ambitions et l'état de son activité incluant notamment son *pipeline* et ses dernières réalisations.
9. **10 février 2024** : La société est sortie de la cotation de l'indice MSCI small & mid caps en raison d'une fréquence de trading insuffisante (bien que les volumes échangés aient remonté depuis (cf. §6.4.3.2)) ;
10. **20 mars 2024** : Augmentation de capital d'un montant de 52,0 M€ au prix de 13,2 € par action émise soit un prix présentant une décote de -8% sur le cours de bourse pondéré par les volumes des trois séances précédentes ;
11. **4 juin 2024** : La Société annonce s'être associée avec OCI Global l'un des principaux producteurs d'azote, de méthanol et d'hydrogène dans le monde pour produire du biométhane sur le site de stockage des déchets de Beaumont au Texas ;

12. **30 septembre 2024** : Publication des résultats du premier semestre de l'exercice 2024, faisant état d'une croissance du chiffre d'affaires de +87% par rapport à la même période l'exercice précédent. La Société disposait notamment de 24 unités en production qui ont produit 254 GWh de biométhane au premier semestre 2024 ;
13. **30 octobre 2024** : La Société lance son premier projet de production de biométhane en Italie sur le site de stockage de déchets de Podere Rota en collaboration avec Centro Servizi Ambiente Impianti (CSAI) ;
14. **2 avril 2025** : Le président des États-Unis Donald Trump annonce son *liberation day* avec l'instauration de taxes sur les pays étrangers, impactant les cours de bourse des sociétés dont Waga Energy qui a atteint son plus bas sur les 12 derniers mois le 7 avril 2025 à 8,66 € par action avant de connaître une hausse significative de 102,3% pour atteindre 17,52 € le 29 mai 2025.
15. **11 avril 2025** : La Société décide d'augmenter le montant de son crédit syndiqué de 24 M€ portant le montant total disponible à 124 M€ ;
16. **15 avril 2025** : Publication des résultats annuels 2024 de Waga Energy. Le chiffre d'affaires de l'exercice s'établit à 55,7 M€, en hausse de +67% avec un objectif de breakeven EBITDA courant 2025 ;
17. **5 mai 2025** : La Société annonce son partenariat avec la société Scapigliato pour produire du biométhane sur le site de déchet de Rosignano Marittima en Toscane.

Par ailleurs, le **10 février 2025**, la Société annonce, à la suite de la clarification de la législation publiée en décembre 2024, qu'elle devrait être éligible à l'ITC pour les unités aux États-Unis dont la fabrication a démarré fin 2024.

Nous observons que malgré une communication financière qui semble positive, le cours de bourse de la Société s'échange à un prix significativement inférieur à celui de son introduction en bourse, évoluant parfois à la baisse à la suite d'annonces positives.

Postérieurement à l'annonce de l'Offre le 6 juin 2025, le cours du titre Waga Energy a atteint 23,05 € le jour de l'annonce puis ce dernier a évolué entre 21,45 € le 28 juillet 2025 et 21,90 € le 11 juillet 2025, légèrement au-dessus du prix d'Offre de 21,55 € par action ce qui peut s'expliquer par la présence d'un complément de prix pouvant atteindre 2,15 € par action, soit un prix potentiel total de 23,70 € par action.

6.4.3.2 Analyse de la liquidité du titre Waga Energy

Nous présentons ci-après les cours moyens pondérés par les volumes (« **CMPV** »), les volumes échangés sur le titre et les taux de rotation qui en découlent avant l'annonce de l'Offre (soit avant le 6 juin 2025) sur une période de 24 mois :

Tableau 13 - Analyse des CMPV et de la liquidité du titre Waga Energy jusqu'au 5 juin 2025

Cours moyens pondérés par les volumes	en €/action	Volume échangé (en milliers)		Capital échangé (en milliers)		% du capital		% du flottant	
		Moyen	Cumulé	Moyen	Cumulé	Volume échangé	Rotation du capital	Volume échangé	Rotation du flottant
Spot (5/6/2025)	17,00	11	11	183	183	0,04 %	0,04 %	0,11 %	0,11 %
CMPV 1 mois	15,95	16	347	252	5 538	0,06 %	1,40 %	0,17 %	3,63 %
CMPV 60 jours	12,90	23	1 261	290	16 267	0,09 %	5,09 %	0,24 %	13,20 %
CMPV 3 mois	12,59	24	1 515	308	19 069	0,10 %	6,12 %	0,26 %	15,86 %
CMPV 6 mois	13,22	18	2 224	237	29 403	0,07 %	8,98 %	0,19 %	23,30 %
CMPV 12 mois	14,26	14	3 519	197	50 162	0,06 %	14,21 %	0,15 %	39,11 %
Plus haut 12 mois (29/10/2024)	19,40								
Plus bas 12 mois (7/4/2025)	8,66								
Plus haut 24 mois (16/8/2023)	30,00								
Plus bas 24 mois (7/4/2025)	8,66								

Note : les primes extériorisées par le prix d'Offre sont exprimées par rapport au Prix Initial de 21,55€, soit avant la prise en compte du potentiel Complément de Prix d'un maximum de 2,15 € par action.

Sources : Capital IQ, analyses Finexsi

Sur les 12 derniers mois antérieurs au 6 juin 2025, le volume cumulé des actions Waga Energy échangées est de 3,5 millions d'actions (soit environ 14 milliers d'actions échangées par jour de cotation). Sur cette même période, la rotation du capital s'établit à 14,21 % et celle du flottant à 39,11 %.

Ces constats démontrent que la liquidité et la rotation du flottant à date s'établissent à des niveaux suffisants, le cours de bourse représentant ainsi une référence pertinente pour l'évaluation de la Société. En effet, bien que la Société soit sortie de l'indice MSCI Small & Mid Cap en raison de volumes d'échange alors insuffisants (moyenne de 4 k actions échangées sur 1 an à la date du 12 février 2024), les volumes ont depuis largement augmenté avec une moyenne de 15 k actions échangées par jour entre le 12 février 2024 et le 05 juin 2025, dernière date avant l'annonce de la l'Opération.

Sur la base du cours de clôture au 5 juin 2025 et du CMPV 60 jours, le prix d'Offre de 21,55 € par action Waga Energy, hors Complément de Prix, extériorise respectivement une prime de 26,8% et de 67,1%. En considérant le prix d'Offre avec le Complément de Prix maximum de 2,15 € par action les primes extériorisées sont respectivement de +39,4% et +83,7%.

6.4.4 Objectif de cours des analystes (à titre secondaire)

L'analyse des objectifs de cours des analystes financiers ne constitue pas, en tant que telle, une méthode d'évaluation, mais synthétise des opinions sur la valeur. Cette référence consiste donc à observer la valeur d'une société sur la base des objectifs de cours publiés par les analystes financiers suivant le titre.

La société Waga Energy fait l'objet d'un suivi régulier de la part de 5 analystes³³ qui communiquent de façon plus ou moins détaillée sur les prévisions opérationnelles de la Société et sur les autres paramètres retenus pour leurs travaux d'évaluation.

Nous présentons ci-après les derniers objectifs de cours publiés avant l'annonce de l'Offre (soit avant le 6 juin 2025).

Tableau 14 - Derniers objectifs de cours publiés avant l'annonce de l'Offre

Date	Analyste	Prix cible (€)	Prime extériorisée par le prix d'Offre de 21,55€	Opinion	Prime extériorisée par le prix d'Offre de 23,7€
05/05/2025	BG Iris	30,00	(28,2)%	Achat	(21,0)%
14/04/2025	Gilbert Dupont	27,00	(20,2)%	Achat	(12,2)%
14/04/2025	Kepler Chevreux	25,00	(13,8)%	Achat	(5,2)%
14/04/2025	ODDO BHF	22,00	(2,0)%	Surperformer	7,7%
14/04/2025	Portzamparc	25,00	(13,8)%	Achat	(5,2)%
Moyenne		25,80	(16,5)%		(8,1)%
Mediane		25,00	(13,8)%		(5,2)%
<i>Min</i>		<i>22,00</i>	<i>(2,0)%</i>		<i>+ 7,7 %</i>
<i>Max</i>		<i>30,00</i>	<i>-28,2%</i>		<i>-21,0%</i>

Sources : Notes d'analystes, Capital IQ

Nous observons que :

- Gilbert Dupont retient un objectif de cours de 27,00€ par action tandis qu'il extériorise un prix de 23,30€ à travers l'application de sa méthode DCF ;
- Les objectifs de cours fixés par les analystes dépendent de modèles DCF internes qui se basent sur la guidance de la Société, laquelle ne communique pas sur la ventilation du chiffre d'affaires entre ses différentes sources de revenus (vente de biométhane vs vente d'équipements). Nous comprenons que les analystes surpondèrent la part de revenus issue de la vente de biométhane, qui affiche une marge supérieure à la vente d'équipements. Cet écart a un impact sur 2026E mais également sur les années suivantes, la vente de RNG étant récurrente compte tenu de la durée des contrats, ce qui n'est pas le cas de la vente d'équipements. Nous présentons ci-dessous les dernières publications des analystes communiquant sur la ventilation des revenus de la Société que nous mettons en perspective avec les estimations du management de Waga Energy :

³³ Kepler Chevreux, Oddo BHF, Portzamparc, Gilbert Dupont et Bryan Garnier.

Tableau 15 - Contribution de la vente de biométhane au chiffre d'affaires 2026E selon les analystes

Date*	Analyste	Année estimée	Pourcentage de revenus issus du biométhane	Objectif de prix à la date de publication
30/04/2025	Bryan garnier	2026E	91,7 %	30,00
22/01/2025	Portzamparc	2026E	98,8 %	25,00
13/06/2024	Kepler Chevreux	2026E	96,5 %	25,00
10/04/2024	Oddo	2026E	93,0 %	25,00
06/03/2024	Gilbert Dupont	2026E	99,0 %	27,00
sept-25	Management	2026E	86,0%	

*Dernière date de communication sur la ventilation du chiffre d'affaires

Source : Notes des analystes

- Nous ne disposons pas des hypothèses d'expansion géographique des analystes ;
- Kepler Chevreux n'a changé ses estimations que dans sa note du 17 juin 2025, soit après l'annonce de l'Offre et Gilbert Dupont n'a pas modifié ses projections suite au communiqué de presse du 11 février 2025 de la Société ;
- Certains analystes indiquent prendre en compte l'impact des ITC, néanmoins les quantums et les modalités d'encaissement et de cadencement ne sont pas suffisamment étayés pour nous permettre de les estimer et/ou de les retraiter ;
- Les objectifs de cours des analystes extériorisent une fourchette large de prix, avec 8 € d'écart entre le minimum (22 €) et le maximum (30 €).

Pour ces raisons nous retenons cette approche à titre secondaire.

Nous observons que sur la base des paramètres retenus dans le cadre de notre évaluation (à savoir le coût des fonds propres, le coût de la dette et le *gearing* projeté) (cf. §6.4.2.3), le coût moyen pondéré du capital que nous obtiendrions s'inscrirait dans le bas de la fourchette des taux utilisés par les analystes.

Les derniers objectifs de cours publiés par les analystes avant l'annonce de l'Offre sont compris entre 22,00 € et 30,00 €, avec une moyenne de 25,80 €. Nous constatons que ces objectifs de cours intègrent l'ITC, bien qu'il ne soit pas intégré pour le même montant entre chacun d'eux.

Le prix d'Offre de 21,55 € par action Waga Energy (hors Complément de Prix) extériorise une décote de -16,55% sur la moyenne des objectifs de cours (intégrant une partie du Complément de Prix). Le prix d'Offre augmenté du Complément de Prix (pour un maximum de 23,70 €) s'inscrit dans le bas de la fourchette des objectifs de cours.

Les principaux commentaires des analystes post-annonce de l'Offre sont les suivants :

- Stifel (ex Bryan Garnier) (note du 6 juin 2025) souligne que « l'offre a été unanimement supportée par les membres du conseil d'administration ». L'analyste a par ailleurs ajusté ses prévisions de revenus pour 2026E à 156,7 M€ conformément aux indications de la Société contre 201 M€ dans son ancienne note, mais n'a pas modifié son objectif de cours à 30 € ;
- Kepler Chevreux (note du 9 juin 2025) estime que « l'offre est juste sans être généreuse » bien qu'il souligne que l'offre extériorise un multiple de 2,7x les revenus 2026E soit un multiple significativement supérieur à celui de Montauk Renewables (société la plus comparable) qui se situe à 1,5x, et en ligne avec celui d'Opal Fuels de 2,8x. Le prix doit selon lui refléter les conditions de marché pour les actifs de transition énergétique et les risques d'exécution et de levée de fonds pour l'atteinte de ses objectifs financiers. Ce dernier considère par ailleurs la monétisation de l'ITC comme fortement probable et le considère dans son objectif de cours, revu à la baisse, à 23,20 € (vs 25 € pré-annonce) ;
- Gilbert Dupont (note du 6 juin 2025) n'a pas commenté l'Offre qui a juste fait l'objet d'une présentation dans sa note. Son objectif de cours reste inchangé (27,00 €) ;
- Oddo BHF (*Cross sector report* du 16 juin 2025) : après un entretien avec le Directeur Administratif et Financier de la Société, l'analyste indique que la transaction est motivée par des besoins de financement en raison « d'une dette nette estimée de l'ordre de 300 M€ en 2025E et de 500 M€ en 2026E ». L'ITC est partiellement pris en compte dans l'objectif de cours de l'analyste. (22,00 €) ;
- Portzamparc (Matinale du 6 juin 2025) indique que l'offre hors complément de prix extériorise des primes sur les derniers cours de bourse ainsi que les CMPV 3 mois, 6 mois et 1 an mais que le prix offert reste inférieur à son objectif de cours de 25,00 € et que les transactions comparables peuvent conduire à des valorisations comprises entre 27 € et 88 € par action, et que ce dernier ne représente donc pas le potentiel de la Société.

Nous considérons in fine qu'au travers des travaux réalisés sur le BP que celui-ci anticipe le potentiel de croissance de façon ambitieuse comme nous le développons sur l'analyse de ce critère.

6.4.5 Méthode des comparables boursiers (à titre secondaire)

La méthode des comparables boursiers consiste à déterminer la valeur d'une société par l'application de multiples observés sur un échantillon d'autres sociétés cotées du même secteur d'activité, aux agrégats jugés pertinents.

Compte tenu des spécificités de Waga Energy, nous n'avons pas identifié de sociétés cotées qui lui soient pleinement comparables en raison notamment de son mix énergétique (100% biométhane), de son implantation géographique (70% du chiffre d'affaires généré en France au 30 juin 2025), de sa taille, et de son stade de développement (impactant les niveaux de croissance et de marges). En effet le secteur d'activité étant encore peu mature nous n'avons pas identifié d'autres sociétés dont l'activité principale est la production de biométhane à base de biogaz en Europe et aux Etats-Unis (la société Montauk Renewables n'opérant qu'aux États-Unis à date). Par ailleurs, en raison du stade de développement de la Société, celle-ci n'a pas encore atteint ses niveaux de marge normatifs, et présente des EBITDA 2025, 2026 et 2027 négatifs ou faibles. Pour ces raisons, nous présentons cette méthode à titre secondaire.

Nous avons cependant identifié six sociétés intervenant sur le développement et/ou la distribution de biogaz, et/ou avec des modèles d'affaires de sociétés similaires que nous présentons ci-après³⁴ :

- Volitalia (chiffre d'affaires 2024 : 546,6 M€ ; EBITDA 2024 : 215,1 M€) est une entreprise française spécialisée dans le développement, la construction, l'exploitation et la maintenance de centrales éoliennes, solaires, hydroélectriques, à biomasse et de stockage. La société dispose d'une capacité installée et en construction de 3,3 GW ;
- La Française de l'Energie (chiffre d'affaires 2024³⁵ : 31,4 M€ ; EBITDA 2024 : 19,7 M€) est une société française spécialisée dans la production d'énergies renouvelables dont principalement de l'électricité, du gaz, de la chaleur, de l'hydrogène et du Bio-CO₂. Actuellement, elle gère deux sites opérationnels dédiés au gaz de mine représentant une production annuelle de c.220 GWh ;
- Montauk Renewables (chiffre d'affaires 2024 : 169,7³⁶ M€ ; EBITDA 2024 : 40,3 M€) est une société américaine, spécialisée dans la conception, le développement, la construction, l'exploitation d'installations de transformation de méthane en gaz renouvelable. La société a produit 439,6 GWh de biogaz en 2024 ;
- Clean Energy Fuels (chiffre d'affaires 2024 : 401,7³⁷ M€ ; EBITDA 2024 : 14,3 M€) est une entreprise américaine spécialisée dans la production de gaz renouvelable à destination de l'industrie du transport à partir de déchets biodégradables. La société a produit l'équivalent de 297,5 millions de gallons d'essence en 2024 ;
- OPAL Fuels (chiffre d'affaires 2024 : 289,7³⁸ M€ ; EBITDA 2024 : 26,9 M€) est une société américaine complètement intégré qui produit et distribue du gaz renouvelable à partir de déchets, dont l'activité est principalement aux Etats-Unis. A fin 2024, la société dispose d'une capacité installée et en construction de 3.342,01 GWh ;
- Clearwise AG (chiffre d'affaires 2024 : 36,1 M€ ; EBITDA 2024 : 23,0 M€) est un producteur indépendant d'électricité renouvelable basé en Allemagne, opérant principalement en Europe. Son portefeuille comprend des parcs éoliens et solaires en Allemagne, France, Italie et Irlande, totalisant une capacité installée d'environ 316 MW au 30 juin 2024. A fin 2024, la société a produit 441 GWh d'électricité, répartis entre 66 % d'éolien et 34 % de solaire.

Nous avons par ailleurs identifié les sociétés Gevo, Refuels et Verbio qui opèrent dans le secteur du biométhane mais que nous n'avons pas retenues dans la mesure où ces sociétés affichaient des niveaux de multiples d'EBITDA significativement inférieurs à la moyenne du reste de l'échantillon ainsi que des marges d'EBITDA très en dessous du niveau normatif ciblé par Waga Energy (entre 30 % et 50 % de marge EBITDA projet, § 2.5.4).

³⁴ Nous précisons que les EBITDA présentés ci-après sont ceux reportés dans les comptes annuels 2024 et ne sont pas retraités de la norme IFRS 16, contrairement à ceux retenus pour nos calculs de multiples.

³⁵ L'exercice fiscal de la société clôture au 30 juin.

³⁶ Sur la base d'un taux de change EUR/USD de 0,9659.

³⁷ Sur la base d'un taux de change EUR/USD de 0,9659.

³⁸ Sur la base d'un taux de change EUR/USD de 0,9659.

L'EBITDA constitue un agrégat de référence utilisé par la Société dans sa communication financière et pour la formulation de sa *guidance*. Il reflète le niveau de profitabilité des acteurs du secteur, et est communément utilisé par ces derniers dans leur communication financière ainsi que par les analystes qui suivent le secteur. Nous avons retraité, le cas échéant, l'impact de la norme IFRS 16 (ou de normes équivalentes) des EBITDA prospectifs des sociétés de l'échantillon pour obtenir des bases de comparaison homogènes.

Nous présentons ci-après les perspectives de croissance et les taux de marges d'EBITDA attendus en 2026E - 2027E par les analystes suivant les sociétés comparables retenues et Waga Energy.

Tableau 16 - Perspectives de croissance du chiffre d'affaires et du taux de marge d'EBITDA attendus par le consensus des analystes

Comparables	Pays	CA (mEUR)	VE (mEUR)	Croissance du CA		Taux d'EBITDA	
				2026e	2027e	2026e	2027e
Waga Energy SA	France	56	586	40%	106%	13 %	22 %
Montauk Renewables, Inc.	United States	170	294	(11%)	21%	23 %	24 %
La Française de l'Energie S.A.	France	31	220	29%	83%	55 %	53 %
Volta SA	France	547	3 077	0%	17%	44 %	47 %
Clean Energy Fuels Corp.	United States	402	217	(13%)	5%	18 %	22 %
OPAL Fuels Inc.	United States	290	981	6%	20%	28 %	32 %
clearvise AG	Germany	36	298	17%	13%	70 %	71 %
Moyenne		223	372	5 %	26 %	40 %	42 %
Médiane		230	296	3 %	18 %	36 %	40 %

Source : Capital IQ, au 29 septembre 2025

D'une manière générale, les sociétés de l'échantillon présentent des tailles et des niveaux de profitabilité hétérogènes. La croissance du chiffre d'affaires de Waga Energy attendue par le consensus d'analystes apparaît supérieure à celles des comparables.

Les multiples d'EBITDA 2025E et 2026E des sociétés de l'échantillon se présentent comme suit :

Tableau 17 - Multiples observés sur les sociétés comparables

Comparables	Pays	CA (mEUR)	VE (mEUR)	xEBITDA	
				2026e	2027e
Waga Energy SA	France	56	586		
Montauk Renewables, Inc.	United States	170	294	7,0x	5,4x
La Française de l'Energie S.A.	France	31	220	5,6x	3,1x
Volta SA	France	547	3 077	11,1x	9,1x
Clean Energy Fuels Corp.	United States	402	217	3,4x	2,5x
OPAL Fuels Inc.	United States	290	981	9,4x	7,0x
clearvise AG	Germany	36	298	8,9x	9,0x
Moyenne		223	372	7,6x	6,0x
Médiane		230	296	8,0x	6,2x

Note : Multiples induits par (i) une valeur d'entreprise calculée sur la base du CMPV 3 mois et d'un nombre moyen d'action sur 3 mois et (ii) des agrégats des comparables calendarisés à la date de clôture de la société évaluée.

Source : Capital IQ, au 29 septembre 2025

Nous avons appliqué les multiples moyens 2026E - 2027E de l'échantillon aux prévisions d'EBITDA des mêmes années issues du plan d'affaires de Waga Energy dans la mesure où les résultats pour 2025E extériorisent une valeur par action négative.

En cohérence avec le calcul de l'endettement financier net ajusté de la Société (-94.660 K€, avant IFRS 16 - cf.§6.3.2), nous avons, le cas échéant, retraité l'incidence de la norme IFRS 16 (ou de normes équivalentes) dans le calcul de l'endettement financier net et des EBITDA prospectifs des comparables.

La Société est une société de projets proche de l'équilibre en termes d'EBITDA. L'application des multiples moyens aux agrégats 2026E - 2027E de la Société fait ressortir une fourchette de valeurs comprises entre 0,45 € et 6,43 € par action. Le Prix d'Offre extériorise des primes de 4.705,8 % et 235,4 % par rapport aux bornes inférieure et supérieure de la fourchette. S'agissant d'une société de projets, l'atteinte d'un niveau de marge d'EBITDA mature n'interviendra qu'à long terme, ce qui explique le niveau des primes ainsi extériorisées sur les EBITDA 2026E - 2027E.

6.4.6 Transactions comparables (à titre secondaire)

La méthode des transactions comparables repose sur l'analyse des multiples extériorisés lors d'opérations de rachats total ou partiel d'entreprises intervenues dans le secteur d'activité de l'entité évaluée. La mise en œuvre de cette approche est limitée par la difficulté à disposer d'une information complète et fiable sur les cibles et les conditions des transactions identifiées.

Nous avons analysé les transactions intervenues sur les cinq dernières années, portant sur une part significative du capital (supérieure à 50%) et intégrant par conséquent une prime de contrôle ainsi que, le cas échéant, la valeur estimée des synergies par l'acquéreur. Les transactions identifiées n'apparaissent toutefois pas pleinement comparables du fait notamment de différences de positionnement, géographique, et de rentabilité. Par ailleurs, la majorité des transactions identifiées s'étant déroulées entre des acteurs privés les données utilisées peuvent manquer de précision et de fiabilité. Pour ces raisons, nous présentons cette approche à titre secondaire.

Nous avons identifié les trois transactions suivantes pour lesquelles des informations³⁹ étaient disponibles :

- L'acquisition de Morrow Renewables⁴⁰ (chiffre d'affaires : 113,1 M€ ; EBITDA : 57,7 M€), société américaine spécialisée dans la valorisation énergétique des gaz de décharge pour le secteur des déchets solides municipaux, par Enbridge, a été clôturée le 02 janvier 2024, sur la base d'une valeur d'entreprise d'environ 1,2⁴¹ Mds€. Morrow Renewables dispose d'une capacité énergétique opérationnelle et/ou en construction composée de 7 sites (c. 5 millions de pieds cube de gaz renouvelables par an) ;

³⁹ Les chiffres d'affaires et les EBITDA présentés sont ceux du dernier exercice fiscal avant la date de clôture de la transaction, ces derniers sont post-IFRS 16 dans la mesure où nous ne disposons pas des données suffisantes pour les retraiter.

⁴⁰ Nous précisons que nous avons retenu la transaction concernant Morrow Renewables car cette dernière est particulièrement comparable mais sans réussir à recalculer le multiple dans la mesure où nous ne disposons pas de sources fiables concernant les principaux agrégats.

⁴¹ Sur la base d'un taux de change EUR/USD de 0,9616.

- Archaea Energy (chiffre d'affaires 2022 : 284,7 M\$; EBITDA : 140,0 M\$) est une société américaine spécialisée dans la production de gaz naturel renouvelable (RNG) à partir de gaz de décharge. Basée à Houston, elle exploitait environ 50 installations RNG aux États-Unis au moment de son acquisition. Le 28 décembre 2022, BP a finalisé l'acquisition d'Archaea Energy pour une valeur d'entreprise d'environ 4,1 milliards USD. Cette opération vise à renforcer la position de BP dans le secteur du biogaz aux États-Unis et à soutenir ses objectifs de décarbonation ;
- Aria Energy (chiffre d'affaires 2021 : 116,7⁴² M€ ; EBITDA : 30,3 M€) est une société américaine spécialisée dans la production d'énergie à partir de gaz de décharge. Le 16 septembre 2021, Archaea Energy a finalisé l'acquisition Aria Energy, un leader dans le domaine du gaz naturel renouvelable (RNG) aux États-Unis. La transaction est d'une valeur d'entreprise totale d'environ 583 M€ pour les 25 projets exploités par Aria Energy dans 13 états soit une capacité d'environ 300 MW de RNG et de 116,7 MW d'électricité.

Les multiples extériorisés par l'échantillon de transactions comparables sont présentés ci-après :

Tableau 18 - Transactions comparables retenues sur les six dernières années précédant l'annonce de l'Offre

Date	Cible	Pays	Acquéreur	% acquis	VE (M€)	xEBITDA
janv.-24	Morrow renewables	États-Unis	Enbridge	100 %	1 154	20,0x
déc.-22	Archaea energy	États-Unis	BP	100 %	4 144	29,6x
avr.-21	Aria Energy LLC	États-Unis	Archaea energy (Rice Acquisition Corp.)	100 %	583	19,2x
Moyenne					1 960	22,9x
Médiane					1 154	20,0x

Sources : MergerMarket, Capital IQ, données publiques

Pour les mêmes raisons que pour les comparables boursiers (cf. §6.4.5), nous retenons l'EBITDA comme agrégat de référence. Il est à noter que les multiples d'EBITDA ont été déterminés sur la base des agrégats post-IFRS 16 ou de normes équivalentes, dès lors que nous ne disposons pas de l'information nécessaire pour retraiter les effets de cette norme.

La moyenne des multiples d'EBITDA extériorisés par l'échantillon de transactions s'établit à 22,9x et à 20,0x en médiane, intégrant *a priori* des anticipations de croissance élevées. Dans la mesure où les multiples appliqués aux agrégats 2025E de Waga Energy extériorisaient une valeur négative, nous avons appliqué le multiple moyen et médian aux EBITDA 2026E post-IFRS 16 de la Société.

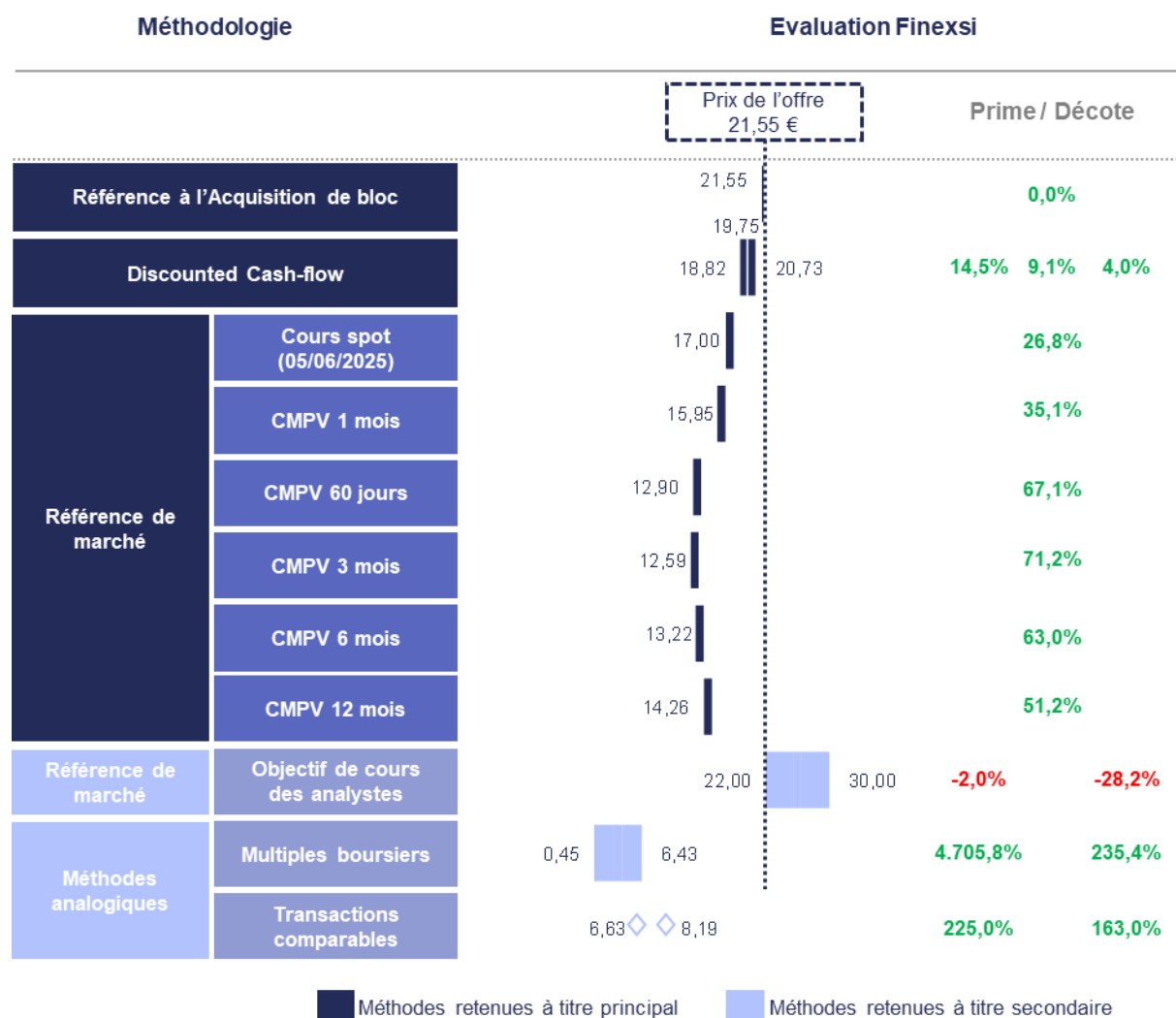
Sur ces bases, et en cohérence avec la dette nette ajustée du Groupe Waga Energy post-IFRS 16 (soit -106,9 M€, en ce compris la dette IFRS 16 de -11,2 M€ et les provisions pour démantèlement et pertes à terminaison), la valeur par action de Waga Energy s'établit dans une fourchette de 6,63 € à 8,19 €. Le prix d'Offre extériorise une prime de respectivement 225,0 % et 163,0 %.

⁴² Sur la base d'un taux de change EUR/USD de 0,8322.

6.5 Synthèse de nos travaux d'évaluation

La valeur par action se présente comme suit selon les méthodes et références d'évaluation retenues :

Figure 18 - Synthèse des valeurs par action Waga Energy



⁽¹⁾ Note : Les primes indiquées s'entendent par rapport au prix d'Offre de 21,55 € (hors complément de prix).

Source : analyses Finexsi

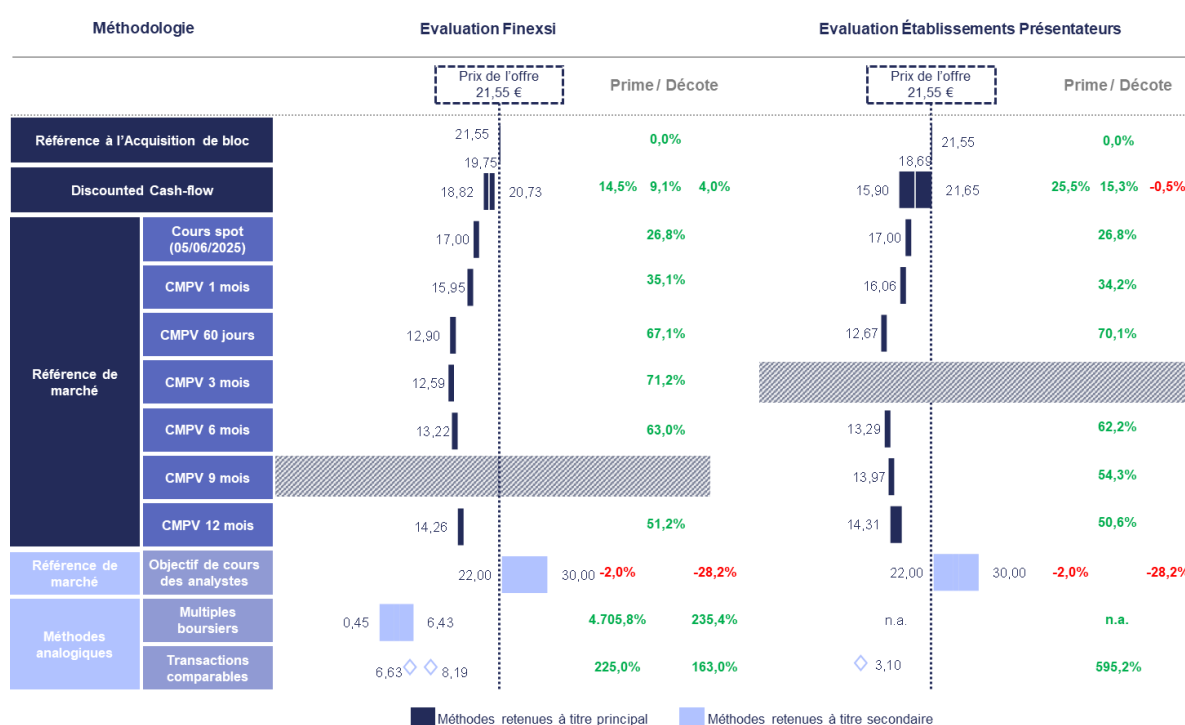
7 Analyse des éléments d'appréciation du Prix d'Offre établis par les Etablissements Présentateurs

Les Etablissements Présentateurs, BNP Paribas et Rothschild ont préparé les éléments d'appréciation du prix d'Offre par action, figurant à la section 4 du projet de note d'information du 30 octobre 2025.

Nous avons analysé ces éléments et nous nous sommes rapprochés des représentants des Etablissements Présentateurs pour échanger sur les méthodes et référence d'évaluation retenues.

Les résultats de nos travaux respectifs sont synthétisés ci-après :

Figure 19 - Synthèse des travaux des Etablissements présentateurs et de Finexsi



Sources : Analyse Finexsi, Etablissements Présentateurs

7.1 Choix des critères d'évaluation

Pour la valorisation de la Société, les Etablissements Présentateurs tout comme Finexsi ont retenu à titre principal la référence à l'acquisition de bloc, la référence au cours de bourse, ainsi que la méthode intrinsèque de l'actualisation des flux de trésorerie prévisionnels.

Finexsi retient à titre secondaire les approches analogiques des comparables boursiers et des transactions comparables, ainsi que la référence aux objectifs de cours des analystes, quand les Etablissements Présentateurs retiennent ces méthodes à titre indicatif.

Les Etablissements Présentateurs ont, tout comme Finexsi, écarté les méthodes et références suivantes : l'actif net comptable, l'actif net réévalué, et l'actualisation des dividendes futurs. La mise en œuvre des différentes méthodes appelle plusieurs remarques de notre part.

7.2 Mise en œuvre des différentes méthodes de valorisation

7.2.1 Nombre d'actions retenu

Les Etablissements Présentateurs et Finexsi se sont situés au 17 septembre 2025 et ont retenu le même nombre d'actions diluées de 26.741.346, correspondant au nombre d'actions en circulation, retraitées des actions auto-détenues et augmentées des instruments dilutifs en circulation dans la monnaie.

7.2.2 Passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres

Les Etablissements Présentateurs ont retenu, dans le cadre de leurs travaux, une dette nette ajustée de 240,2 M€ (pré-IFRS16) au 31 décembre 2025. Pour sa part, Finexsi a retenu une dette nette ajustée de 94,7 M€ (pré-IFRS16) au 30 juin 2025. L'écart provient de la date d'établissement du passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres, et donc du flux de trésorerie du second semestre retenu pour un montant de -145,6 M€ par les Etablissements Présentateurs. Le reste des retraitements effectués n'appellent pas de commentaires de notre part dans la mesure où ces derniers sont identiques.

7.3 Transactions récentes intervenues sur le capital de la Société

Finexsi et les Etablissements Présentateurs retiennent l'Acquisition du Bloc de Contrôle par Box BidCo au prix de 21,55 € par action avec un potentiel complément de prix pouvant atteindre 2,15 € par action.

7.4 Analyse du cours de bourse

Les Etablissements Présentateurs et Finexsi ont mis en œuvre une analyse du cours de bourse au 5 juin 2025 (dernier jour de cotation avant l'annonce de l'Opération), et calculé des moyennes sur courtes et plus longues périodes précédant cette date. Il ressort des écarts limités entre les deux analyses provenant de différences entre les périodes retenues pour les calculs (20 jours, 60 jours, 120 jours, 180 jours et 250 jours pour les Etablissements Présentateurs et un mois, 60 jours, 3 mois, 6 mois, et 12 mois pour Finexsi) et les méthodes de calcul des CMPV (basée sur les cours de clôture pour Finexsi et des CMPV intradays pour les Etablissements Présentateurs).

7.5 L'actualisation des flux de trésorerie prévisionnels

7.5.1 Concernant les prévisions considérées

Les Etablissements Présentateurs et Finexsi ont fondé leurs travaux sur le plan d'affaires du management qui a été présenté au conseil d'administration de la Société le 29 septembre 2025.

Les Etablissements présentateurs retiennent un taux d'imposition sur les sociétés de 27,2% légèrement supérieur à celui retenu par Finexsi de 26,8%.

En cohérence avec les dates de détermination des passages de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres respectifs du 30 juin 2025 pour Finexsi et du 31 décembre 2025 pour les Etablissements Présentateurs, les premiers flux de leurs DCF ont été actualisés à ces dates.

7.5.2 Concernant les hypothèses financières

Concernant le taux d'actualisation appliqué aux flux de trésorerie d'exploitation, les Établissements Présentateurs retiennent un coût moyen pondéré du capital (CMPC) de 11,8% pour actualiser les flux de trésorerie avant service de la dette (FCFF). Pour rappel, le CMPC correspond au taux de rendement attendu par les apporteurs de capitaux, soit actionnaires et prêteurs, compte tenu des caractéristiques et risques spécifiques associés à la société ou au projet sous-jacent.

Finexsi retient un coût des fonds propres de 15,92 % pour actualiser les flux de trésorerie après service de la dette.

Nous rappelons que le coût des fonds propres, que nous utilisons pour actualiser les FCFE (après service de la dette), reflète le rendement attendu par l'actionnaire, dans la mesure où il s'applique aux flux lui revenant (après remboursement de la dette). En effet, dans ce cas, le levier de la dette est pris en compte directement dans les flux appréhendés au niveau du FCF to Equity. Par différence des FCF to Firm correspondant aux cash-flows d'exploitation qui doivent permettre de rembourser la dette et dont le solde est disponible pour l'actionnaire. Ils sont donc actualisés au coût moyen pondéré du capital (WACC) tenant également compte de l'exigence de rendement des prêteurs.

Cela explique l'écart facial qui peut être observé entre le CMPC des établissements présentateurs qui prend en compte l'effet de levier au niveau du taux, et notre coût des fonds propres, dans la mesure où nous traitons l'effet de levier précité directement dans les flux du plan d'affaires pour tenir compte de la réalité du séquençement des flux qui seront effectivement disponibles pour l'actionnaire.

En réalité, ces deux taux d'actualisation ne sont pas comparables.

La mise en œuvre de l'actualisation des FCFF implique de se baser sur la dette actuelle de la société, qui n'est pas représentative des besoins de financements pour supporter la croissance prévue dans le plan d'affaires, et impose d'intégrer un risque d'exécution. Celui-ci est par nature forfaitaire et moins précis que d'appréhender la dette projet par projet, de manière cohérente avec la dynamique de croissance, tel que c'est le cas pour l'approche FCFE que nous avons retenue.

Observons que ces deux méthodes (i.e Etablissements Présentateurs et Finexsi) n'aboutissent pas à des résultats sensiblement différents.

L'approche par les FCFE, dans le cadre des activités sous-jacentes de la Société (de projets) et donc de son modèle d'affaires, est la référence usuelle (dès lors qu'elle peut être mise en œuvre) car elle permet de mieux appréhender la réalité économique de cette dernière et la temporalité des flux disponibles pour l'actionnaire.

En ce qui concerne les paramètres des taux d'actualisation retenus, outre le fait que le coût de la dette nette d'impôt est appréhendé dans les flux pour Finexsi et dans le taux d'actualisation pour les Établissements Présentateurs :

- Les Etablissements Présentateurs retiennent les betas de l'intégralité de l'échantillon, sans critère de sélection, auxquels ils appliquent un ajustement (Blume). Nous affinons l'échantillon retenu pour le calcul du beta en ne retenant, parmi les 9 comparables boursiers identifiés, que ceux dont le coefficient de détermination R^2 est supérieur à 10% et dont le gearing inférieur à 200%, soit Montauk Renewables, Clean Energy Fuels, Gevo et Verbio ;

- Les Etablissements Présentateurs retiennent un *gearing* (dettes/fonds propres) de la Société de 44% par référence à la moyenne des *gearings* calculés chaque année sur la base de (i) la dette nette projetée sur l'horizon du plan et (ii) d'une projection théorique des paramètres de marché permettant de recalculer annuellement un coût des fonds propres et ainsi d'estimer la valeur réelle annuelle des fonds propres de la Société entre 2025 et 2060. Nous considérons qu'il y a trop d'aléas pour modéliser de façon fiable les paramètres de marché à horizon 2060 (taux sans risque, prime de risque de marché, beta de la Société, etc.). Nous retenons donc pour notre part un *gearing* de 100% par référence à la moyenne des *gearings* calculés chaque année sur la base de (i) la dette nette projetée sur l'horizon du plan et (ii) d'une valeur des fonds propres déterminée par référence au prix de l'Offre, augmentée des levées de fonds modélisées dans le plan d'affaire et nécessaires à la dynamique de croissance prévue.
- Les Etablissements Présentateurs retiennent une prime de risque spécifique estimée à partir de différentes approches, compte tenu des risques et incertitudes intégrés dans le Plan d'Affaires, ainsi que de la taille et du degré de maturité de la Société. Pour notre part, dans le cadre de la mise en œuvre de la méthode FCFE, nous n'avons pas retenu de prime de risque spécifique.

7.5.3 Analyses de sensibilité et résultats

Les Établissements Présentateurs ont analysé la sensibilité de la valeur par action Waga Energy en fonction du coût moyen pondéré du capital (+/- 0,1 %). Finexsi a analysé la sensibilité de la valeur par action Waga Energy à une variation combinée (i) du coût des fonds propres (+/- 0,25 %) et (ii) de la marge d'EBITDA sur l'horizon du plan d'affaires (+/-1,0 %).

La valeur par action Waga Energy retenue par les Établissements Présentateurs s'établit entre 15,90 € et 21,65 €, avec une valeur centrale de 18,69 €. Selon Finexsi, la valeur par action Waga Energy s'établit entre 18,82 € et 20,73 €, avec une valeur centrale de 19,75 €.

7.6 Méthode des comparables boursiers

Les Etablissements Présentateurs ont retenu un échantillon composé de quatre sociétés : Montauk Renewables, Clean Energy Fuels, La Française de l'Energie et OPAL Fuels. Finexsi a également retenu les sociétés susmentionnées, ainsi que les sociétés suivantes : Voltalia et Clearwise AG. Les Etablissements Présentateurs et Finexsi ont tous deux retenus les EBITDA 2026E et 2027E (pré-IFRS16) comme agrégats de référence pour l'application des multiples. La valeur de l'action Waga Energy extériorisée selon la mise en œuvre de cette méthode par les Etablissements Présentateurs induit des valeurs négatives qui ne sont pas présentables. Finexsi retient une fourchette de valeurs comprises entre 0,45 € et 6,43 € par action Waga Energy.

7.7 Méthode des transactions comparables

Dans le cadre de leurs travaux, les Etablissements Présentateurs ont retenu un échantillon composé de sept transactions intervenues depuis 2021, dont les cibles sont les suivantes : Weltec (août 2023), DAH Group (août 2023), Nature Energy (février 2023), Archea Energy (Octobre 2022),

Renewable Energy group (février 2022), Opal Fuels (Décembre 2021) et Aria Energy/Archaea Energy (avril 2021). Finexsi retient également Archaea Energy (décembre 2022) et Aria Energy (avril 2021) parmi les transactions susmentionnées. Finexsi retient en plus la transaction Morrow Renewables (janvier 2024).

Les Etablissements Présentateurs ont retenu l'EBITDA 2026E et 2027E de Waga Energy qu'ils appliquent aux multiples projetés des transactions, tandis que Finexsi a seulement retenu l'EBITDA 2026E appliqué la moyenne et médiane des multiples. La valeur de l'action Waga Energy extériorisée selon la mise en œuvre de cette méthode par les Etablissements Présentateurs s'établit à 3,1€ appliquée à l'EBITDA 2027E, la valeur extériorisée par l'agrégat 2026E étant négatif. Finexsi retient une fourchette de valeurs comprises entre 6,63 € et 8,19 € par action Waga Energy.

7.8 Objectif de cours des analystes

La référence aux objectifs de cours des analystes suivant le titre Waga Energy n'appelle pas de commentaire particulier de notre part, dans la mesure où nos analyses respectives se basent sur les mêmes objectifs de cours et que la méthode a été retenue à titre indicative dans le cadre des travaux des Etablissements présentateurs et à titre secondaire dans le cadre des travaux de Finexsi.

8 Accords connexes

Nous avons procédé à l'examen des accords pouvant avoir une incidence significative sur l'appréciation de l'Offre ou son issue, tels que présentés dans le projet de note d'information, afin d'apprécier si ces accords comportaient des dispositions financières susceptibles de remettre en cause le caractère équitable du prix d'Offre.

Ces différents accords connexes sont décrits au §1.3 du projet de note d'information.

Dans ce cadre, nous avons examiné :

1. Tender Offer Agreement ;
2. Accord d'Acquisitions et d'Apports (Share Purchase Agreement) ;
3. Accord de réinvestissement ;
4. Accords de Liquidité.

8.1 Tender Offer Agreement

Le 24 juin 2025, un Tender Offer Agreement a été conclu entre EQT et Waga Energy, avec pour objet d'organiser la coopération ainsi que les obligations respectives des parties à l'accord en lien avec l'Opération et prévoit notamment :

- Les principaux termes et conditions de l'Offre ;
- Un engagement des parties de négocier de bonne foi les Accords de Liquidité.

Les Accords de Liquidité sont analysés ci-après (§8.4). L'analyse des autres éléments du Tender Offer Agreement ne fait pas apparaître de disposition de nature à réserver un avantage financier particulier à certains actionnaires. Ces autres éléments ne sont donc pas susceptibles d'avoir une incidence sur le Prix d'Offre ou sur l'équité de l'Opération d'un point de vue financier pour les actionnaires minoritaires de Waga Energy.

8.2 Accord d'Acquisitions et d'Apports (Share Purchase Agreement)

Le 24 juin 2025, les Fondateurs, Holweb SAS et les Investisseurs (ensemble, les « **Vendeurs** ») ont conclu un *Share Purchase Agreement* (le « **SPA** ») avec l'Initiateur et Box TopCo, en vertu duquel les Vendeurs s'engagent à céder 10.569.531 actions qu'ils détiennent au prix d'Offre⁴³, assorti de l'éventuel Complément de Prix⁴⁴ (« **Acquisition Vendeurs** »).

⁴³ Soit 21,55 € par action.

⁴⁴ Soit entre 0 € et 2,15 € par action selon les montants d'ITC monétisés entre la date de l'Offre et le 30 juin 2028.

Par ailleurs, le 24 juin 2025, quatre contrats d'apport ont été conclus :

- Entre Box TopCo et les Fondateurs, en vertu duquel ces derniers se sont engagés à apporter 2.971.802 actions Waga Energy détenues à Box TopCo, au prix de l'Offre, soit 21,55 € par action, et rémunérées en actions ordinaires émises par Box TopCo pour la même valeur. La valeur par action pourra être augmentée du montant de l'éventuel Complément de Prix qui serait versé lequel n'excédera pas 2,15 € par action. Ce Complément de Prix donnant lieu, le cas échéant, au versement d'une soulte (« **Apport Fondateurs** ») ;
- Entre Box BidCo et Box TopCo, en vertu duquel cette dernière s'est engagée à apporter 2.971.802 actions Waga Energy, reçues lors de l'Apport Fondateurs, au prix de l'Offre, soit 21,55 € par action, et rémunérées en actions ordinaires émises par Box BidCo pour la même valeur. La rémunération de l'apport pourra être augmentée du montant de l'éventuel Complément de Prix qui serait versé lequel n'excédera pas 2,15 € par action. Ce Complément de Prix donnant lieu, le cas échéant, au versement d'une soulte (« **Apport TopCo** ») ;
- Entre Box BidCo et Holweb, en vertu duquel cette dernière s'est engagée à apporter 921.179 actions Waga Energy, au prix de l'Offre, soit 21,55 € par action, et rémunérées en actions ordinaires émises par Box BidCo pour la même valeur. La rémunération de l'apport pourra être augmentée du montant de l'éventuel Complément de Prix qui serait versé lequel n'excédera pas 2,15 € par action. Ce Complément de Prix donnant lieu, le cas échéant, au versement d'une soulte (« **Apport Holweb 1** ») ;
- Entre Box TopCo et Holweb, en vertu duquel cette dernière s'est engagée à apporter 921.179 actions Box BidCo, reçues en rémunération de l'Apport Holweb 1, au prix de l'Offre, soit 21,55 € par action, et rémunérées en actions ordinaires émises par Box TopCo pour la même valeur (« **Apport Holweb 2** »), et ensemble avec l'Apport Fondateurs, l'Apport TopCo et l'Apport Holweb 1, les « **Apports** ».

L'Acquisition Vendeurs et les Apports (ensemble l'Acquisition du Bloc de Contrôle) sont intervenus le 17 septembre 2025.

Nous relevons que :

- Les valeurs retenues pour les apports (valeur d'apport et valeur réelle considérée pour la rémunération des apports) et les prix des cessions des actions Waga Energy à l'Initiateur et à TopCo sont basées sur une valeur par action Waga Energy de 21,55 €, soit un montant strictement identique à celui proposé aux actionnaires minoritaires dans le cadre de l'Offre. L'Acquisition et les Apports prévoient également un éventuel complément de prix ou soulte, selon des modalités strictement identiques au Complément de Prix proposés aux actionnaires minoritaires dans le cadre de l'Offre ;
- En cas de différence entre le Prix Initial et le prix cash effectivement payé dans le contexte de l'Offre, du Retrait Obligatoire, du dépôt de toute autre offre publique volontaire ou d'une offre publique de retraite subséquente, un Ajustement de prix Potentiel sera versé aux Vendeurs. Cet Ajustement de prix Potentiel est également prévu dans les modalités de l'Offre (§2.7 du projet de note d'information) ;
- La valeur de l'action des sociétés bénéficiaires retenue pour la rémunération des Apports correspond à sa valeur réelle, soit le montant souscrit en numéraire par les autres actionnaires (*i.e.* la valeur nominale des actions des sociétés bénéficiaires augmentée de la prime d'émission), étant précisé que les sociétés bénéficiaires ont été créées pour les besoins de l'Opération et n'ont pas d'activité à date.

Sur ces bases, nous n'identifions pas de dispositions susceptibles de procurer un avantage financier particulier aux Vendeurs dont les actions cédées et apportées sont valorisées au prix d'Offre.

8.3 Accord d'Investissement

8.3.1 Principe du réinvestissement

Dans le cadre de l'Apport Fondateurs, les Fondateurs ont apporté, directement ou via Holweb, 3.892.981 actions détenues dans Waga Energy à Box TopCo, soit 56,53% des actions Waga Energy qu'ils détenaient. Au 17 septembre 2025, les Fondateurs et Holweb détenaient ainsi 25,5 % du capital de Box TopCo (dont 185.616 actions ordinaires ayant été labellisées « **AO 2** », représentant 1,2% du capital), Box TopCo détenant elle-même 100% de l'Initiateur. Suite à l'Acquisition Complémentaire, les Fondateurs et Holweb détiennent ainsi 20,7 % du capital de Box TopCo.

Les Fondateurs et Holweb s'engagent par ailleurs à réinvestir 100 % du montant perçu au titre du Complément de Prix dans Box TopCo. Le prix de souscription correspondra à la valeur de marché (« **FMV** ») définie dans le pacte d'actionnaires de Box TopCo comme la dernière valorisation de Waga Energy, préparée par EQT dans le cadre de la valorisation trimestrielle de ses participations en portefeuille, conformément aux recommandations EVCA ou, en cas de désaccord du président de Box TopCo, déterminée par un expert indépendant.

Il est prévu de proposer à une trentaine de Managers d'investir aux côtés des Fondateurs au niveau de Box TopCo (le « **Réinvestissement Managers** »). L'investissement serait réalisé au travers de la souscription ou l'acquisition d'AO 2 dans la limite de 9,7 M€, qui devrait représenter environ 2 % de la structure capitalistique cible, ainsi que la mise en place d'un plan d'attribution gratuite d'actions de préférence de catégorie R (« **ADP R** »), dont les modalités sont détaillées ci-après (§8.3.3).

Le Réinvestissement Managers devrait intervenir dans le courant du mois de décembre 2025, après la clôture de l'Offre, par voie de souscription et/ou d'acquisition à des AO 2 pour un prix de souscription de 21,55 € par action.

8.3.2 Pacte d'actionnaires

Dans le contexte du Réinvestissement, EQT, les Fondateurs et Holweb ont conclu le 17 septembre 2025 un accord rédigé en langue anglaise intitulé « *Shareholders' Agreement* » (le « **Pacte d'Actionnaires** »). Il est prévu que les Managers adhèrent à ce Pacte d'Actionnaires (ou à un pacte d'actionnaires simplifié reprenant uniquement les termes du Pacte d'Actionnaires applicables aux transferts de titres et aux clauses de sortie) lors du Réinvestissement Managers.

Le Pacte d'Actionnaires contient des stipulations usuelles relatives (i) à la gouvernance de Box TopCo, (ii) au transfert de titres et (iii) aux clauses de sortie.

Gouvernance au niveau de Box TopCo

Les stipulations du Pacte d'Actionnaires relatives à la gouvernance de Box TopCo sont usuelles et n'appellent pas de remarque particulière de notre part.

Transfert des titres émis par Box TopCo

Les principales dispositions en matière de transfert des AO 2 et des ADP R sont les suivantes :

- Une période d'incessibilité de 10 ans, sauf en cas de sortie d'EQT ou de départ du Manager ;
- Un droit de premier refus d'EQT sur les titres Box TopCo n'ayant pas été souscrits ou acquis dans le cadre du Réinvestissement Managers (et non couverts par le droit d'agrément) dans le cas où les porteurs de ces titres souhaiteraient céder leurs titres. Le prix de rachat en cas de premier refus est le prix proposé par le cédant ou par le tiers si le cédant a reçu l'offre d'un tiers ;
- Un droit d'agrément d'EQT sur les titres Box TopCo détenus par les associés minoritaires dans le cas où ces derniers souhaiteraient céder leurs titres à un tiers. Le prix de rachat en cas d'agrément est le prix proposé par le cédant ou par le tiers si le cédant a reçu l'offre d'un tiers. Si EQT refuse de donner son agrément et l'associé minoritaire souhaite tout de même céder ses titres, EQT devra acquérir les titres avec une décote de 30 % ;
- Un droit de sortie conjointe proportionnelle au bénéfice des Managers et Fondateurs en cas de transfert par l'Investisseur Financier à un tiers de tout ou partie de ses titres Box TopCo, n'entraînant pas de changement de contrôle. Dans cette hypothèse, les Managers et les Fondateurs pourront exiger de céder la même proportion de leurs actions ordinaires Box TopCo à ce tiers, selon des termes et conditions identiques à ceux offerts à l'Investisseur Financier ;
- Un droit de sortie conjointe totale au bénéfice des Managers et Fondateurs en cas de transfert par l'Investisseur Financier à un tiers de toute ou partie de ses titres Box TopCo, entraînant le changement de contrôle. Dans cette hypothèse, les Managers et les Fondateurs pourront exiger de céder la totalité de leurs actions ordinaires et ADP R Box TopCo à ce tiers, selon des termes et conditions identiques à ceux offerts à l'Investisseur Financier ;
- Une obligation de sortie conjointe dans le cas où l'Investisseur Financier recevrait une offre d'un tiers pour l'acquisition d'un nombre de titres Box TopCo tel que ce tiers détiendrait une majorité du capital de Box TopCo. Dans cette hypothèse, l'Investisseur Financier aura le droit d'exiger des Managers et des Fondateurs qu'ils cèdent l'intégralité de leurs actions ordinaires et ADP R Box TopCo selon des termes et conditions identiques à ceux offerts à l'Investisseur Financier.

Selon notre analyse, le Pacte d'Actionnaires ne comporte pas de clause financière assimilable à un complément de prix, à un mécanisme de prix garanti en cas de cession ou à une garantie quelconque qui aurait été consentie par l'Investisseur Financier ou Box TopCo au bénéfice des Managers et Fondateurs. En particulier, il n'existe aucun prix ou formule de prix fixé pour déterminer la valeur des actions qui seront cédées en cas de transfert par l'une des parties.

8.3.3 Plan d'actions gratuites ADP R

Nous avons examiné le plan d'attribution gratuite d'ADP R qui sera mis en place par Box TopCo au bénéfice des Managers du Groupe, en ce compris les Fondateurs.

Les ADP R permettront à leurs détenteurs de bénéficier, le cas échéant, à la date de sortie (ou à la date d'exercice d'une promesse de vente Manager ou d'une promesse d'achat Manager) d'une rémunération exceptionnelle (Dividende R) correspondant à une partie de la création de valeur réalisée en cas de Distribution sous réserve de l'atteinte d'un TRI projet cible.

Toute Distribution versée aux titulaires d'ADP R au titre (i) d'une Réduction de Capital et (ii) de dividendes, et (iii) de distribution de primes ou de réserves viendra en déduction du montant du Dividende R.

Les ADP R sont soumis à une clause d'incessibilité de 10 ans. Néanmoins, leur liquidité peut intervenir avant :

- Lors de la cession de contrôle du Groupe par EQT : chaque Manager pourra céder ses actions à la même valeur globale des titres de Box TopCo que celle bénéficiant à EQT ;
- A partir du 8ème anniversaire de la date de l'Acquisition du Bloc de Contrôle : chaque Manager dispose de 3 mois pour exercer une promesse d'achat et ainsi contraindre EQT à acheter ces AO2 et ADP R à la valeur de marché (dite « **Relevant FMV** »). La promesse d'achat qui sera consentie par EQT à chaque Manager stipule que la Relevant FMV est préparée par Box TopCo sur le fondement de la valorisation de Waga Energy, ou, en cas de désaccord d'EQT, déterminée par un expert indépendant, soit une approche similaire à la FMV prévue au Pacte d'Actionnaires ;
- En cas de décès, incapacité ou invalidité, le Manager ou ses ayants droits peuvent requérir d'EQT qu'il rachète, via l'exercice d'une promesse d'achat, ses AO et ADP R à leur Relevant FMV. La promesse d'achat qui sera consentie par EQT à chaque Manager stipule que la FMV est préparée par Box TopCo sur le fondement de la valorisation de Waga Energy, ou, en cas de désaccord d'EQT, déterminée par un expert indépendant. Nous nous sommes faits confirmer que l'estimation de la Relevant FMV peut conduire le prix de cession à être inférieur ou supérieur au Prix d'Offre ;
- En cas de départ du Manager avant le délai de 4 ans à compter de la mise en place du package, EQT pourra exercer une promesse de cession consentie par chaque manager, à un prix équivalent à la Relevant FMV (déterminée comme décrit ci-dessus), assortie d'une décote pouvant aller de 0 % à 30 % selon les conditions du départ.

Les ADP R organisent la répartition de la plus-value globale entre l'Investisseur Financier et les Managers en cas de survenance d'une sortie, en fonction du TRI projet. Ce mécanisme constitue un *incentive* par lequel EQT rétrocèdera une quote-part de la création de valeur future aux Managers, permettant à ces derniers d'être directement intéressés sur la base de la performance financière future.

Les droits financiers attachés à ces ADP R apparaissent par ailleurs cohérents avec les pratiques de marché dans des opérations de même nature, ils ont pour vocation d'associer les managers aux plus-values en cas de sortie ultérieure, mais sans aucune garantie. Ils n'appellent pas de remarque au regard du Prix d'Offre.

8.4 Accords de Liquidité

Comme précisé au §1, l'Offre vise la totalité des actions de la Société, à l'exception de celles auto-détenues et des plans de BSPCE 2019, 2021, 2023 (« **BSPCE 2023** ») et 2024 (« **BSPCE 2024** ») et de Stock-options 2021, 2023 (« **Stock-options 2023** ») et 2024 (« **Stock-options 2024** ») non exercées à la date de l'Offre.

L'Accord de Liquidité définit le traitement des BSPCE et Stock-options dans le cadre de l'Offre et, en particulier, la liquidité offerte aux actions Waga Energy qui résulteraient de l'exercice desdits BSPCE et Stock-options.

8.4.1 BSPCE 2019, BSPCE 2021, et Stock-options 2021

A la date de l'Offre, l'ensemble des BSPCE 2019, BSPCE 2021 et Stock-options 2021 sont intégralement acquis et sont donc intégralement exerçables.

L'Initiateur propose à chaque salarié ou mandataire social du Groupe, titulaire de BSPCE et/ou d'Options 2019/2021, de conclure un accord de liquidité, en vertu duquel :

- (i) chaque titulaire s'engagerait à exercer la totalité (et non une partie seulement) de ses BSPCE et/ou Options 2019/2021 avant l'ouverture de l'Offre (à l'exception des titulaires de BSPCE et/ou Options 2019/2021 de nationalité américaine ou canadienne qui exerceraient leurs BSPCE et/ou Options 2019/2021 après la clôture de l'Offre), et l'Initiateur paierait en numéraire à la Société, pour le compte de ce titulaire (par voie de délégation de paiement), le prix d'exercice correspondant des BSPCE et/ou Options 2019/2021 multiplié par le nombre correspondant de BSPCE et/ou Options 2019/2021 détenus par ce titulaire (le « Prix d'Exercice ») ; et
- (ii) chaque titulaire s'engagerait à céder à l'Initiateur les Actions résultant de cet exercice à un prix par Action égal au Prix de l'Offre, après l'ouverture de l'Offre, dans le cadre d'une transaction de bloc hors marché (à l'exception des titulaires de BSPCE et/ou Options 2019/2021 de nationalité américaine ou canadienne qui céderaient leurs Actions résultant de cet exercice à un prix par Action égal au Prix de l'Offre, après clôture de l'Offre), et l'Initiateur verserait en numéraire au titulaire la différence entre (x) le Prix de l'Offre multiplié par le nombre d'Actions résultant de l'exercice de la totalité des BSPCE et/ou Options 2019/2021 détenus par ce titulaire, et (y) le Prix d'Exercice, étant précisé que le montant en numéraire versé par l'Initiateur à chaque titulaire pourra être augmenté du Complément de Prix et/ou de l'Ajustement de Prix Potentiel.

Sur ces bases, nous n'identifions pas de dispositions susceptibles de procurer un avantage financier particulier aux détenteurs des BSPCE 2019, BSPCE 2021, et Stock-options 2021.

8.4.2 BSPCE 2023 et Stock-options 2023

A la date de l'Offre, 305.500 BSPCE 2023 et 154.500 Stock-options 2023 ne sont pas dans la monnaie étant donné que leurs prix d'exercice respectifs (27,54 € pour le plan 1 et 27,39 € pour les plans 2 et 3) sont supérieurs au prix d'Offre.

En conséquence, à la clôture de l'Offre, les détenteurs de BSPCE 2023 et/ou de Stock-options 2023 se verront indemnisés pour un montant de 3 €⁴⁵ par instrument en échange de l'abandon de leurs BSPCE 2023 et Stock-options 2023.

Modalités de fixation de l'indemnité par l'Initiateur

L'indemnisation de 3 € net a été valorisée par l'Initiateur selon un modèle optionnel (Black & Scholes), prenant en compte les paramètres suivants :

- Date de valorisation : 30/06/2025 ;
- Date d'exercice : à la date de vesting des différents plans 2023 ;
- Prix sous-jacent : 21,55€ ;
- Volatilité : entre 55% et 60%.

Une décote significative (de l'ordre de 50 %) a été appliquée au résultat de ce calcul pour obtenir le montant de l'indemnité de 3 €.

Évaluation de l'indemnité par Finexsi

La méthodologie d'évaluation reposant sur une formule Black & Scholes apparaît cohérente avec le type d'instrument financier visé.

En revanche, nous considérons que la valeur des BSPCE 2023 ne doit pas être impactée par l'Offre et donc être appréciée par référence au cours de Bourse de la Société avant annonce, comme c'est également le cas pour l'analyse du cours de Bourse. De plus, la volatilité observée retenue correspond bien à celle d'un cours de Bourse avant annonce. Sur la base de ces paramètres de marché qui fixent la valeur intrinsèque des BSPCE 2023, aucune décote n'apparaît justifiée.

Aussi, nous avons mené nos propres calculs sur la base d'hypothèses et de sensibilités aux différents paramètres. Nous avons notamment considéré (i) le cours de bourse avant annonce pour la valeur du sous-jacent, soit 17 €, (ii) une fourchette de volatilité observée sur le marché pour la Société entre 50 % et 70 % (soit les moyennes 6 mois et 3 mois de la volatilité 60 jours observée sur le titre de la Société au 5 juin 2025), (iii) une maturité moyenne de 3 ans (au sein des fourchettes d'exercice comprises entre 2 et 8 ans), et (iv) une probabilité de départ maximale de 10 % par an. En fonction des analyses de sensibilités moyennes (fourchette resserrée de +/- 5 % de volatilité par rapport à la volatilité centrale de 60% et +/- 0,25 ans de maturité), il en résulte des valeurs comprises entre 3,1 € (volatilité 55 % et maturité de 2,5 ans) et 4,7 € (volatilité 65 % et maturité 3 ans), avec une valeur centrale de 3,9 €⁴⁶ (volatilité 60 % et maturité de 2,75 ans), supérieure au montant de l'indemnité.

Sur la base de nos analyses, nous n'avons pas identifié d'élément qui serait de nature à conférer aux bénéficiaires des avantages pécuniaires et donc à remettre en cause le caractère équitable du

⁴⁵ Net de charges sociales employeur et autres taxes.

⁴⁶ Sans prise en compte de la probabilité de départ maximale de 10 % par an (contrainte de vesting), la valeur centrale ressortirait à 4,4 € par BSPCE.

traitement des actionnaires minoritaires au regard des porteurs de BSPCE 2023 et Stock-options 2023.

8.4.3 BSPCE 2024 et Stock-options 2024

Aucun BSPCE 2024 ni Stock-options 2024 (ensemble, les « **Instruments 2024** ») ne sera acquis avant la clôture de l'Offre (la première date d'acquisition étant le 26 avril 2026). Aussi il est prévu la conclusion d'un contrat de liquidité (le « **Contrat de Liquidité** ») entre l'Initiateur et les détenteurs des Instruments 2024 (ci-après « **les Bénéficiaires** »). Cet accord a pour objectif d'assurer la liquidité des actions 2024 issues de l'exercice des Instruments 2024 (les « **Actions 2024** »).

Mécanisme prévu par le Contrat de Liquidité

Le Contrat de Liquidité prévoit des options de vente et d'achat croisées, via lesquelles les Bénéficiaires s'engagent irrévocablement à céder la totalité de leurs Actions 2024 en cas d'exercice de l'option d'achat par l'Initiateur, et l'Initiateur s'engage irrévocablement à les acquérir en cas d'exercice de l'option de vente par les Bénéficiaires.

L'option de vente sera exerçable pendant 30 jours calendaires à compter du 31 octobre 2028 ou le 1^{er} mai 2029 selon l'Instrument 2024 (et 60 jours ouvrés à compter du départ du Bénéficiaire en cas de décès, incapacité, invalidité ou licenciement). La vente sera effectuée dans les 20 jours ouvrés après la remise de la notice d'option de vente à l'Initiateur.

L'option d'achat sera exerçable (i) pendant 30 jours ouvrés à compter de la fin de la période d'exercice de l'option de vente, (ii) en cas d'une transaction significative concernant Waga Energy, pendant 30 jours ouvrés à compter de la réalisation de la transaction, et (iii) pendant 90 jours ouvrés à compter du départ du Bénéficiaire en cas de décès ou licenciement). L'achat sera effectué dans les 20 jours ouvrés après la remise de la notice d'option d'achat au Bénéficiaire.

Le prix d'exercice des options sera égal à :

- Option de vente : *Prix d'Offre + Composante Variable + Complément de prix.*
La Composante Variable est égale à $[A * (B - C) / (D - C)]$, avec :
 - A : 3,0 € ;
 - B : Capacité installée à fin 2027 (inconnue) ;
 - C : 3,0 TWh, soit la capacité signée totale à fin 2024 par Waga Energy ;
 - D : 4,9 TWh, soit la capacité installée totale prévue à fin 2027 par Waga Energy.
- Option d'achat : Le montant le plus bas entre (i) la formule du prix d'exercice de l'option de vente et (ii) la FMV estimée en accord avec les termes du Pacte d'Actionnaires de TopCo (§8.3.1).

Le Contrat de Liquidité prévoit par ailleurs les conditions suivantes :

- Le détenteur s'engage (i) à ne pas exercer ses Instruments 2024 avant le début de la période de l'option de vente et (ii) à exercer tous ses Instruments 2024 dans les 10 jours ouvrés suivants après l'exercice de l'option d'achat par l'Initiateur ;

- En cas de non-exercice des Instruments 2024 conformément aux conditions explicitées ci-dessus, l'Initiateur pourra forcer l'exercice desdits instruments 2024 en payant le prix d'exercice total correspondant à Waga Energy et en acquérant les actions Waga Energy résultant de leur exercice.

Le Contrat de Liquidité sera effectif de la date de clôture de l'Offre et jusqu'à ce que les Bénéficiaires ne détiennent plus d'Actions 2024.

Analyse Finexsi

Le Contrat de Liquidité permet aux détenteurs des instruments 2024 d'accéder à la liquidité sur leurs titres. Le prix d'exercice repose sur une formule de prix intégrant le prix d'Offre et la capacité de la Société à réaliser le plan d'affaires du management actuel en termes de capacités installées.

La formule de prix repose sur des indicateurs de performance du plan d'affaires, ainsi les porteurs d'instruments 2024 sont pleinement exposés au risque de réalisation du plan d'affaires du management :

- Dans le cas où la capacité mise en service à fin 2027 est inférieure à 3TWh, soit la capacité des projets signés à fin 2024, le prix de l'option de vente serait inférieur au Prix d'Offre. Nous observons que le délai nominal entre la signature et la date de mise en service est de l'ordre de 12 à 24 mois. La Société nous a transmis l'analyse des dates prévisionnelles de mises en service des projets américains : nous observons des décalages entre la date de mise en service prévue et la date de mise en service effective / date de mise en service revue ;
- Dans le cas où la capacité mise en service à fin 2027 correspond à la capacité installée totale prévue par le plan d'affaires du management, le prix d'exercice de l'option de vente est égal au prix d'Offre, augmenté de l'éventuel Complément de Prix, et de 3 €. Cet incrément de valeur de 3,0 € correspond à une estimation conservatrice de l'effet temps entre le prix d'exercice théorique à la date de clôture de l'OPA et le prix théorique d'exercice au 30 septembre 2028 ;
- Dans le cas où la capacité mise en service à fin 2027 est supérieure à la capacité installée totale prévue par le plan d'affaires du management, les détenteurs des instruments 2024 bénéficient de l'incrément de valeur liée à la surperformance de la Société.

Nous n'avons pas identifié de mécanisme qui serait de nature à remettre en cause le caractère équitable de l'Offre, dans la mesure où les Bénéficiaires sont exposés au risque de non-réalisation du plan d'affaires du *Management*.

8.5 Autres accords d'acquisitions

Le 3 octobre 2025, Vol-V Impulsion a conclu un *Share Purchase Agreement* avec l'Initiateur, en vertu duquel Vol-V Impulsion s'engage à céder 75.757 actions qu'il détient au prix d'Offre⁴⁷, assorti de l'éventuel Complément de Prix⁴⁸.

Le 6 octobre 2025, Les Saules a conclu un *Share Purchase Agreement* avec l'Initiateur, en vertu duquel Les Saules s'engagent à céder 1.529.654 actions qu'ils détiennent au prix d'Offre⁴⁹, assorti de l'éventuel Complément de Prix⁵⁰.

Ces différentes transactions qui ne sont assorties d'aucun réinvestissement.

L'Acquisition Complémentaire est intervenue les 7 et 9 octobre 2025 pour Vol-V Impulsion et Les Saules respectivement.

Nous relevons que :

- Les valeurs retenues pour les prix des cessions des actions Waga Energy à l'Initiateur sont basées sur une valeur par action Waga Energy de 21,55 €, soit un montant strictement identique à celui proposé aux actionnaires minoritaires dans le cadre de l'Offre. L'Acquisition Complémentaire prévoit également un éventuel complément de prix ou soulte, selon des modalités strictement identiques au Complément de Prix proposés aux actionnaires minoritaires dans le cadre de l'Offre ;
- En cas de différence entre le Prix Initial et le prix cash effectivement payé dans le contexte de l'Offre, du Retrait Obligatoire, du dépôt de toute autre offre publique volontaire ou d'une offre publique de retraite subséquente, un Ajustement de prix Potentiel sera versé à Vol-V Impulsion et Les Saules. Cet Ajustement de prix Potentiel est également prévu dans les modalités de l'Offre (§2.7 du projet de note d'information) ;

Sur ces bases, nous n'identifions pas de dispositions susceptibles de procurer un avantage financier particulier à Vol-V Impulsion et Les Saules dont les actions cédées sont valorisées au prix d'Offre.

⁴⁷ Soit 21,55 € par action.

⁴⁸ Soit entre 0 € et 2,15 € par action selon les montants d'ITC monétisés entre la date de l'Offre et le 30 juin 2028.

⁴⁹ Soit 21,55 € par action.

⁵⁰ Soit entre 0 € et 2,15 € par action selon les montants d'ITC monétisés entre la date de l'Offre et le 30 juin 2028.

9 Complément de Prix

L'Initiateur propose aux actionnaires de Waga Energy qui apporteront leurs titres à l'Offre une liquidité immédiate de leurs actions au prix unitaire de 21,55 €.

Ce prix est assorti du Complément de Prix, qui fait l'objet d'une description détaillée au §2.6 du projet de note d'information, à laquelle il convient de se reporter, et dont les modalités sont résumées ci-après.

Ce Complément de Prix permet aux actionnaires de bénéficier de l'éventuelle monétisation de l'ITC concernant les projets aux États-Unis éligibles au mécanisme, dont les conséquences incertaines ne peuvent pas être appréhendées dans la valorisation de Waga Energy.

9.1 Rappel concernant le mécanisme ITC

Dans le cadre de l'*Inflation Reduction Act* (IRA) adopté par le Congrès américain en 2022, les projets de gaz renouvelable (RNG) sont désormais éligibles à un *Investment Tax Credit* (ITC). L'ITC est un dispositif de crédit d'impôt fédéral américain accordé aux sociétés qui investissent dans des projets d'énergie renouvelable leur permettant de réduire leurs bénéfices imposables. Pour bénéficier de ce dispositif, le projet doit avoir commencé sa construction avant le 1^{er} janvier 2025.

Le montant d'ITC est calculé sur une assiette d'investissements (coût du matériel et de l'installation du projet), avec des taux de remboursement 6 % minimum et pouvant monter jusqu'à 30 % sous réserve du respect de certains critères (respect du salaire minimum par les sous-traitants pour la construction des unités et d'un quota d'apprentis minimum selon les règles de l'administration fiscale des États-Unis), voire 40 % (si le projet est localisé dans une zone économiquement défavorisée ou une communauté énergétique) ou 50 % (équipements utilisés fabriqués aux États-Unis).

Le 4 décembre 2024, le Trésor américain et l'IRS ont publié la réglementation finale clarifiant une ambiguïté législative : il n'est pas nécessaire d'être propriétaire du système de collecte de gaz pour être éligible à l'ITC.

En cas d'incapacité à utiliser directement ces crédits (position fiscale insuffisante), il est possible de monétiser l'ITC : (i) en cédant à un tiers disposant d'une capacité fiscale, avec une décote de revente sur marché secondaire, (ii) et en souscrivant à une assurance couvrant les risques de non-conformité pour bénéficier d'ITC. Celle-ci est généralement exigée par l'acheteur du crédit et couvre le risque de rappel de l'ITC qui court sur 5 ans.

L'obtention de l'ITC suppose une documentation rigoureuse, incluant notamment la preuve du début effectif des travaux de construction, que ce soit sur site ou hors site, avant le 1^{er} janvier 2025.

9.2 Modalités du Complément de prix

Outre le prix de base de 21,55 €, le Complément de Prix pourrait atteindre un maximum de 2,15 €. Le montant du Complément de Prix par action ordinaire (en euros) sera égal au plus faible des deux montants suivants :

- 2,15 € par action, et
- Le résultat de la formule suivante : $(ITC\ Proceeds * \text{Taux de change}) / \text{Nombre d'actions}$

Avec :

- Taux de change : taux de change moyen USD/EUR publié par Bloomberg sur la période entre le 30 septembre 2025 et le 30 juin 2028 ;
- *ITC Proceeds* : la contrepartie financière finale, en USD, générée par la monétisation des ITCs éligibles, répondant aux critères suivants :
 - Résultant de la vente, du transfert ou de la cession d'ITCs éligibles par la Société ou toute entité du Groupe, nette des frais de transfert, d'assurance et autre décote de revente ;
 - Couverte par une assurance souscrite sur une base sans recours et selon des termes standards pour ce type d'opération sans exclusions matérielles non standards de sorte à ce qu'aucune entité du Groupe ne supporte de risque résiduel non standards postérieurement à la monétisation par la Société (ou une entité du Groupe) garantissant contre un risque de rappel de l'ITC sur une durée de 5 ans, en cas de non-conformité de l'ITC aux critères suivants : (i) éligibilité du projet conformément à la Section 48(a)(3) du Code, (ii) début de la construction du projet avant le 01 janvier 2025, (iii) respect du critère de continuité, conformément aux notices IRS, (iv) éligibilité du projet au facteur multiplicateur de 5x portant le taux de capex éligibles à 30%, conformément à la Section 48(a)(9) du Code ;
 - Pour lesquels la Société ou toute entité du Groupe a encaissé le paiement avant la fin de la période du Complément de Prix, soit le 30 juin 2028.
- Nombre d'actions : sur une base de 27.405.771, intégrant 666.200 BSPCE et Stock-options 2024, qui sera amené à être réduit par le nombre de BSPCE et Stock-options 2024 qui seront annulés ou abandonnés d'ici le 30 juin 2028.

Ce montant fera l'objet d'une revue de notre part dans le cadre de notre mission d'expert indépendant.

9.3 Appréciation du Complément de Prix

A ce jour, il est difficile d'apprécier :

- La probabilité de (i) satisfaire aux conditions d'éligibilité à l'ITC, (ii) fournir, par projet, les preuves nécessaires et la documentation associée, et (iii) trouver acquéreur sur le marché de revente du crédit ; et
- En cas d'issue favorable, les sommes (nettes des frais de transfert et frais d'assurance) qui pourraient être obtenues dans le cadre de la revente.

Dès lors, le principe du Complément de Prix nous paraît approprié dans la mesure où il permet à l'actionnaire qui apporterait ses titres à l'Offre de bénéficier d'une éventuelle monétisation des ITC, dont l'occurrence et le montant ne peuvent être appréhendés de façon robuste à ce jour dans la valorisation de Waga Energy.

Le Complément de Prix prévoit que le montant de l'ITC net encaissé par la Société soit intégralement reversé aux actionnaires, jusqu'à un montant maximal de 2,15 € par action.

Sur la base des hypothèses suivantes :

- *ITC Proceeds* calculé sur la base d'une vingtaine de projets, dont 2/3 concernent des projets déjà signés aux Etats-Unis, et dont le montant brut d'ITC éligibles a été estimé avec l'aide d'un cabinet extérieur (Deloitte Tax LLP) ;
Sur la base des informations partagées par ses conseils, et des premières constatations faites sur la monétisation en cours de l'ITC sur le projet Steuben aux Etats-Unis, la Société a estimé l'ensemble des frais et autres retraitements à effectuer pour estimer le montant net d'ITC monétisable, dont notamment une décote de monétisation (revente), la prime d'assurance, les frais nécessaires à la production de la documentation requise par l'IRS (qui sera générée par Deloitte Tax LLP), et les frais de conseil.
- Taux de change : la conversion du Dollar US à l'Euro se fera sur la base du taux de change moyen sur les 3 prochaines années ; nous avons considéré le taux de change moyen sur les 3 dernières années, soit une parité US/EUR de 0,92 ;
- Nombre d'actions : une hypothèse de nombre d'actions totalement diluées au 30 juin 2028 équivalente au nombre d'actions totalement dilué à la date de l'annonce de l'Acquisition du Bloc de Contrôle augmentée du nombre de BSPCE et Stock-Options 2024 qui serait exercé d'ici le 30 juin 2028.

Le montant net d'ITC éligibles par la Société ne serait pas supérieur au plafond de 2,15 € par action.

Les conditions de monétisation de l'ITC du projet Steuben, communiquée le 20 octobre 2025, ne remettent pas en cause les hypothèses retenues par la Société et aboutissant à un plafond du Complément de Prix total de 2,15 € par action.

Concernant la durée du Complément de Prix, nous relevons que l'échéance prévue du 30 juin 2028 est conforme à la durée maximale mentionnée dans la Recommandation AMF – DOC-2006-15 relative à l'expertise indépendante dans le cadre d'opérations financières.

Dans la continuité de notre mission d'expert indépendant, il est prévu (i) que le montant net des ITC encaissés par la Société fasse l'objet d'une revue par nos soins sur une base annuelle (soit au 30 juin 2026, au 30 juin 2027 et au 30 juin 2028), et (ii) que le calcul de l'éventuel Complément de prix donne lieu à un rapport complémentaire. Nos diligences incluront notamment l'audit des éléments de passage de la valeur brute à la valeur nette de l'ITC en fonction des coûts externes engagés pour la monétiser, sur la base d'une note méthodologique qui nous a été communiquée et reprise en annexe de ce rapport et de notre lettre de mission et qui n'appelle pas de commentaire particulier de notre part.

La Société a communiqué, en date du 20 octobre 2025, sur la monétisation du premier crédit d'impôt ITC, concernant le projet Steuben, aux Etats-Unis. Le montant net de 3,8 M\$ a été déterminé conformément à la note méthodologique évoquée ci-dessus.

10 Analyse et appréciation des observations reçues de la part de deux actionnaires

Dans le cadre de nos travaux, nous avons reçu des remarques de deux actionnaires, en direct pour l'un et via l'AMF pour l'autre, qui nous ont transmis des courriers en date du 20 octobre 2025. Nous avons sollicité l'Initiateur et les Etablissements Présentateurs, ainsi que le management de la Société, pour obtenir de leur part les commentaires qu'appelaient les arguments soulevés par les actionnaires qui nous ont saisi.

Conformément à l'article 3 de l'instruction 2006-08 de l'AMF, nous indiquons ci-dessous les observations formulées par les actionnaires ainsi que nos analyses et appréciations. Nous renvoyons également aux développements concernés dans le rapport.

10.1 Actionnaire A

Dans son courrier, l'actionnaire indique être en désaccord avec le prix proposé par EQT en y opposant une valorisation théorique de 60 € (la « **Valorisation Théorique** »). L'actionnaire A nous a partagé une analyse critique de notre rapport, dont nous détaillons les principaux points et auxquels nous répondons ci-dessous.

10.1.1 Valorisation Théorique

L'actionnaire calcule une valeur par action de Waga Energy SA en 2025 sur la base (i) d'un chiffre d'affaires sur la durée totale des projets installés (capacité de 2,83 TWh/an sur 20 ans pour un taux d'utilisation de 75 % et un prix de 80 €/MWh), et (ii) d'une rentabilité de 40 %, et (iii) un nombre d'actions de 26.500.000. Sur ces bases, la Valorisation Théorique mentionnée ressort à 51,2 €. Nous formulons les commentaires suivants :

- La valeur calculée ressort à 51,2 €, et non 60 € comme indiqué dans son courrier ;
- L'approche ne permet pas d'intégrer le stade de maturité de la Société, qui est une société de projets, son potentiel de développement mais avec le risque associé d'exécution, les Capex à réaliser et les apports en fonds propres nécessaires, ainsi que l'effet-temps (cf.§6.4.2.1). A titre d'exemple, selon sa méthodologie, la valeur par action, qui était de 12 € au moment de l'introduction en bourse, serait de 72,5 € en 2027 et plus de 300 € en 2035, ce qui démontre l'incohérence de la méthode ;
- La valeur théorique de 51,2 € correspond à une valeur d'entreprise par action, incomparable avec le Prix d'Offre qui est par définition une valeur des fonds propres par action. L'actionnaire A n'intègre pas la dette nette de Waga Energy, surestimant ainsi la valeur par action ;
- Par ailleurs, les paramètres retenus s'écartent de la réalité : (i) la capacité installée à fin 2025 est estimée à 2,0 TWh vs. 2,8 TWh retenus par l'actionnaire A (impact de 15 € par action, toutes choses égales par ailleurs et selon son approche), et (ii) le taux de rentabilité de 40 % correspond à une marge EBITDA projet moyenne cible de la Société et la méthode ne tient donc pas compte d'une période de *ramp-up* pour l'atteindre, ni des spécificités de chaque projet.

10.1.2 Comparaison avec les opérations historiques

L'actionnaire indique que considérer le Prix d'Offre comme équitable reviendrait à « *admettre que les valorisations retenues lors de l'introduction en bourse et lors de la transaction Holweb-Waga étaient trompeuses, voire assimilables à une escroquerie manifeste* ». Nous rappelons que :

- Une valeur se place dans un environnement de marché à une date donnée. A ce titre, le contexte de marché de l'introduction en bourse (octobre 2021) était très différent de celui actuel : nombre record d'introductions en bourse (607,7 Mds\$ en 2021 vs. 121,0 Mds\$ en 2023⁵¹), contexte de crise énergétique et d'inflation du gaz naturel (pic en juin 2022), forte appétence pour les valeurs « vertes », paradigme centré sur les taux de croissance (vs recentrage sur les taux de rentabilité depuis la hausse du coût du financement et la raréfaction du capital). A titre d'exemple, le cours de bourse est passé de 25,5 € le 29 octobre 2021 à 38,3 € le 8 avril 2022 et 17 € avant l'annonce de l'Offre (cf.§6.4.3) ;
- L'actionnaire fait également référence à l'apport de titres de Waga Energy Inc détenus par la société Holweb à la Société Waga Energy SA en mai 2022. Il est à relever que conformément à sa mission légale, l'appréciation du commissaire aux apports n'a porté que sur la valeur des titres Waga Energy Inc., et en aucun cas sur celle des titres Waga Energy SA, puisque le commissaire aux apports n'est pas intervenu comme commissaire à la fusion et n'a pas émis d'avis sur la rémunération. La valeur retenue pour les titres Waga Energy SA au titre de la rémunération repose sur une base contractuelle sur laquelle le commissaire aux apports ne s'est pas prononcé ;
- Depuis, d'autres transactions sur le capital de la Société plus récentes ont eu lieu, notamment la levée de fonds du 20 mars 2024 à un prix de **13,20 €** (cf.§4.2), l'Acquisition du Bloc de Contrôle du 17 septembre 2025 réalisée au Prix d'Offre et deux acquisitions de blocs minoritaires hors-marché signées les 3 et 6 octobre 2025 réalisées au Prix d'Offre (cf.§6.4.1).

10.1.3 Parties favorisées par l'Opération

L'actionnaire indique que « les actionnaires de Waga (Fondateurs dirigeants, Investisseurs institutionnels ALIAD, STARQUEST) qui conserveront 45 % du capital de Waga bénéficieront pleinement de la croissance future de l'entreprise. On comprend leur adhésion unanime au projet ». Nous rappelons que :

- Les Fondateurs ont, eu égard à leurs fonctions au sein du Groupe, réinvesti une partie de leur participation de la Société dans Box TopCo (cf.§8.3.1), détenant indirectement environ 16 % de la Société au 10 octobre 2025, étant précisé que ce réinvestissement est intervenu selon les mêmes termes financiers et la même valeur par transparence que ceux de l'Acquisition du Bloc de Contrôle et de l'Offre subséquente ;
- Les Investisseurs historiques ont cédé leurs titres (c. 36 % du capital de la Société) sans réinvestissement (cf.§6.4.1).

⁵¹ Source : *Global IPO Watch 2023 and outlook for 2024*, PWC, Janvier 2024

10.1.4 Évolution de la cotation boursière de la Société

L'actionnaire estime que les références au cours de bourse, « *quand bien même réglementaire, ne donnent strictement aucune information consistante sur la valeur analytique de la Société* » et que « *la variation erratique de 40 € au plus haut à 8 € au plus bas du cours de l'action Waga sur la période qui précède n'a aucun sens au regard de la vitalité et de la croissance de la société* ».

Concernant la « *variation erratique* » du cours Waga Energy qui n'aurait « *aucun sens au regard de la vitalité et de la croissance de la société* », nous observons que, malgré une communication financière qui semble positive, celui-ci est fortement influencé par d'autres facteurs externes tels que l'évolution du prix du gaz ou l'évolution de la réglementation aux États-Unis. Ainsi :

- Entre début septembre 2021 et début avril 2022, le cours du gaz naturel a augmenté de 45 %, quand le cours de la Société augmentait de 46 % entre le 27 octobre 2021 (26,2 €) et le 8 avril 2022 (38,3 €) ;
- Entre début avril 2022 et début avril 2025, le cours du gaz naturel a baissé de -77 %, quand le cours de la Société baissait de -77 % également (38,3 € à 8,7 €).

Concernant la remise en question de la référence aux cours de bourse, bien plus que « *réglementaire* » comme indiqué par l'actionnaire A, dans le cas de Waga Energy, celle-ci apparaît **nécessaire et primordiale** pour approcher la valeur de la Société. Comme analysé au § 6.4.3.2, le flottant représente 37 % du capital à date et extériorise des niveaux de rotation et de liquidité largement suffisants (rotation du flottant de 39,11 % sur les 12 derniers mois antérieurs au 6 juin 2025). De plus, notre approche multicritère intègre également à titre principal la méthode DCF et les transactions récentes sur le capital.

Par ailleurs, l'actionnaire minoritaire relève qu'une note Portzamparc publiée après l'annonce de l'Offre considère que le Prix d'Offre « *est inférieur à son objectif de cours de 25 €, basé uniquement sur un DCF* » et qu'il « *ne lui semble pas prendre en compte toutes les qualités et le potentiel de la Société* ». L'objectif de cours Portzamparc de 25 € fait partie de l'échantillon des objectifs de cours retenus et analysés au § 6.4.4, dans laquelle nous précisons les limites de cette méthode qui nous ont conduit à la retenir à titre secondaire, et nous renvoyons à nos appréciations à cet égard.

10.1.5 Référence à la méthode des comparables boursiers à titre secondaire

Concernant la méthode analogique des comparables boursiers et les primes extériorisées par le Prix d'Offre de 235,4 % et 4.705,8 %, l'actionnaire écrit que « *ces pourcentages sont absurdes tant par leur caractère arbitraire que par leur précision ridicule* ».

Lesdits pourcentages mentionnés par l'actionnaire font partie des recommandations de l'AMF DOC-2006-07 et DOC-2006-08 :

- « *Le projet de note d'information précise notamment : [...] le prix ou la parité proposés [...] accompagnés de plusieurs éléments d'appréciation [...] et aboutissant chacun au calcul d'une **prime ou d'une décote** par rapport à ce prix ou à cette parité.* »
- « *Le rapport d'expertise comporte les informations suivantes : [...] une évaluation de la société visée ou des actifs concernés et de toutes les contreparties de l'offre ou de l'opération concernée ; une analyse du travail d'évaluation réalisé par le ou les conseils de l'initiateur.* »

Leur caractère ne peut être arbitraire étant donné que ces pourcentages ressortent de l'application de l'approche analogique par les comparables boursiers qui est, avec le DCF et la référence au cours de bourse, l'un des critères les plus retenus par les experts indépendants dans leur approche multicritères, dès lors qu'il peut être mis en œuvre. Dans le cas de la Société, en raison de la comparabilité limitée de notre panel ainsi que des agrégats 2026E et 2027E éloignés du niveau normatif attendu à un horizon beaucoup plus éloigné (niveau normatif qui n'est qu'un objectif), nous présentons l'approche uniquement à titre secondaire (§ 6.4.5). Par ailleurs, même si nous l'avions écartée, nous aurions affiché les résultats en découlant ainsi que les primes extériorisées, puisqu'il est possible de mettre en œuvre ce critère⁵², quand bien même sa pertinence doit être relativisée. Enfin, nous rappelons que notre appréciation du prix d'Offre repose majoritairement sur les approches retenues à titre principal.

10.2 Courrier adressé par l'AMF ou Actionnaire B

L'AMF nous a transmis une note, qui ne précise pas la qualité d'actionnaire de l'auteur ni le nombre d'actions détenues. L'actionnaire B considère que l'Offre est entachée de conflit d'intérêts, en s'appuyant sur (i) la remise en cause de notre indépendance, (ii) le réinvestissement des Fondateurs, (iii) le manque de transparence sur plusieurs aspects de notre rapport, ainsi que (iv) un Prix d'Offre en deçà du prix d'Introduction en Bourse.

Ses analyses et travaux l'amènent à « *calculer un prix par action de 65,2 €, bien supérieur au prix d'offre* ». Nous détaillons les principaux points auxquels nous répondons ci-dessous.

10.2.1 Concernant notre indépendance

Sur la base de la proximité des offres Believe et Waga Energy, toutes deux initiées par EQT, l'actionnaire B s'étonne de notre indépendance : « *Il est par ailleurs particulièrement préoccupant de constater que l'attestation d'équité de la deuxième offre de juillet 2025 sur Believe a été établie par le cabinet Finexsi, qui n'hésite pourtant pas à se déclarer indépendant pour cette nouvelle offre d'EQT mise en œuvre seulement quelques mois après.* »

Nous n'avons aucun lien avec EQT. Tant pour l'opération Believe que pour l'opération Waga Energy, nous avons été désignés par un comité ad hoc, composé de membres indépendants du conseil d'administration de la société visée par l'offre, et donc n'ayant aucun lien avec l'Initiateur.

Concernant Waga Energy, le Conseil d'administration, à l'issue d'un processus d'appel d'offres, a constitué un comité ad hoc chargé de désigner un expert indépendant, dès le 7 mars 2025, au début des discussions avec EQT, qui n'avait à ce stade pas formellement transmis de LOI.

Enfin, concernant Believe, nous rappelons que l'Initiateur a déposé un projet de note d'information en date du 16 avril 2025 avec un prix d'offre de 15,30 € par action Believe. A la suite de nos travaux et des échanges, l'Initiateur a déposé une nouvelle note d'information, avec un prix d'offre relevé de 17,20 € par action.

⁵² Recommandation AMF DOC-2006-15 : « *L'expert indépendant justifie dans son rapport, en des termes adaptés aux caractéristiques de chaque évaluation, la décision d'exclure toute méthode ou toute référence de valorisation précédemment citée (en particulier s'il s'agit des cours de bourse historiques ou d'une moyenne des cours de bourse), en exposant, lorsque cela est possible, les résultats auxquels la méthode ou la référence exclue aurait conduit.* »

10.2.2 Concernant le réinvestissement des Fondateurs

Sur la base d'une valorisation induite par le Réinvestissement des Managers (c. 9,7 M€ pour c. 2 % du capital de Box TopCo), et d'une hypothèse de détention de 25,5 % du capital social par les Fondateurs, l'actionnaire en déduit une participation des Fondateurs de « 187,6 M€ pour 6.886.585 titres, ce qui représente l'équivalent de 27,24 € par titre ».

Ce calcul est inexact :

- Le réinvestissement des Managers s'opérera sur la base d'une valeur par action de Waga Energy de 21,55 € par action, telle qu'indiquée en partie § 8.3.1. ;
- Les Cessions et les Apports des Fondateurs ont été effectués sur la base d'une valorisation de Waga Energy de 21,55 € par action (cf. § 8.2 et § 8.3) ;

Le raisonnement de l'actionnaire B se fonde sur une hypothèse de détention du capital social de Box TopCo par les Fondateurs au 17 septembre 2025, qui ne correspond pas à leur détention à date, ni à leur détention cible à la suite du Réinvestissement Managers. Comme indiqué en partie § 8.3.1, à la suite de la réalisation de l'Acquisition Complémentaire, qui a été financée par EQT par apport en numéraire, les Fondateurs détiennent 20,7 % du capital de Box TopCo. Le Réinvestissement Managers entraînera mécaniquement une dilution des Fondateurs à hauteur du niveau du réinvestissement des managers, sans conséquence sur la valeur par action puisque le prix de souscription de 21,55 € par action est identique à la valeur d'apport des Fondateurs.

Concernant les ADP R, l'actionnaire indique n'avoir « *aucun détail sur cette rémunération exceptionnelle ni sur le TRI projet cible qui pourrait cacher un avantage – complément de prix – au bénéfice des seuls fondateurs et managers* ». Nous renvoyons à la partie § 8.3.3 qui détaille les modalités des ADP R et dans laquelle nous concluons que les droits financiers attachés à ces ADP R apparaissent cohérents avec les pratiques de marché dans des opérations de même nature, ils ont pour vocation d'associer les managers aux plus-values en cas de sortie ultérieure, mais sans aucune garantie. Ils n'appellent donc pas de remarque au regard du Prix d'Offre.

10.2.3 Concernant le mécanisme de l'ITC

L'actionnaire B considère que la formule du Complément de Prix repose sur plusieurs paramètres ni maîtrisables, ni documentés, en particulier :

- « *Montant final d'ITCs "éligibles", sans définition claire des projets concernés ;*
- *Conditions de cession et d'assurance des crédits, non précisées ;*
- *Taux de change moyen USD/EUR entre septembre 2025 et juin 2028, hautement volatil ;*
- *Absence d'indication sur le calendrier de monétisation effective projet par projet. »*

Comme précisé au § 9.3, le montant maximal brut d'ITC éligible a été estimé avec l'aide d'un cabinet extérieur (Deloitte Tax LLP) et concerne 20 projets identifiés (13 projets⁵³ dont les gas rights sont signés et 7 projets dont les gas rights ne sont pas encore signés et pour lesquels seule la construction des WagaBox® a débuté).

⁵³ (1) Steuben County (NY) à Bath (New-york), (2) Casella Waste Systems à Chemung (New-York), (3) Casella Waste Systems à Hyland (New-York), (4) Casella Waste Systems à McKean (Pennsylvanie), (5) Waste Commission of Scott County à Davenport (Iowa), (6) Chester County Solid Waste Authority à Narvon (Pennsylvanie), (7) Decatur Hills Landfill à Greensburg (Indiana), (8) Rockingham County à Madison (Caroline du Nord), (9) OCI Global à Beaumont (Texas), (10) Recology – G2 Energy à Wheatland (Californie), (11) Recology – G2 Energy à Vacaville (Californie), (12) South Eastern Chester County Refuse Authority à West Grove (Pennsylvanie), et (13) Kern County à Bakersfield (Californie).

Les conditions de cession et d'assurance des crédits seront négociées au cas par cas et ne sont pas connues à ce stade. Elles ont été estimées par le management et seront auditées chaque année par nos soins, tel que cela est précisé au § 9.3.

Concernant le taux de change, la Société a décidé de retenir un taux de change moyen sur la période, afin de lisser les effets de la volatilité sur la période du programme de l'ITC, que craint l'actionnaire B.

Le calendrier de la monétisation effective pour chaque projet n'est pas connu à ce stade et dépendra de l'état d'avancement des négociations avec le(s) acheteur(s) potentiel(s) des ITC.

La Société a communiqué le 20 octobre 2025 sur la monétisation de l'ITC Steuben pour un montant de 3,8 M\$. Nous nous sommes assurés que la détermination de ce montant était conforme à la note méthodologique de détermination du passage du montant brut au montant net de l'ITC, et que l'ensemble des frais imputés correspondaient à des facturations de prestataires externes attachées à cette opération.

L'actionnaire B indique également que « *Le texte mentionne qu'un expert indépendant (Finexsi) vérifiera le montant final, mais aucune procédure n'est prévue en cas de désaccord avec la société, alors même que cet expert est déjà conseil sur l'attestation d'équité ce qui implique un conflit d'intérêts évident.* » Nous rappelons que nous ne sommes pas « conseils » sur l'attestation d'équité mais expert indépendant. Par ailleurs, dans le cadre de notre intervention relative à la validation du montant du Complément de Prix, notre lettre de mission prévoit explicitement la possibilité d'un désaccord avec la Société. En effet, elle stipule que « *Dans le cas où nous ne validerions pas le calcul du Complément de Prix, [il est prévu l'] établissement par nos soins du calcul du Complément de Prix.* ». Notre lettre de mission précise également « *Nous nous assurerons du respect de notre indépendance à la date de la mission relative au Complément de Prix et la présente lettre de mission pourra être résiliée d'un commun accord dans le cas où cette indépendance ne serait plus vérifiée.* » Dans ce contexte, les dispositions contractuelles encadrant notre mission permettent non seulement d'anticiper un éventuel désaccord, mais garantissent également le respect de notre indépendance.

10.2.4 Concernant le traitement des BSPCE et stock-options

Concernant la capacité installée

L'actionnaire B indique que les hypothèses intégrées dans les modèles de valorisations des BSPCE et des stock-options « *laissent entendre qu'EQT anticipe en réalité une forte revalorisation future de Waga Energy* ».

Dans le cadre du contrat de liquidité prévu avec les bénéficiaires des BSPCE et Stock-Options 2024, le prix d'exercice des options sera égal à :

Option de vente : *Prix d'Offre + Composante Variable + Complément de prix.*

La Composante Variable est égale à $[A * (B - C) / (D - C)]$, avec :

- A : 3,0 € ;
- B : Capacité installée à fin 2027 (inconnue) ;
- C : 3,0 TWh, soit la capacité signée totale à fin 2024 par Waga Energy ;

- D : 4,9 TWh, soit la capacité installée totale prévue à fin 2027 par Waga Energy.

L'actionnaire B indique dans son courrier : « *le rapport de Finexsi écrit que la composante B est inconnue à ce jour (...) Malgré la volonté de Finexsi de ne pas dévoiler la valeur de la variable B (capacité installée à fin 2027), il est possible de la déduire de leur propre documentation. En effet, la page 3 du rapport mentionne un portefeuille commercial représentant une capacité installée de 16,8 TWh par an au 30 avril 2025, ce qui traduit déjà une dynamique forte et une visibilité commerciale élevée. En reprenant leur propre définition de B il paraît donc raisonnable, à défaut d'indication contraire, de retenir a minima B = 16.8 TWh, soit une hypothèse parfaitement cohérente avec leur communication opérationnelle.* »

Sur la base d'une composante B comprise entre 11,6 TWh à 16,7 TWh, selon un taux de conversion du pipeline total⁵⁴ entre 25 % et 100 %, l'actionnaire B estime que les prix proposés dans le cadre du contrat de liquidité des BSPCE et Stock-Options 2024 seraient compris entre 35,05 € et 43,17 € par action.

Nous mentionnons explicitement la capacité installée totale prévue par la Société à fin 2027, soit 4,9 TWh (cf § 8.4.3), cohérente par ailleurs avec l'objectif de 4 TWh de capacité installée à fin 2026, tel que communiqué régulièrement par la Société dans ses guidances. En revanche, il est un fait que la capacité réellement installée à fin 2027 n'est pas connue à ce jour.

Les informations connues sont donc bien communiquées dans notre rapport et l'hypothèse considérée par l'actionnaire B d'une capacité installée comprise entre 11,6 TWh à 16,7 TWh à fin 2027 n'est pas cohérente avec les anticipations mêmes du management, soit 4,9 TWh à fin 2027, en cohérence avec la guidance donnée au marché, à savoir 4 TWh à fin 2026, avant les retards anticipés.

Concernant l'évaluation de l'indemnité de 3 €

Concernant l'indemnité de 3 € prévue pour les BSPCE 2023 qui sont hors de la monnaie, l'actionnaire B considère que cette indemnité « *suppose implicitement une probabilité significative que le titre dépasse 27,5 € (prix d'exercice) d'ici 2027 (date d'exercice final)* » et indique que l'indemnité de 3 € par instrument 2023 contient elle-même « *la preuve d'une anticipation de hausse du cours, incohérente avec la valorisation "statique" de 21.55 €* ».

Les instruments 2023 ont été évalués à partir d'un modèle Black & Scholes usuel tenant compte des prix d'exercice de 27,39 € et 27,54 € et d'une maturité moyenne résultant des périodes d'exercices des plans 2023 en fonction des dates de *vesting*. L'indemnité de 3 € rémunère donc la perte de la possibilité d'exercer leur option à partir de 2027, et ce jusqu'à l'échéance en 2033, c'est-à-dire la valeur temps de l'option. Eu égard à la volatilité historique du titre, il existe effectivement une probabilité que la valeur réelle de la Société dépasse 27,39 € et 27,54 € sur l'horizon d'exercice des BSPCE qui s'achèvent dans 8 ans. La hausse du sous-jacent n'étant pas certaine, l'utilisation du modèle Black & Scholes prend tout son sens, car il permet d'anticiper aussi bien cette hausse qu'une baisse, dans des ordres de grandeur relatifs à la volatilité constatée.

Au regard du plan d'affaires du management qui serait, en cas de réalisation, en partie dérisqué dès 2027 (en supposant entre 99 M€ et 189 M€ de fonds propres injectés sur les 305 M€ manquants), cette probabilité n'est pas nulle si l'on se place sur la période d'exercice des BSPCE expirant en 2033 et doit être rémunérée. Ces anticipations de hausse et de baisse issues du

⁵⁴ 16,8 TWh au 30 avril 2025 tel que repris dans le projet de note en réponse

modèle Black & Scholes sont cohérentes avec notre approche multicritère du Prix d'Offre, qui, elle, intègre également la possibilité de hausse de la valeur sur la base d'une valeur par action ressortant du DCF, supérieure à celle ressortant des cours de bourse moyens pondérés par les volumes.

10.2.5 Concernant la valorisation par la méthode du DCF

L'actionnaire B indique « *Le coût des fonds propres de 15.9% retenu par Finexsi résulte d'un cumul d'hypothèses excessivement prudentes (beta élevé, gearing artificiel, prime sous-estimée). In fine, notre WACC ressort à 8.6%, contre 11,8% pour les Établissements Présentateurs. Nous considérons que notre taux reflète plus fidèlement la réalité économique de la société et les conditions de marché actuelles, tout en restant prudent au regard de la structure financière projetée.* »

« (...) en utilisant la dette nette ajustée des Etablissements Présentateurs au 31 décembre 2025 soit 240.2M€ (pré-IFRS16) et un WACC de 7.46% nous sommes en mesure de calculer un prix par action de 65.2€, bien supérieur au prix d'offre »

Le prix par action de 65,2 € a été calculé par l'actionnaire B avec un WACC de 7,46 %, qui n'est pas détaillé, et qui diffère du WACC calculé de 8,6 % par l'actionnaire B. Le coût des fonds propres de l'actionnaire B « *ressort à 10,7% pour un WACC global compris entre 7% et 8,5%. Ce niveau est proche des standards du secteur et cohérent avec les conditions actuelles de marché* ». L'actionnaire B considère donc le taux d'actualisation d'un parc installé, et doté de fonds propres idoines, pour actualiser les flux du plan d'affaires du management. Or, celui-ci repose sur un projet de développement très ambitieux (plus d'une centaine de projets, dont seulement 31 sont en opération à date et 19 en construction), qui lui-même présente des risques de non-exécution significatifs, et nécessite pour sa réalisation l'apport de nouveaux financements dont 305 M€ de fonds propres (§ 6.4.2.1). Le beta désendetté que retient l'actionnaire B de 0,8x selon notre compréhension (dans la mesure où il n'a pas été clairement spécifié par ce dernier), correspond à une société mature et rentable, ce qui n'est pas le cas de Waga Energy. Pour rappel Waga Energy présente une volatilité 3x supérieure à celle du marché et cette dernière n'a historiquement jamais été rentable. Nous avons retenu un beta en ligne avec les caractéristiques de la Société et celui de son concurrent le plus comparable, Montauk Renewables. Le taux d'actualisation de l'actionnaire B, significativement inférieur aux niveaux généralement retenus pour la Société⁵⁵, n'est par conséquent pas applicable au plan d'affaires du management. Il suffit à expliquer le niveau de valorisation étonnamment élevé ressortant de l'évaluation de l'actionnaire B (65,2 €), qui n'a pour nous aucune cohérence en l'état de maturité de la Société.

Nous notons que ce taux d'actualisation de l'actionnaire B (7,46%) est significativement inférieur à la fourchette des taux d'actualisation retenus par les analystes suivant le titre Waga Energy, comprise entre 10,0 %⁵⁶ et 11,0 %⁵⁷, proche de celui retenu par les banques présentatrices. Cette indication, qui résulte de leur appréciation des risques sectoriels est donc utile à cet égard, indépendamment des remarques que nous avons exprimées sur les hypothèses opérationnelles qu'ils retiennent dans la modélisation des flux d'exploitation.

⁵⁵ Par les analystes et les Banques Présentatrices

⁵⁶ Note Portzamparc du 21 janvier 2025

⁵⁷ Note Gilbert Dupont du 15 avril 2025

Nous rappelons que nous utilisons une approche de *Free Cash-Flow To Equity*. C'est la méthode préférentielle pour valoriser des sociétés de projet. De plus, il convient de souligner que le plan d'affaires du management intègre des hypothèses très ambitieuses, mais qu'il suppose des fonds propres additionnels pour le financer. De telles levées de fonds font courir un risque de dilution pour l'actionnaire, très significatif si l'on se réfère au cours de bourse actuel.

Enfin, concernant la reprise point par point de nos paramètres :

- Beta désendetté : L'actionnaire B retient les Betas Damodaran pour les secteurs Oil & Gas Distribution et Green Renewable Energy. Or, ces derniers sont des moyennes calculées sur des échantillons de respectivement 24 (dont The Williams Company, Cheniere Energy et Targa Resources Corp) et 18 sociétés (dont Brookfield Renewables Corporation, Ormat Technologies, Clearway Energies), qui présentent d'importantes différences tant en termes de modèle d'affaires, de taille que de stade de développement. Aussi, ces betas moyens ne permettent pas de refléter le risque systémique de la Société par rapport au marché. Au contraire, le beta que nous retenons a été calculé par rapport aux sociétés boursières les plus comparables à Waga Energy (notamment en termes d'activité) que nous avons limité à 4 sociétés sur la base de critères objectifs d'exclusion tels que le R^2 , le *gearing* société et l'activité.
 - Concernant le R^2 , l'actionnaire B indique que « *le coefficient de détermination (R^2) est supérieur à 10% ne repose sur aucun fondement économique solide : un R^2 aussi faible traduit une corrélation très limitée entre le titre et le marché de référence, rendant le bêta statistiquement peu fiable. Retenir de tels betas revient donc à intégrer une mesure du risque systématique entachée d'un bruit élevé, ce qui fragilise la robustesse du calcul du coût des fonds propres.* ». L'utilisation d'un R^2 minimum de 10 % est usuelle dans le cadre des pratiques de marché et nous constatons que le beta empirique 2 ans de Montauk Renewables, considéré par la Société et le marché comme la Société la plus comparable à Waga Energy, affiche un beta désendetté de 1,4 et un R^2 de 18 %.
- Gearing : L'actionnaire B estime que le gearing retenu par nos soins est « *sans lien avec le plan du management ni avec la structure financière projetée* ». « *Nous adoptons un gearing de 116%, correspondant à la moyenne observée sur l'horizon du plan, en cohérence avec le ratio dette/fonds propres attendu* ». Par ailleurs, il ajoute : « *L'expert explique avoir retenu un gearing moyen cible de 100%, sur la base d'un plan d'affaires qui projette des ratios entre 116% et 156% sur l'horizon du modèle. Cela n'a aucun sens et produit une méthode non seulement erronée, mais fallacieuse* ». Comme indiqué en §6.4.2.3, nous avons mené l'analyse du gearing sur l'horizon du plan d'affaires et avons limité ce dernier à 100%, ce qui est favorable à l'actionnaire. Retenir un gearing de 116% tel que le fait l'actionnaire B induirait un beta endetté de 2,60 (contre 2,43 retenu) et ainsi un coût des fonds propres de 16,74% (contre 15,92%), ce qui détruirait de la valeur.
- Prime de marché : Nous avons retenu la prime de risque extériorisée par notre modèle interne, que nous retenons dans le cadre de chacune de nos évaluations. Cette prime, inférieure à celle retenue par l'actionnaire B, n'est donc pas « *excessivement prudente* ».

- Prime de risque pays : L'actionnaire B indique que « *Finexsi ajoute une prime de risque pays de 0.4%, sans justification particulière. Cette pratique est souvent un moyen utilisé pour ajuster arbitrairement le coût du capital, sans fondement économique réel. Une telle prime ne reflète absolument rien pour un acteur opérant exclusivement dans des zones à risque souverain négligeable, le risque étant déjà capté par la prime de marché.* ». Nous rappelons que la prime de risque pays est justifiée en parties 6.4.2.3 et 6.4.2.1 et que la pratique est usuelle et permet de tenir compte de la diversification géographique des activités, en particulier s'agissant d'une activité pour laquelle les réglementations locales potentiellement instables peuvent être impactantes.

10.2.6 Concernant le Prix d'Offre en deçà du Prix d'Introduction en Bourse

Concernant ce point nous renvoyons à la réponse apportée à l'actionnaire A.

11 Synthèse de nos travaux et appréciation du caractère équitable du prix d'Offre

En ce qui concerne l'actionnaire de la Société

La présente Offre Publique d'Achat Simplifiée, suivie le cas échéant d'un Retrait Obligatoire de la part de l'Initiateur, est proposée à l'ensemble des actionnaires au prix d'Offre de 21,55 € par action.

Ce prix d'Offre pourrait être augmenté d'un complément de prix d'un montant maximum de 2,15 € par action.

Le Prix d'Offre, en ce compris l'éventuel Complément de Prix, correspond à celui ressortant du contrat d'acquisition d'actions conclu par l'Initiateur avec les Fondateurs, Holweb et les Investisseurs pour l'Acquisition du Bloc de Contrôle, dont la réalisation est intervenue le 17 septembre 2025. Cette transaction constitue une référence majeure, en particulier pour ce qui concerne les cessions des Investisseurs qui ne sont assorties d'aucun réinvestissement.

Le prix d'Offre extériorise une prime de 9,1 % sur la valeur centrale de la méthode DCF, méthode retenue à titre principal. Celle-ci est fondée sur le plan d'affaires du Management qui apparaît volontariste. Elle suppose que ce BP s'exécute sans aléa majeur notamment quant au rythme de croissance anticipé à court et moyen terme.

Il permet donc selon nous de donner la pleine valeur des développements futurs, en ce compris pour les projets qu'il intègre qui nécessiteraient pour être financés sur une base standalone un recours à des augmentations de fonds propres, sur la base de valorisations incertaines.

L'Offre donne un accès immédiat à la liquidité aux actionnaires de Waga Energy qui le souhaitent, avec une prime de 26,8 % sur le dernier cours de bourse précédant l'annonce de l'Offre, et une prime de 67,1 % par rapport au cours de bourse moyen 60 jours.

Concernant la méthode analogique des comparables boursiers, présentée à titre secondaire, le prix d'Offre fait ressortir des primes de 235,4 % et 4.705,8 % sur la fourchette de valeurs extériorisées, étant rappelé que la pertinence des résultats selon cette méthode est à relativiser du fait de la comparabilité limitée des sociétés constituant l'échantillon.

Concernant la méthode analogique des transactions comparables, le prix d'Offre extériorise des primes comprises de 163 % et 225 %. Au même titre que la méthode des comparables boursiers, cette approche est présentée à titre secondaire.

La référence aux objectifs de cours publiés par les analystes avant l'annonce de l'Offre fait pour sa part ressortir des décotes comprises entre 2 % et 28,2 %, avant prise en compte du Complément de Prix et elle se situerait dans le bas de fourchette des objectifs de cours après prise en compte du Complément de Prix. Nous considérons cette référence à titre secondaire du fait notamment du niveau d'ambition déjà reflété dans le BP qui nous semble la référence la plus pertinente, en y associant les opportunités et risques qui peuvent être appréciés aujourd'hui.

Le Complément de Prix prévu dans les modalités de l'Offre et qui n'est pas factorisé dans nos évaluations permet à l'actionnaire qui apporterait ses titres à l'Offre d'accéder au bénéfice de l'éventuelle monétisation de l'ITC concernant les projets éligibles au mécanisme, pour autant qu'elle intervienne dans le délai prévu à fin 2028.

En ce qui concerne les accords connexes

L'examen des accords pouvant avoir une influence significative sur l'appréciation ou l'issue de l'Offre, tels que présentés dans le projet de note d'information, à savoir (i) les contrats d'apport des Fondateurs, (ii) le réinvestissement des Managers, (iii) le plan d'attribution gratuite d'actions, (iv) le pacte d'actionnaires, et (v) les contrats de liquidité, n'a pas fait apparaître de disposition de nature à remettre en cause, selon nous, le caractère équitable de l'Offre d'un point de vue financier.

En conséquence, et à la date du présent rapport, nous sommes d'avis que le prix d'Offre de 21,55 € par action assorti du Complément de Prix, est équitable d'un point de vue financier pour les actionnaires de Waga Energy, y compris en cas de mise en œuvre d'un Retrait Obligatoire.

Fait à Paris, le 21 novembre 2025

Finexsi - Expert & Conseil Financier



Adeline BURNAND

Director



Olivier PERONNET

Partner

12 Annexes

Présentation du cabinet Finexsi Expert & Conseil Financier et déroulement de la mission

L'activité de Finexsi Expert & Conseil Financier (Finexsi) s'inscrit dans le cadre des métiers réglementés par l'Ordre des Experts-Comptables et la Compagnie Nationale des Commissaires aux Comptes. Elle regroupe principalement les activités de Commissariat aux apports et à la fusion, d'acquisitions et cessions d'entreprises, d'évaluation d'entreprises dans de nombreux contextes et d'expertise indépendante et d'assistance dans le cadre de litiges.

Pour mener à bien ces missions, le cabinet emploie des collaborateurs dont l'essentiel a un niveau d'expérience et d'expertise élevé dans chacune de ces spécialités.

Le cabinet Finexsi est indépendant et n'appartient à aucun groupe ou réseau.

Liste des missions d'expertises indépendantes réalisées par le cabinet Finexsi au cours des 18 derniers mois

Date	Cible	Initiateur	Banque(s) présentatrice(s)	Opération
mai-24	Sopra Banking Software	Axway Software	Société Générale	Offre Publique d'Achat
mai-24	Micropole	Miramar Holding	Société Générale	Offre Publique d'Achat
juil.-24	Micropole	Talan holding SAS	Odéo BHF	Offre Publique d'Achat Simplifiée
sept.-24	Wedia SA	Mercure	Bryan, Garnier & Co	Offre Publique d'Achat Simplifiée suivie d'un Retrait Obligatoire
oct.-24	Esker	Boréal Bidco SAS	Société Générale, Morgan Stanley	Offre Publique d'Achat
déc.-24	Aures Technologies	Advantech Co., Ltd.	BNP Paribas Portzamparc	Offre Publique d'Achat suivie, le cas échéant, d'un Retrait Obligatoire
janv.-25	Neoen	Brookfield Renewable Holdings	BNP Paribas, Société Générale	Offre Publique d'Achat Simplifiée
févr.-25	Exclusive Networks	Etna French Bidco	BNP Paribas, Lazard, Société Générale, Morgan Stanley	Offre Publique d'Achat Simplifiée suivie d'un Retrait Obligatoire
avr.-25	Tarkett	Tarkett Participation	Rothschild & Co Martin Maurel, CACIB, BNP Paribas, Société Générale	Offre Publique de Retrait suivie d'un Retrait Obligatoire
juin-25	Believe	Upbeat BidCo SAS	BNP Paribas, Goldman Sachs	Offre Publique de Retrait suivie d'un Retrait Obligatoire
juil.-25	Altamir	Amboise SAS	BNP Paribas, CACIB	Offre Publique d'Achat Simplifiée
juil.-25	Amplitude Surgical	Zydu Lifesciences	BNP Paribas	Offre Publique d'Achat Simplifiée suivie d'un Retrait Obligatoire

Adhésion à une association professionnelle reconnue par l'Autorité des Marchés Financiers

Finexsi Expert & Conseil Financier adhère à l'APEI (Association Professionnelle des Experts Indépendants), association professionnelle reconnue par l'Autorité des Marchés Financiers en application de l'article 263-1 de son Règlement Général.

Par ailleurs, Finexsi Expert & Conseil Financier applique des procédures visant à protéger l'indépendance du cabinet, éviter les situations de conflits d'intérêts et contrôler, sur chaque mission, la qualité des travaux réalisés et des rapports avant leur émission.

Montant de la rémunération perçue

Notre rémunération pour cette mission s'élève à 380 k€, hors taxes, frais et débours.

Description des diligences effectuées

Le programme de travail détaillé suivant a été mis en œuvre :

1. Prise de connaissance de l'Opération et acceptation de la mission ;
2. Identification des risques et orientation de la mission ;
3. Collecte des informations et des données nécessaires à la mission ;
4. Appréciation du contexte de l'Offre :
 - Compréhension du processus ayant conduit l'Offre : échanges avec la Société et ses Conseils ;
 - Prise de connaissance d'analyses sectorielles afin de mieux appréhender le marché et les activités de la Société.
5. Analyse de l'Opération et de la documentation juridique afférente (*Share Purchase Agreement*, projet de note d'information, projet de note en réponse, accords connexes, etc.).
6. Prise de connaissance de la documentation comptable et financière de la Société ;
7. Analyse des conditions de l'Acquisition du Bloc de Contrôle ;
8. Analyse du cours de bourse de Waga Energy :
 - Analyse de l'évolution du cours ;
 - Analyse du flottant et de la liquidité.
9. Revue de la trajectoire financière de la Société ;
10. Mise en œuvre d'une valorisation par la méthode de l'actualisation des flux de trésorerie futurs et réalisation d'analyses de sensibilité ;
11. Mise en œuvre d'une valorisation par la méthode analogique des comparables boursiers ;
12. Mise en œuvre d'une valorisation par la méthode analogique des transactions comparables ;
13. Analyse des objectifs de cours des analystes ;

14. Analyse du projet de note d'information et analyse critique et indépendante du rapport d'évaluation des Établissements Présentateurs ;
15. Obtention des lettres d'affirmation du représentant de la Société et de l'Initiateur ;
16. Revue indépendante ;
17. Rédaction du rapport.

Calendrier de l'étude

7 mars 2025	Désignation du cabinet Finexsi en qualité d'Expert Indépendant
12 et 13 mars 2025	Réunion de lancement avec les conseils financiers de la Société et le Comité <i>ad hoc</i> , présentation du contexte et de l'Opération
17 mars 2025	Réunion de travail avec le <i>Management</i> de la Société et ses conseils financiers en présence du Comité <i>ad hoc</i>
18 mars 2025	Réunion de travail avec les conseils financiers de la Société
19 mars 2025	Réunion de travail avec Mathieu Lefebvre, CEO de la Société
21 mars 2025	Réunion de travail avec le conseil juridique de la Société
21 mars 2025	Premier point d'étape avec le Comité <i>ad hoc</i>
27 mars 2025	Deuxième point d'étape avec le Comité <i>ad hoc</i>
1 ^{er} avril 2025	Réunion de travail avec le <i>Management</i> de la Société
2 avril 2025	Troisième point d'étape avec le Comité <i>ad hoc</i>
4 avril 2025	Quatrième point d'étape avec le Comité <i>ad hoc</i>
26 mai 2025	Réunion de travail avec le <i>Management</i> de la Société et ses conseils financiers
28 mai 2025	Cinquième point d'étape avec le Comité <i>ad hoc</i>
4 et 17 septembre 2025	Réunion de travail avec le Management de la Société sur le <i>Current Trading</i> et les projets de comptes semestriels
19 septembre 2025	Réunion de travail avec les Etablissements Présentateurs
24 septembre 2025	Sixième point d'étape avec le Comité <i>Ad hoc</i>
Du 26 au 30 septembre 2025	Revue indépendante du rapport du cabinet Finexsi
29 septembre 2025	Présentation de notre attestation d'équité au Comité <i>ad hoc</i>
1 ^{er} octobre 2025	Réception des lettres d'affirmation signées par Waga Energy et EQT
1 ^{er} octobre 2025	Emission de notre premier rapport à l'AMF
19 octobre 2025	Réception du nouveau projet de note d'information
20 octobre 2025	Réception des courriers des investisseurs minoritaires A et B

Du 21 au 27 octobre 2025	Revue indépendante du rapport Finexsi
30 octobre 2025	Réception du projet de note d'information
31 octobre 2025	Emission du rapport complété à l'AMF

Liste des personnes rencontrées ou contactéesComité ad hoc

- Anne LAPIERRE, Administratrice indépendante et Présidente du Comité ad hoc
- Anne de BAGNEUX, Administratrice indépendante
- Dominique GRUSON, Administrateur indépendant

Waga Energy

- Mathieu LEFBVRE, Président-Directeur Général
- Jean-Michel THIBAUD, Directeur Financier Groupe et Directeur Général Adjoint
- Aude DUBRULLE, Directrice Administrative et Financière Adjointe
- Marie-Amélie RICHEL, Directrice Administrative et Financière Adjointe

Lazard, conseil financier de la Société

- Thomas PICARD, Managing Director
- Edouard GUILLOCHEAU, Vice President
- Xavier BOYER-CANTIN, Vice President
- Léonard BONCENNE, Associate

BNP Paribas, Établissement Présentateur

- Olivier RINAUDO, Managing Director Public M&A
- Benjamin ROMEU, Associate
- Victor VERDE, Analyst

Rothschild Martin Maurel, Établissement Présentateur

- Martin DIHN, Managing Director
- Stanislas VIALLET, Vice President
- Julien GAUTIER, Associate
- Laura GARDA, *Analyst*

Jones Day, conseil juridique de la Société

- Florent BOUYER, *Associé*
- David SWINBURNE, *Associé*
- Rémy TRABELSI, *Avocat*
- Léon BOUSSET, *Avocat*
- Pauline BILFELD, *Avocat*

Clifford Chance, Conseil juridique de l'Initiateur

- Catherine NAROS, *Associée*
- Benjamin de BLEGIERS, *Associé*
- Gilles LEBRETON, *Associé*
- Charlotte HERSHKOVITCH, *Counsel*
- Benjamin SAADA, *Counsel*
- Alexandre NAMOUN, *Counsel*

Sources d'information utilisées

Les principales informations utilisées dans le cadre de notre mission ont été de plusieurs natures :

Informations communiquées par les différentes parties prenantes

- Documentation financière et juridique relative à l'Opération ;
- Documentation juridique, comptable et financière de Waga Energy ;
- Plan d'affaires du management 2025B-2060E de la Société ;
- Etudes de marché ;
- Notes d'analystes suivant le titre Waga Energy ;
- PV des Conseils d'administration tenus en 2024 et 2025 ;
- Rapport d'évaluation de Waga Energy préparé par les Établissements Présentateurs ;
- Projet de note d'information et de note en réponse.

Informations de marché

- Communication financière de Waga Energy entre 2021 et 2025 ;
- Communication de Waga Energy et EQT relative à l'Opération (communiqués de presse) ;
- Cours de bourse, comparables boursiers, transactions comparables, consensus de marché : Capital IQ, Epsilon, MergerMarket, rapports annuels des sociétés comparables et notes d'analystes ;
- Données de marchés (taux sans risques, prime de risque, bêta, etc.) : Capital IQ, Banque de France, Fonds Monétaire International, Damodaran, Finexsi ;
- Données macroéconomiques et sectorielles : AIE, IEA Bioenergy, Xerfi, European Biogaz Association, NOAA, Banque mondiale.

Personnel associé à la réalisation de la mission

Les signataires, Monsieur Olivier PERONNET (*Partner*) et Madame Adeline BURNAND (*Director*), ont notamment été assistés de Madame Béatrice DE KEERLE (*Senior Associate*), de Monsieur Charles-Louis NAVET (*Associate*) et de Monsieur Eliott MARANT (*Analyst*).

La revue indépendante a été effectuée par Monsieur Lucas ROBIN, spécialiste en évaluation financière et Partner du cabinet Finexsi Expert & Conseil Financier, et Daniel Beaumont, *Senior Advisor*, qui n'ont pas participé aux travaux d'évaluation.

Il a été désigné au début de la mission et tenu informé des points d'attention ou difficultés identifiés au cours de la mission jusqu'à la sortie du rapport. Son rôle est de s'assurer du respect de la qualité des travaux et des bonnes pratiques en matière d'évaluation. Ses diligences ont principalement consisté en :

- La revue de la procédure d'acceptation de la mission et de l'évaluation de l'indépendance du cabinet ;
- La revue des travaux d'évaluation mis en œuvre par l'équipe et des conclusions issues de ces travaux ;
- La revue des documents permettant le fondement de l'opinion des signataires et l'appréciation du format et de la conclusion du rapport.

Ses travaux ont fait l'objet d'une formalisation écrite et d'échanges avec les signataires.

Note méthodologique ITC

Dans le cas d'une revente (i.e. monétisation) des ITCs à des tiers⁵⁸, le produit net de monétisation des ITCs sera calculé comme suit :

- en donnée d'entrée, le montant d'ITC brut (l' « ITC Brut ») correspondant au produit du montant des capex éligibles et du taux applicable (6% à 50% selon les caractéristiques du projet : éligibilité aux conditions de *Prevailing Wages & Apprenticeship, low income community bonus* et *US content bonus*)
- moins les éléments suivants :
 - la décote de marché exigée par l'acheteur de capacité fiscale (afin qu'il ait un intérêt financier à réaliser la transaction) ;
 - les éventuelles commissions de brokers pour la mise en relation avec l'acheteur d'ITC
 - les primes d'assurances pour la police à mettre à disposition pour couvrir l'acheteur d'ITC du « *recapture risk* » ;
 - les commissions de prestataires de service pour le montage du dossier : avocats, fiscalistes, cabinet comptable réalisant les rapports d'éligibilité (*eligibility report, cost segregation report*) ;
 - les éventuelles commissions bancaires en cas de nécessité d'émettre une garantie bancaire envers l'acheteur d'ITC ;
 - enfin, l'éventuel partage de valeur avec l'opérateur de décharge selon les conditions prévues dans le « *gas right agreement* » signé avec ce dernier.

Le solde résiduel constitue l' « ITC net ».

Pour les travaux annuels de l'expert indépendant, une data room sera organisée comportant toutes les pièces nécessaires à leur vérification, dont notamment :

- Rapport d'expert US fixant le montant de l'ITC brut avec le détail du calcul
- Contrat avec l'acheteur de capacité fiscale, mentionnant le montant de l'ITC Brut concerné et le montant du rachat par l'acquéreur, permettant de déterminer la Décote de marché (*Transfer Agreement*)
- Contrats avec les *brokers* (le cas échéant)
- Contrats et factures des assureurs, avec le montant des primes convenues sur le *recapture risk* et autres
- Factures des prestataires avec les prestations correspondantes
- Convention (*gas right agreement* et autres) s'il inclut un accord de partage avec l'opérateur de décharge et calcul de la part lui revenant
- Tous autres contrats et factures entraînant la prise en compte d'un montant en diminution du montant de l'ITC brut

⁵⁸ Waga Energy n'ayant pas de base taxable permettant d'imputer les ITCs.

Lettre de mission



Finexsi – Expert & Conseil Financier
A l'attention de Monsieur Olivier Péronnet
14, rue de Bassano
75116 Paris

A Eybens,

Cher Monsieur,

Le 09/09/2025

Waga Energy S.A. (la « **Société** ») a pris connaissance de l'intention de EQT Transition Infrastructure (« **EQT** ») d'acquérir les actions Waga Energy détenues par Mathieu Lefebvre, Guénaël Prince, Nicolas Paget et Holweb SAS (« **Les Fondateurs** »), les enfants respectifs de Mathieu Lefebvre et Nicolas Paget et d'autres actionnaires historiques de la Société qui sont Starquest Capital, Tertium, Noria, SWEN Impact Fund for Transition et ALIAD (l'« **Acquisition du Bloc de Contrôle** ») et, dans l'hypothèse où l'Acquisition du Bloc de Contrôle serait réalisée, de déposer à titre obligatoire auprès de l'Autorité des Marchés Financiers un projet d'offre publique d'achat simplifiée en numéraire (l'« **Offre** ») visant la totalité des actions de la Société (les « **Actions** ») que EQT ne détiendrait pas à l'issue de l'Acquisition du Bloc de Contrôle, au prix notamment de 21,55 euros par Action (hors possible complément de prix pouvant atteindre jusqu'à 2,15€ par action).

L'Offre serait suivie, si les conditions légales et réglementaires sont réunies, d'une procédure de retrait obligatoire de toutes les Actions que EQT ne détiendrait pas à l'issue de l'Offre.

Dans ce cadre, le Conseil d'administration de la Société a décidé de nommer, le 7 mars 2025, sur recommandation du Comité *ad hoc* préalablement constitué par le Conseil d'administration¹, le cabinet Finexsi – Expert & Conseil Financier (« Finexsi »), que vous représentez, en qualité d'expert indépendant, avec pour mission de se prononcer sur les conditions financières de l'Offre et son caractère équitable pour les actionnaires de la Société.

C'est dans ce contexte que nous vous faisons parvenir cette lettre de mission dont le contenu a été validé par le Comité *ad hoc*.

Waga Energy SA

5 Av. Raymond Chanas
38320 Eybens, France
waga-energy.com

Société Anonyme
au capital de 248 666.06€
SIRET : 809 233 471 00063
CODE NAF : 7112B
N°TVA intracommunautaire :
FR 42 809 233 471

¹ Le Comité *ad hoc* est constitué de Monsieur Dominique Gruson, Madame Anne Lapierre et Madame Anne de Bagneux, membres indépendants du Conseil d'Administration



Objectifs et cadre réglementaire de votre mission

Votre mission consistera en la remise d'un rapport d'expertise indépendante, qui comprendra en conclusion une attestation d'équité sur les conditions financières de l'Offre et répondant aux dispositions de l'article 262-1 du règlement général de l'AMF, des instructions d'application n°2006-07 et n°2006-08 relatives respectivement aux offres publiques d'acquisition et à l'expertise indépendante, ainsi que la recommandation AMF n°2006-15 relative à l'expertise indépendante dans le cadre d'opérations financières (la « Mission »).

Cette expertise indépendante vise à apprécier le prix des titres Waga Energy qui sera proposé aux actionnaires, et à vous prononcer sur l'équité des conditions financières de l'Offre, notamment dans la perspective d'un retrait obligatoire. Il devra permettre au conseil d'administration de Waga Energy d'apprécier les conditions financières de l'Offre afin de rendre un avis motivé.

Plus précisément, votre intervention est requise au titre des dispositions suivantes de l'article 261-1 du règlement général de l'AMF :

- 261 – 1 I. « La société visée par une offre publique d'acquisition désigne un expert indépendant lorsque l'opération est susceptible de générer des conflits d'intérêts au sein de son conseil d'administration, de son conseil de surveillance ou de l'organe compétent, de nature à nuire à l'objectivité de l'avis motivé mentionné à l'article 231-19 ou de mettre en cause l'égalité des actionnaires ou des porteurs des instruments financiers qui font l'objet de l'offre.
- Il en est ainsi notamment dans les cas suivants :
 - 1° - Lorsque la société visée est déjà contrôlée au sens de l'article L. 233-3 du code de commerce, avant le lancement de l'opération, par l'initiateur de l'offre ;
 - 2° - Lorsque les dirigeants de la société visée ou les personnes qui la contrôlent au sens de l'article L. 233-3 du Code de commerce ont conclu un accord avec l'initiateur de l'offre susceptible d'affecter leur indépendance ;
 - 4° - Lorsqu'il existe une ou plusieurs opérations connexes à l'offre susceptibles d'avoir un impact significatif sur le prix ou la parité de l'offre publique considérée. »

261-1 II. « La société visée désigne également un expert indépendant préalablement à la mise en œuvre d'un retrait obligatoire sous réserve des dispositions de l'article 237-3 ».

Waga Energy SA

5 Av. Raymond Chanas
38320 Eybens, France
waga-energy.com

Société Anonyme
au capital de 248 666.06€
SIRET : 809 233 471 00063
CODE NAF : 7112B
N°TVA intracommunautaire :
FR 42 809 233 471

Calendrier envisagé de l'opération

Votre mission s'inscrira en principe dans le calendrier prévisionnel concernant l'Offre, sous réserve de modifications envisagées par l'Initiateur.



07/03/2025 :	Désignation du cabinet Finexsi en qualité d'Expert indépendant par le Conseil d'Administration de Waga Energy
06/06/2025 :	Annonce de l'Offre
29/09/2025 :	Publication des comptes semestriels de Waga Energy
Semaine du 29 septembre 2025 :	Conseil d'Administration de la Société émettant son avis motivé sur le projet d'Offre et remise de votre rapport définitif
Semaine du 29 septembre 2025 :	Dépôt du projet de note d'information, et du projet de note en réponse de la Société

Il est rappelé en tout état de cause que l'article 262-1, II du règlement général de l'AMF prévoit qu'à compter de sa désignation, l'expert doit disposer d'un délai suffisant pour élaborer son rapport et que ce délai ne peut être inférieur à vingt jours de négociation. Ce délai minimum s'entend à compter de la réception de l'ensemble de la documentation nécessaire à l'élaboration de son rapport.

Le calendrier susvisé est conforme à ces délais.

Diligences à effectuer

Les diligences qui seront mises en œuvre par Finexsi Expert & Conseil Financier dans le cadre de la Mission comprendront notamment, conformément aux dispositions du règlement général de l'AMF susvisé et de son instruction d'application n°2006-08 relative à l'expertise indépendante, elle-même complétée de la recommandation de l'AMF 2006-15 :

- Des entretiens réguliers avec le management de la Société et le Comité *ad hoc* ;
- L'analyse des comptes et du plan d'affaires (et autres éléments prévisionnels le cas échéant) de la Société ;
- La détermination et la mise en œuvre d'une approche d'évaluation multicritères de la Société (analyse du cours de bourse, flux de trésorerie prévisionnels actualisés (DCF), comparables boursiers, transactions comparables, objectifs de cours des analystes, transactions récentes sur le capital de la Société, etc.) ;
- L'analyse critique du rapport d'évaluation préparé par les banques présentatrices de l'Initiateur dans le cadre du projet d'Offre sur les titres de la Société ;
- L'analyse critique des accords et opérations connexes à l'Offre afin de s'assurer que ceux-ci ne comportent pas de dispositions financières susceptibles de remettre en cause le caractère équitable du prix d'Offre ;
- Le positionnement du prix d'Offre par rapport à la valorisation établie par Finexsi ;
- La rédaction de votre rapport conformément aux termes de la réglementation.

Waga Energy SA

5 Av. Raymond Chanas
38320 Eybens, France
waga-energy.com

Société Anonyme
au capital de 248 666.06€
SIRET : 809 233 471 00063
CODE NAF : 7112B
N°TVA intracommunautaire :
FR 42 809 233 471



- La gestion des potentiels échanges que vous pourriez avoir avec les actionnaires minoritaires et l'AMF.

Nous nous engageons à vous fournir un accès aux données nécessaires à l'accomplissement de votre mission, laquelle s'effectuera dans le respect de l'engagement de confidentialité conclu avec la Société le 6 mars 2025.

Conflits d'intérêts

Sur la base des informations portées à notre connaissance, nous comprenons que Finexsi, ainsi que ses associés, sont indépendants au sens des articles 261-1 et suivants du règlement général de l'AMF et ne se trouvent notamment dans aucun des cas de conflit d'intérêts visés à l'article 1 de l'instruction AMF 2006-08 relative à l'expertise indépendante.

Veuillez agréer, Cher Monsieur, l'expression de nos salutations distinguées.

Signé par :

35C860CDEA2C4A5...

Jean-Michel THIBAUD
Directeur Administratif et Financier

Waga Energy SA

5 Av. Raymond Chanas
38320 Eybens, France
waga-energy.com

Société Anonyme
au capital de 248 666.06€
SIRET : 809 233 471 00063
CODE NAF : 7112B
N°TVA intracommunautaire :
FR 42 809 233 471