

ANALYSE D'INVESTISSEMENT — CROWDFUNDING ENR

Projet Riley · Enerfip × Elements · Obligations Simples 8,50% · 4 ans · Portefeuille 7 Projets PV (122,3 MWc)

Note globale : ★★☆☆☆ | Risque élevé | Tranche 2 : 1,5 M€ | Taux : 8,50% | Échéance : 29/01/2030

⚠ AVERTISSEMENT : Analyse réalisée par une IA à titre pédagogique. Ne constitue pas un conseil en investissement. L'investissement en crowdfunding ENR comporte des risques élevés (perte en capital, défaut, illiquidité, retards). Menez vos propres vérifications ou consultez un professionnel qualifié.

1. RÉSUMÉ EXÉCUTIF

Le Projet Riley finance le développement d'un portefeuille de 7 centrales photovoltaïques (122,3 MWc) en France (4 projets, 67,3 MWc) et en Italie (3 projets, 55 MWc), porté par Elements (Montpellier, fondée 2015). L'émission d'obligations simples porte sur 5 M€ maximum en 1 à 4 tranches. La tranche 2 analysée (1,5 M€, taux 8,50%, 4 ans) s'ajoute à la tranche 1 déjà clôturée (1,987 M€ le 29/01/2026).

Émetteur	Taux	Durée	Montant total	Tranche 2	Sûreté
Elements Croissance Europe 2 (SAS, créée 06/12/2024)	8,50% annuel, semestriel (29/07 et 29/01)	4 ans (échéance 29/01/2030)	5 M€ max (1 à 4 tranches)	1,5 M€ — 150 000 obligations à 10 €	Nantissement 1er rang sur 100% titres SPV

Points clés : Sponsor expérimenté (Elements, 10 ans, 100 MWc RTB/exploitation) · Historique crowdfunding solide (9 M€ remboursés, 0 défaut) · Diversification France/Italie · Taux attractif 8,50%

Risques majeurs : Aucun projet n'a encore ses autorisations · Revenus 100% concentrés en 2029 · Buffer calendrier très faible (Projet 6 : 7 mois) · Défaut probable si < 60% projets atteignent le stade RTB

2. PORTEFEUILLE DE PROJETS — 7 CENTRALES PV (122,3 MWc)

2.1 Tableau récapitulatif

N°	Pays	Département	MW	P50 kWh/kWc	P90 kWh/kWc	DevEx k€	Taux succès	Valeur cible k€	Note
1	France	Creuse	18,0	1 292	1 227	305	100%	1 938	FR
2	France	Pyrénées-Or.	13,6	1 468	1 395	305	130%	1 618	FR
3	France	Pyrénées-Or.	15,7	1 399	1 329	305	100%	1 619	FR
4	France	Indre	20,0	1 226	1 165	305	100%	1 100	FR
5	Italie	Émilie-Romagne	25,0	1 710	1 594	305	150%	2 811	IT
6	Italie	Pouilles	20,9	1 771	1 650	238	150%	2 442	IT
7	Italie	Pouilles	9,1	1 890	1 796	305	78%	1 065	IT

Total portefeuille : 122,3 MWc · Production P90 annuelle : 164 860 MWh · Valeur cible totale pondérée : 10 658 k€ (à 88 k€/MWc)

2.2 Stade de développement

Tous les projets sont au stade développement initial. Aucune autorisation n'a été obtenue à la date d'analyse.

- Projets français (Creuse, Pyrénées-Orientales ×2, Indre) : lancement études / état initial environnemental · PTF raccordement prévu 2028 · RTB visé 2028-2029
- Projets italiens (Émilie-Romagne, Pouilles ×2) : raccordement DÉJÀ SÉCURISÉ (avantage majeur) · Procédure autorisation parallèle (env. + urbanisme simultanés) · RTB visé 2027-2029
 - ⚠ Point critique : Projet 6 (Pouilles, 20,9 MW, 23% valeur portefeuille) : RTB prévu juin 2029, échéance obligations janvier 2030 = 7 mois de marge seulement

3. STRUCTURE FINANCIÈRE & SÛRETÉS

3.1 Structure d'investissement

Elements Croissance Europe 2 (SPV holding) détient 100% des 7 SPV projets : Soleil Elements 111, 113, 116, 117 (France) + Codogoro, Calimera, Cerognola dont 50% (Italie). Les obligations sont émises par la holding.

3.2 Sûretés & covenants

- Nantissement 1er rang sur 100% des titres Elements Croissance Europe 2 (constituant : Elements, actionnaire unique)
- Pari passu avec OS 1 (1,987 M€) et tranches successives assimilables (art. L.228-46 Code commerce)
- Covenant LTV : Ratio [dette restante / Valeur Cible] < 50% — vérification annuelle par comité de suivi
- LTV actuel : ~47% (5 M€ / 10 658 k€) — conforme au covenant
- Interdiction de subordination : pas de dette senior supplémentaire sans consentir mêmes droits aux obligataires
- Clause de substitution : jusqu'à 5 projets RTB substituables (approbation Enerfip requise, maintien LTV)
- Cashpooling groupe : utilisation partielle des fonds en trésorerie Groupe Elements — covenant interdit transferts si impayés obligations

⚠ **Limite de la sûreté** : Nantissement sur titres de la holding (indirect). En cas de défaut : saisie des titres, puis liquidation des SPV projets — procédure longue et incertaine, valeur de réalisation aléatoire.

4. ANTÉCÉDENTS DU PORTEUR

4.1 Profil Elements

- Fondée en 2015 à Montpellier · ~115 collaborateurs · 6 agences · Technologies : PV, éolien, hydro, stockage
- Pipeline : 100 MWc RTB/exploitation · 1 GWc en instruction · 1,9 GWc en développement
- Zones géographiques : France, Finlande, Allemagne, Italie
- Actionnariat institutionnel : BPI France, Crédit Agricole (8 entités régionales), OCCTE, Enerfip Gestion
- Résultats 2024 : CA 17,6 M€ · Résultat net +1,1 M€ (vs -213 k€ en 2023) · Capitaux propres 19,4 M€

4.2 Historique crowdfunding Enerfip (anonymisé)

Année	Montant	Taux	Durée / Échéance	Statut	Détail
2020	4,0 M€	N/P	Remboursé	☑ Remboursé	Elements Croissance
2021	4,0 M€	N/P	Remboursé	☑ Remboursé	Elements Croissance 2
2022	2,9 M€	5%+2% PNC	02/04/2026	⊙ En cours	Elements Participatif (OC, 1,009 M€ remboursés)
2023	2,1 M€	5%+2% PNC	02/04/2026	⊙ En cours	Elements Participatif CALEN
2024	4,0 M€	6%	12/04/2028	⊙ En cours	Belharra
2025	2,5 M€	8,25%	26/06/2029	⊙ En cours	Uluwatu (objectif 5 M€)

Bilan : ~20 M€ collectés total · ~9 M€ remboursés · ~11,4 M€ en encours · Aucun défaut à date · Quelques retards administratifs sans impact capital

5. CONTEXTE MARCHÉ & RÉGLEMENTAIRE

5.1 France

- Objectif PPE 2023-2028 : 54-60 GW solaire installé d'ici 2028 (vs 17 GW fin 2023) · Appels d'offres CRE : ~2 GW/an
- Tarifs CRE actuels (2024) : 60-80 €/MWh grandes toitures / 50-70 €/MWh au sol · ⚠ Incohérence avec hypothèse projet 305 €/MWh (possiblement tarif de cession post-construction)
- Acceptabilité locale : enjeu majeur · Projet 4 (Indre, agrivoltaïsme élevage ovin/bovin) : avantage
- Réseau : congestion zones sud (PACA, Occitanie) · Pyrénées-Orientales exposées · Retards raccordement fréquents

5.2 Italie

- Objectif PNIEC : 79 GW solaire d'ici 2030 (vs 25 GW fin 2023)
- Mécanisme FER (Feed-in-Premium) : 70-110 €/MWh selon taille · Projet 6 (~238 €/MWh) : possiblement PPA privé
- Avantages Riley Italie : irradiance supérieure (+20-30% vs France) · procédure autorisation parallèle · raccordement sécurisé
- Risques : instabilité réglementaire (changements fréquents mécanismes support) · curtailment réseau sud (Pouilles)

5.3 Marché M&A projets ENR

- Valorisation RTB : 80-100 k€/MWc marché 2024 · Hypothèse Riley : 88 k€/MWc (cohérente)
- Point mort : ≥ 76 k€/MWc (marge 14% sur hypothèse centrale)
- Secteur crowdfunding ENR 2023 : +11,5% (vs -11,3% crowdfunding global) · Taux défaut quasi nul · Rendement moyen 6,6%

6. BUSINESS PLAN & STRESS TESTS

6.1 Hypothèses centrales

- Cession projets RTB : 88 k€/MWc · Revenus totaux 2029 : 10 658 k€ · Coûts 2025-2028 : 2 276 k€
- Intérêts annuels : 425 k€ (8,50% × 5 M€) · Intérêts totaux : 1 700 k€ sur 4 ans
- Trésorerie disponible fin 2028 (avant cession) : ~1 462 k€ — suffisante pour couvrir les opérations
- Point mort : 76 k€/MWc (marge 14% vs hypothèse 88 k€/MWc)

6.2 Tableau de sensibilité

Scénario	Revenus 2029	Dette totale	Couverture	Résultat
Base (hypothèse 88k€/MWc)	10 658 k€	6 700 k€	159%	☑ Confortable
Valorisation -20% (70k€/MWc)	8 526 k€	6 700 k€	127%	⚠ Tendu
Perte projet 4 (Indre, 20 MW)	7 847 k€	6 700 k€	117%	⚠ Tendu
Perte projet 6 (Pouilles, 20,9 MW)	8 216 k€	6 700 k€	123%	⚠ Tendu
50% projets RTB seulement	5 329 k€	6 700 k€	80%	✘ Défaut probable
Retard 6+ mois (tous projets)	Décalé 2030	6 700 k€	N/A	✘ Défaut échéance

Conclusion : Le scénario de base offre une couverture confortable (159%). La principale vulnérabilité est le taux de succès du développement : en-dessous de ~60% des projets atteignant le stade RTB, le défaut devient probable. La concentration des revenus en 2029 ne laisse aucune marge en cas de retard global.

7. GRILLE D'ÉVALUATION MULTICRITÈRE

Critère	Note	Justification
Ressource & production	★★★★☆	P90 cohérent avec le gisement (Italie élevé, France standard). Pas de mesures locales (stade précoce). Hypothèses raisonnables mais non vérifiées.
Revenus & offtake	★★★★☆	Schéma tarifs réglementés (CRE/GSE) sécurisant post-construction. Mais projets non lauréats, tarifs non garantis. Incohérence : 305 €/MWh vs CRE actuel 50-80 €/MWh.
Autorisations & raccordement	★★★★☆	Aucune autorisation obtenue. Procédure italienne parallèle + raccordement sécurisé (avantage). Procédure française séquentielle (risque retards et recours).
Structure & sûretés	★★★★☆	Sûreté 1er rang (nantissement titres SPV). Covenants LTV < 50% protecteur. Mais sûreté indirecte (titres, pas actifs). Subordination interdite.
Antécédents porteur	★★★★☆	Historique solide : 9 M€ remboursés, 0 défaut. Sponsor expérimenté (10 ans, 100 MWc réalisés). Performance financière 2024 positive. Premier portefeuille développement attendu fin 2025.
Planning & risques	★★★★☆	Calendrier ambitieux. Projet 6 : buffer 7 mois seulement. Pas de pénalités retard. Risque retards administratifs/réseau élevé.
Business plan & remboursement	★★★★☆	Revenus 100% concentrés en 2029. Remboursement dépend succès développement + cession. Valorisation 88k€/MWc raisonnable mais non garantie. Défaut probable si < 60% projets RTB.

NOTE GLOBALE : ★★★★★ (2,5 / 5) — RISQUE ÉLEVÉ

8. POINTS FORTS & POINTS D'ATTENTION

8.1 Points forts

- Sponsor solide : 10 ans expérience, 100 MWc réalisés, résultat net 2024 positif, actionnariat institutionnel (Crédit Agricole, BPI)
- Historique crowdfunding : 9 M€ remboursés, 0 défaut, discipline de paiement constante depuis 2020
- Diversification géographique : 4 projets France + 3 Italie (réduction risque réglementaire/réseau)
- Avantages italiens : raccordement DÉJÀ sécurisé + procédure autorisation parallèle (gain de temps significatif)
- Sûreté 1er rang : nantissement 100% titres SPV + covenant LTV < 50% (protection structurelle)
- Taux attractif : 8,50% vs moyenne marché 6-7% pour stade développement
- Agrivoltaïsme (Projet 4, Indre) : élevage ovin/bovin + délibération communale favorable → acceptabilité locale renforcée
- Valorisation RTB cohérente avec marché : 88 k€/MWc dans la fourchette basse-médiane 2024

8.2 Points d'attention principaux

- ⚠ **RISQUE MAJEUR** : Aucun projet n'a obtenu ses autorisations. Stade très précoce. Risque refus, recours, retards administratifs élevé
- ⚠ **Concentration revenus** : 100% des revenus concentrés en 2029. Aucun cash-flow intermédiaire pendant 4 ans
- ⚠ **Calendrier serré** : Projet 6 (Pouilles, 20,9 MW = 23% valeur) : buffer seulement 7 mois entre RTB prévu et échéance obligations
- ⚠ **Risque cession** : Valorisation 88 k€/MWc non garantie. Dépend marché M&A 2029. Baisse -20% → marge réduite à 27%
- ⚠ **Incohérence tarifaire** : Hypothèse 305 €/MWh vs tarifs CRE actuels 50-80 €/MWh (non expliquée dans les documents)
- Sûreté indirecte : nantissement sur titres holding, pas sur actifs projets. En cas de défaut : procédure longue
- Risque substitution : clause permet de remplacer jusqu'à 5 projets RTB → dilution qualité portefeuille possible
- Risque réglementaire Italie : instabilité des mécanismes FER, curtailment réseau Pouilles
- Retards historiques : « Elements Participatif » (échéance 04/2026) accusait des retards administratifs (non quantifiés)

9. CONCLUSION

Le Projet Riley présente un profil risque/rendement caractéristique des obligations de développement ENR : un taux attractif (8,50%) en contrepartie d'un risque d'exécution élevé. Elements est un sponsor crédible avec un track record crowdfunding positif, mais le portefeuille est au stade le plus précoce du développement.

Le scénario central est viable (couverture 159%), mais la tolérance aux écarts est limitée : tout retard global, tout échec de développement au-delà de 40% du portefeuille, ou tout décalage calendaire majeur peut conduire au défaut. La concentration des revenus en 2029 et le buffer de 7 mois sur le Projet 6 constituent les deux vulnérabilités structurelles de ce dossier.

Cet investissement s'adresse à des investisseurs avertis, capables d'accepter un risque de perte partielle ou totale du capital, d'immobiliser leur épargne pendant 4 ans sans revenus intermédiaires, et ayant une conviction sur la capacité d'exécution du management Elements et sur le marché M&A des projets ENR en 2029.

Recommandations de vérification avant décision : (1) Évolution réglementaire France/Italie · (2) Marché M&A projets ENR (valorisations RTB actuelles) · (3) Antécédents précis Elements (taux succès, délais réels de développement) · (4) Remboursement en cours du premier portefeuille développement (Belharra/Uluwatu, attendu fin 2025) · (5) Clarification de l'incohérence tarifaire 305 €/MWh

⚠ AVERTISSEMENT : Analyse réalisée par une IA à titre pédagogique. Ne constitue pas un conseil en investissement. L'investissement en crowdfunding ENR comporte des risques élevés (perte en capital, défaut, illiquidité, retards). Menez vos propres vérifications ou consultez un professionnel qualifié.

Documents analysés : Note d'analyse Enerfip « Projet Riley » (33 p.) · FICI · Termes et Conditions obligations simples (50 p.) · Organigramme · CV dirigeants · Rapport commissaire L.228-39 · Comptes sociaux Elements 2024

Date d'analyse : Février 2026 · Analyse réalisée par IA (Claude, Anthropic)