

PROJET D'OFFRE PUBLIQUE DE RETRAIT SUIVIE D'UN RETRAIT OBLIGATOIRE

PORTANT SUR LES ACTIONS ÉMISES PAR LA SOCIÉTÉ

ELF AQUITAINE



INITIÉE PAR LA SOCIÉTÉ

TOTAL S.A.



TOTAL

PRÉSENTÉE PAR



Projet de note d'information conjointe aux sociétés TOTAL S.A. et Elf Aquitaine

Prix de l'Offre : 305 € par action Elf Aquitaine (coupon du solde du dividende 2009 attaché)

Durée de l'Offre : 10 jours de négociation

Avis important

Sous réserve de la décision de conformité de l'Autorité des marchés financiers, à l'issue de la présente offre publique de retrait, la procédure de retrait obligatoire prévue par l'article L. 433-4 II du Code monétaire et financier sera mise en œuvre. Les actions Elf Aquitaine qui n'auront pas été apportées à la présente offre publique de retrait seront transférées le jour de négociation suivant la clôture de l'offre publique de retrait à la société TOTAL S.A., moyennant une indemnisation de 305 € par action Elf Aquitaine (coupon du solde du dividende 2009 attaché).



Le présent projet de note d'information conjointe a été déposé le 24 mars 2010 auprès de l'Autorité des marchés financiers conformément aux dispositions des articles 231-13, 231-18, 236-3 et 237-1 et suivants du Règlement général de l'Autorité des marchés financiers.

Cette offre et le projet de note d'information restent soumis à l'examen de l'Autorité des marchés financiers.

Le présent projet de note d'information est disponible sur les sites Internet de l'Autorité des marchés financiers (www.amf-france.org) et de TOTAL S.A. (www.total.com) et sans frais auprès de :

TOTAL S.A.

2 place Jean Millier, La Défense 6
92400 Courbevoie

BNP Paribas

4 rue d'Antin
75002 Paris

Elf Aquitaine

2 place Jean Millier, La Défense 6
92400 Courbevoie

BNP Paribas Securities Services

3 rue d'Antin
75002 Paris

Les informations relatives aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables des sociétés TOTAL S.A. et Elf Aquitaine seront mises à la disposition du public, conformément aux dispositions de l'article 231-28 du Règlement général de l'Autorité des marchés financiers, au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'offre publique de retrait selon les mêmes modalités.

SOMMAIRE

I.	CONTEXTE DE L'OPÉRATION	1
1.1.	HISTORIQUE DE LA PARTICIPATION DE TOTAL S.A. DANS ELF AQUITAINE	1
1.2.	RÉPARTITION DU CAPITAL ET DES DROITS DE VOTE D'ELF AQUITAINE	2
1.3.	CADRE JURIDIQUE DE L'OFFRE ET DU RETRAIT OBLIGATOIRE	3
II.	INTENTIONS DE L'INITIATEUR POUR LES DOUZE PROCHAINS MOIS	3
2.1.	INTENTIONS DE L'INITIATEUR CONCERNANT LA STRATÉGIE ET LA POLITIQUE INDUSTRIELLE, COMMERCIALE ET FINANCIÈRE DE LA SOCIÉTÉ	3
2.2.	INTENTIONS DE L'INITIATEUR CONCERNANT LA DIRECTION DE LA SOCIÉTÉ ET LES ORGANES DE CONTRÔLE	4
2.3.	INTENTIONS DE L'INITIATEUR CONCERNANT L'EMPLOI	4
2.4.	POLITIQUE DE DISTRIBUTION DES DIVIDENDES	4
2.5.	PERSPECTIVE OU NON D'UNE FUSION	4
III.	CARACTÉRISTIQUES DE L'OFFRE ET DU RETRAIT OBLIGATOIRE.....	4
3.1.	BASES DE L'OFFRE ET DU RETRAIT OBLIGATOIRE	4
3.2.	NOMBRE D'ACTIONS SUSCEPTIBLES D'ÊTRE APPORTÉES À L'OFFRE	5
3.3.	MODALITÉS DE L'OFFRE ET DU RETRAIT OBLIGATOIRE	5
3.3.1.	L'Offre	5
3.3.2.	Le Retrait Obligatoire.....	6
3.4.	CALENDRIER INDICATIF DE L'OFFRE ET DU RETRAIT OBLIGATOIRE	7
3.5.	RESTRICTIONS CONCERNANT L'OFFRE À L'ÉTRANGER.....	7
3.6.	RÉGIME FISCAL DE L'OFFRE ET DU RETRAIT OBLIGATOIRE	8
3.6.1.	Personnes physiques détenant des actions Elf Aquitaine dans le cadre de leur patrimoine privé et ne réalisant pas d'opérations de bourse à titre habituel.....	8
3.6.1.1.	Régime de droit commun.....	8
3.6.1.2.	Régime spécial des plans d'épargne en actions (« PEA »).....	9
3.6.1.3.	Salariés et mandataires sociaux titulaires d'actions Elf Aquitaine reçues lors de l'exercice d'option de souscription ou d'achat d'actions	10
3.6.2.	Personnes morales soumises à l'impôt sur les sociétés	10
3.6.3.	Autres actionnaires.....	11
3.6.4.	Actions Elf Aquitaine qui feront l'objet du Retrait Obligatoire.....	11
3.7.	FINANCEMENT ET COÛTS DE L'OFFRE ET DE LA MISE EN ŒUVRE DU RETRAIT OBLIGATOIRE.....	11
3.8.	ACCORDS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE SIGNIFICATIVE SUR L'APPRÉCIATION DE L'OFFRE OU SON ISSUE	12
3.9.	INFORMATIONS RELATIVES À ELF AQUITAINE SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE EN CAS D'OFFRE PUBLIQUE	12

IV. ÉLÉMENTS D'APPRÉCIATION DU PRIX DE L'OFFRE ET DU RETRAIT OBLIGATOIRE	12
4.1. MÉTHODOLOGIE	12
4.2. PRINCIPES GÉNÉRAUX.....	13
4.3. MÉTHODES RETENUES	13
4.3.1. Actualisation des flux futurs de trésorerie d'exploitation	13
4.3.2. Multiples boursiers du secteur pétrolier	17
4.3.3. Multiples boursiers de TOTAL S.A. appliqués à Elf Aquitaine	18
4.4. RÉFÉRENCES INDICATIVES.....	18
4.5. MÉTHODES ÉCARTÉES	19
4.6. SYNTHÈSE DES RÉSULTATS D'ÉVALUATION	19
V. RAPPORT DE L'EXPERT INDÉPENDANT	20
5.1. RAPPORT DE L'EXPERT INDÉPENDANT EN DATE DU 22 MARS 2010.....	20
5.1.1. Présentation de l'opération.....	20
5.1.1.1. Sociétés concernées par l'opération	20
5.1.1.2. Contexte et termes de l'Offre	21
5.1.2. Déclaration d'indépendance	22
5.1.3. Diligences effectuées.....	22
5.1.4. Evaluation des actions de la société Elf Aquitaine.....	23
5.1.4.1. Méthodes d'évaluation écartées.....	23
5.1.4.2. Méthodes d'évaluation retenues	24
5.1.5. Analyse du travail d'évaluation réalisé par la banque évaluatrice	34
5.1.5.1. Méthodes d'évaluation écartées par la banque présentatrice	35
5.1.5.2. Méthodes d'évaluation retenues par la banque présentatrice	35
5.1.6. Synthèse de nos travaux et attestation sur le caractère équitable du prix offert	37
5.1.6.1. Synthèse de nos travaux d'évaluation	37
5.1.6.2. Attestation sur le caractère équitable du prix offert	38
5.2. ANNEXES AU RAPPORT DE L'EXPERT INDÉPENDANT	39
VI. AVIS DU CONSEIL D'ADMINISTRATION D'ELF AQUITAINE, SOCIÉTÉ VISÉE PAR L'OFFRE ET LE RETRAIT OBLIGATOIRE	42
VII. PERSONNES QUI ASSUMENT LA RESPONSABILITÉ DE LA NOTE D'INFORMATION	43
7.1. POUR LA PRÉSENTATION DE L'OFFRE ET DU RETRAIT OBLIGATOIRE	43
7.2. POUR LA PRÉSENTATION DE TOTAL S.A.....	44
7.3. POUR LA PRÉSENTATION D'ELF AQUITAINE.....	44

En application des articles 236-3 et 237-1 et suivants du Règlement général de l'Autorité des marchés financiers, la société TOTAL S.A., une société anonyme au capital de 5 871 057 210 €, dont le siège social est situé 2 place Jean Millier, La Défense 6, 92400 Courbevoie, immatriculée au Registre du commerce et des sociétés de Nanterre sous le numéro 542 051 180 (« **TOTAL S.A.** » ou l'« **Initiateur** »), offre irrévocablement aux actionnaires de la société Elf Aquitaine, une société anonyme au capital de 2 250 750 872 €, dont le siège social est situé 2 place Jean Millier, La Défense 6, 92400 Courbevoie, immatriculée au Registre du commerce et des sociétés de Nanterre sous le numéro 552 120 784 (« **Elf Aquitaine** » ou la « **Société** »), d'acquérir la totalité de leurs actions Elf Aquitaine au prix unitaire de 305 € (coupon du solde du dividende 2009 attaché) dans le cadre de la présente offre publique de retrait (l'« **Offre** »), qui sera immédiatement suivie de la mise en oeuvre d'une procédure de retrait obligatoire (le « **Retrait Obligatoire** »).

En application des dispositions de l'article 231-13 du Règlement général de l'Autorité des marchés financiers, BNP Paribas garantit le caractère irrévocable des engagements pris par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre.

I. CONTEXTE DE L'OPÉRATION

1.1. HISTORIQUE DE LA PARTICIPATION DE TOTAL S.A. DANS ELF AQUITAINE

Le 5 juillet 1999, TOTAL S.A. (alors dénommée Totalfina) a déposé une offre publique d'échange portant sur l'intégralité des actions Elf Aquitaine en circulation ainsi que sur les actions Elf Aquitaine susceptibles d'être créées par voie d'exercice d'options jusqu'à la clôture de l'offre. Les termes et conditions de cette offre ont été décrits dans une note d'information visée par la Commission des opérations de bourse le 20 juillet 1999 sous le numéro 99-1002 et modifiés par une offre en surenchère déposée par TOTAL S.A. le 13 septembre 1999 (l'« **OPE en Surenchère** »). Cette OPE en Surenchère a fait l'objet d'une décision de recevabilité du Conseil des marchés financiers en date du 16 septembre 1999 sous le numéro 199C1320 et est décrite dans une note d'information établie conjointement par TOTAL S.A. et Elf Aquitaine visée par la Commission des opérations de bourse le 22 septembre 1999 sous le numéro 99-1179.

A l'issue de l'OPE en Surenchère, dont le résultat a fait l'objet d'un avis du Conseil des marchés financiers en date du 26 octobre 1999 sous le numéro 199C1628, et de l'offre menée conjointement aux Etats-Unis d'Amérique, TOTAL S.A. a reçu 234 534 339 actions et 39 621 478 *American depositary shares* (« **ADS** ») Elf Aquitaine, soit un total de 254 345 078 actions Elf Aquitaine représentant, au 26 octobre 1999, 91,87 % du capital et 94,19 % des droits de vote d'Elf Aquitaine. En incluant les actions Elf Aquitaine autodétenues et non apportées, soit 8 485 797 actions Elf Aquitaine, le nombre d'actions Elf Aquitaine détenues directement et indirectement par TOTAL S.A. à l'issue de l'OPE en Surenchère était de 262 830 875 actions Elf Aquitaine, représentant à cette date 94,93 % du capital et 94,19 % des droits de vote de la Société.

Elf Aquitaine a procédé au cours des mois de novembre et décembre 1999 à un rachat net de 2 149 970 de ses propres actions (avis du Conseil des marchés financiers numéro 199C1918 en date du 6 décembre 1999 et 200C0116 en date du 24 janvier 2000). De plus, TOTAL S.A. a reçu 100 828 actions Elf Aquitaine suite à la mise en oeuvre de la garantie d'échange accordée aux bénéficiaires d'options de souscription ou d'achat d'actions Elf Aquitaine dont les termes ont été décrits dans la note d'information relative à l'OPE en Surenchère. TOTAL S.A. a ainsi franchi les seuils de 95 % du capital et des droits de vote d'Elf Aquitaine sur la base des dispositions alors en vigueur, *i.e.*, sans tenir compte des droits de vote attachés aux actions privées de droits de vote. Ainsi, au 30 avril 2000, TOTAL S.A. détenait, directement et indirectement, 265 081 673 actions Elf Aquitaine représentant 95,56 % du capital et 95,35 % des droits de vote d'Elf Aquitaine.

Dans le prolongement de ces opérations, TOTAL S.A. a déposé une offre publique de retrait le 25 mai 2000 portant sur la totalité des actions Elf Aquitaine non encore détenues par TOTAL S.A., ainsi que sur les actions Elf Aquitaine qui résulteraient de l'exercice des options de souscription d'actions

susceptibles d'être levées jusqu'à la clôture de l'offre, étant rappelé que cette offre a pris la forme d'une offre publique d'échange, laquelle n'a pas été suivie d'un retrait obligatoire.

A l'issue de l'offre publique de retrait, TOTAL S.A. a reçu 10 828 326 actions Elf Aquitaine et détenait donc directement 265 323 424 actions Elf Aquitaine représentant, au 14 septembre 2000, 95,62 % du capital et 99,42 % des droits de vote. En incluant les actions Elf Aquitaine alors autodétenues et non apportées, soit 10 635 767 actions Elf Aquitaine, le nombre d'actions Elf Aquitaine détenues directement et indirectement par TOTAL S.A. à l'issue de l'offre publique de retrait était de 275 959 191 actions Elf Aquitaine représentant à cette date 99,46 % du capital et 99,42 % des droits de vote de la Société¹.

Au 28 février 2010, TOTAL S.A. détenait directement 269 239 290 actions Elf Aquitaine représentant 95,70 % du capital et 97,79 % des droits de vote. En incluant les actions Elf Aquitaine autodétenues, soit 10 635 844 actions Elf Aquitaine, le nombre d'actions Elf Aquitaine détenues directement et indirectement par TOTAL S.A. à cette date était de 279 875 134 actions Elf Aquitaine représentant 99,48 % du capital et 99,73 % des droits de vote².

L'accroissement de la participation directe de TOTAL S.A. dans Elf Aquitaine entre l'offre publique de retrait initiée par TOTAL S.A. en 2000 et le 28 février 2010 est exclusivement dû à l'exercice d'options de souscription Elf Aquitaine et à la mise en œuvre de la garantie d'échange mentionnée ci-dessus. Il est précisé que la dernière date d'échéance pour l'exercice de ces options était le 12 septembre 2009. Il n'existe en conséquence plus d'options en circulation. Il n'existe par ailleurs aucun titre donnant ou pouvant donner immédiatement ou à terme accès au capital de la Société.

1.2. RÉPARTITION DU CAPITAL ET DES DROITS DE VOTE D'ELF AQUITAINE

Au 28 février 2010, la répartition du capital social et des droits de vote de la Société était la suivante :

	Actions		Droits de vote	
	Nombre	% (1)	Nombre	% (1)
TOTAL S.A.	269 239 290	95,70	538 310 919	97,79
Autodétention	10 635 844	3,78	-	-
Public	1 468 725	0,52	1 503 745	0,27
Total général	281 343 859	100,00	550 450 508	100,00

- (1) Les pourcentages indiqués dans ce tableau sont calculés conformément aux dispositions de l'article 223-11 du Règlement général de l'Autorité des marchés financiers, sur la base de l'ensemble des actions auxquelles sont attachés des droits de vote, y compris les actions privées de droits de vote (c'est-à-dire sur la base d'un capital d'Elf Aquitaine composé de 281 343 859 actions auxquelles sont attachés 550 450 508 droits de vote).

¹ Les pourcentages indiqués dans le présent paragraphe ainsi que dans les paragraphes précédents de la présente section « 1.1 - Historique de la participation de TOTAL S.A. dans Elf Aquitaine » sont calculés conformément aux dispositions alors en vigueur, c'est-à-dire, sans tenir compte des droits de vote attachés aux actions privées de droits de vote.

² Les pourcentages indiqués dans ce paragraphe sont calculés conformément aux dispositions de l'article 223-11 du Règlement général de l'Autorité des marchés financiers, sur la base de l'ensemble des actions auxquelles sont attachés des droits de vote, y compris les actions privées de droits de vote (c'est-à-dire sur la base d'un capital d'Elf Aquitaine composé de 281 343 859 actions auxquelles sont attachés 550 450 508 droits de vote au 28 février 2010).

1.3. CADRE JURIDIQUE DE L'OFFRE ET DU RETRAIT OBLIGATOIRE

A l'issue de l'offre publique de retrait initiée par TOTAL S.A. en 2000 et décrite à l'article « 1.1 - Historique de la participation de TOTAL S.A. dans Elf Aquitaine » de la présente note d'information, il a été annoncé par avis ParisBourse^{SBF} S.A. (devenu Euronext Paris S.A.) numéro 2000-4454 en date du 20 octobre 2000 que les actions Elf Aquitaine seraient radiées du Premier Marché de ParisBourse^{SBF} S.A. à compter du 3 novembre 2000 à l'issue de la période d'ouverture du marché. La cotation des actions Elf Aquitaine a été transférée au compartiment des valeurs radiées des marchés réglementés (désormais le compartiment des valeurs radiées du marché réglementé géré par Euronext Paris S.A.) à compter du 6 novembre 2000, lequel prévoit un *fixing* quotidien à 15 heures.

Les actions Elf Aquitaine, qui ont ainsi cessé d'être négociées sur un marché réglementé, peuvent faire l'objet de la présente Offre et du Retrait Obligatoire dans les conditions prévues par le Règlement général de l'Autorité des marchés financiers, en application de l'article L. 433-4, I 1° du Code monétaire et financier et des articles 231-1, alinéa 2, et 236-3 du Règlement général de l'Autorité des marchés financiers.

Il est par ailleurs précisé que, jusqu'à l'issue de l'offre publique de retrait initiée par TOTAL S.A. en 2000, les actions Elf Aquitaine étaient négociées sur le *New York Stock Exchange* directement et par l'intermédiaire d'ADS. Les actions et les ADS Elf Aquitaine ont cessé d'être cotés au *New York Stock Exchange* à compter du 5 septembre 2000. Le programme d'ADS d'Elf Aquitaine a été clôturé le 18 septembre 2000. La radiation du NYSE des actions et des ADS Elf Aquitaine a pris effet le 18 octobre 2000 à l'ouverture du marché, après avoir été approuvée par la *Securities and Exchange Commission*. Le désenregistrement des actions et des ADS Elf Aquitaine au titre de la section 12(g) de l'*U.S. Securities Exchange Act* de 1934 est intervenu le 23 mars 2001 avec le dépôt par Elf Aquitaine du *Form-15* auprès de la *Securities and Exchange Commission*.

Souhaitant acquérir le solde du capital de la Société et offrir une opportunité de retrait immédiate aux actionnaires minoritaires d'Elf Aquitaine à des conditions de prix attractives et dont le caractère équitable est attesté (voir le rapport de l'expert indépendant figurant à la section « V - Rapport de l'expert indépendant »), l'Initiateur a déposé auprès de l'Autorité des marchés financiers la présente Offre qui sera immédiatement suivie du Retrait Obligatoire, les actionnaires minoritaires de la Société ne représentant pas plus de 5 % du capital ou des droits de vote de cette dernière.

Dans le cadre de l'Offre et du Retrait Obligatoire, le Conseil d'Administration de la Société a désigné Mme Sonia Bonnet-Bernard, Associée-Gérante du cabinet Ricol Lasteyrie sis au 2 avenue Hoche - 75008 Paris en qualité d'expert indépendant, conformément aux dispositions de l'article 261-1 du Règlement général de l'Autorité des marchés financiers, lequel a remis le rapport reproduit à la section « V - Rapport de l'expert indépendant ».

Les termes de l'Offre et du Retrait Obligatoire ont été approuvés, à l'unanimité des membres présents et représentés, par le Conseil d'Administration d'Elf Aquitaine réuni en date du 23 mars 2010 (voir section « VI - Avis du Conseil d'Administration d'Elf Aquitaine, société visée par l'Offre et le Retrait Obligatoire »).

II. INTENTIONS DE L'INITIATEUR POUR LES DOUZE PROCHAINS MOIS

2.1. INTENTIONS DE L'INITIATEUR CONCERNANT LA STRATÉGIE ET LA POLITIQUE INDUSTRIELLE, COMMERCIALE ET FINANCIÈRE DE LA SOCIÉTÉ

Il est rappelé que, suite au rapprochement entre TOTAL S.A. et Elf Aquitaine intervenu en 1999, l'Initiateur contrôle la Société (voir article « 1.1 - Historique de la participation de TOTAL S.A. dans Elf Aquitaine » de la présente note d'information). Au 28 février 2010, TOTAL S.A. détenait directement et indirectement 99,48 % du capital et 99,73 % des droits de vote d'Elf Aquitaine (voir

article « 1.2 - Répartition du capital et des droits de vote d'Elf Aquitaine » de la présente note d'information).

L'Initiateur n'entend modifier ni la stratégie, ni la politique industrielle, commerciale et financière de la Société, et a l'intention de poursuivre la stratégie du groupe TOTAL.

2.2. INTENTIONS DE L'INITIATEUR CONCERNANT LA DIRECTION DE LA SOCIÉTÉ ET LES ORGANES DE CONTRÔLE

Aucune modification significative de la direction ou des organes de contrôle de la Société n'est envisagée à ce stade par l'Initiateur, étant précisé que le Conseil d'Administration d'Elf Aquitaine est à ce jour constitué de six membres dont deux administrateurs indépendants, et que le Président-Directeur Général de la Société est également Directeur Général et administrateur de TOTAL S.A.

2.3. INTENTIONS DE L'INITIATEUR CONCERNANT L'EMPLOI

L'Offre s'inscrivant dans une logique de poursuite de l'activité d'Elf Aquitaine, elle ne devrait pas avoir d'incidence significative sur la politique poursuivie dans Elf Aquitaine par l'Initiateur en matière d'emploi.

2.4. POLITIQUE DE DISTRIBUTION DES DIVIDENDES

Il est dans l'intention de l'Initiateur de poursuivre une politique de distribution de dividendes conforme à la capacité distributrice de la Société et à ses besoins de financement.

Il est rappelé qu'au titre de l'exercice social clos le 31 décembre 2009, un acompte sur dividende de 4,56 € par action Elf Aquitaine a été détaché de l'action Elf Aquitaine sur Euronext Paris le 13 novembre 2009 et mis en paiement le 18 novembre 2009.

En complément de cet acompte sur dividende, l'Assemblée Générale ordinaire annuelle d'Elf Aquitaine appelée à statuer sur les comptes de l'exercice 2009 devra se prononcer sur le paiement d'un solde de dividende d'un montant de 4,56 € par action Elf Aquitaine.

Ce solde de dividende serait mis en paiement après la clôture de l'Offre. Par conséquent, le prix proposé dans le cadre de la présente Offre et l'indemnisation accordée dans le cadre du Retrait Obligatoire tiennent compte du solde du dividende 2009.

2.5. PERSPECTIVE OU NON D'UNE FUSION

TOTAL S.A. n'exclut pas de fusionner avec Elf Aquitaine dans un souci de simplification des structures juridiques, étant précisé que le prix proposé dans le cadre de la présente Offre et l'indemnisation accordée dans le cadre du Retrait Obligatoire ne préjugent pas des conditions qui pourraient être retenues dans la mise en œuvre d'une fusion ultérieure entre TOTAL S.A. et Elf Aquitaine.

III. CARACTÉRISTIQUES DE L'OFFRE ET DU RETRAIT OBLIGATOIRE

3.1. BASES DE L'OFFRE ET DU RETRAIT OBLIGATOIRE

En application des dispositions des articles 231-13, 236-3 et 237-1 et suivants du Règlement général de l'Autorité des marchés financiers, BNP Paribas, agissant pour le compte de l'Initiateur, a déposé le projet d'Offre auprès de l'Autorité des marchés financiers sous la forme d'une offre publique de retrait suivie d'un retrait obligatoire portant sur la totalité des actions Elf Aquitaine non encore détenues par l'Initiateur.

En conséquence, l'Initiateur s'engage irrévocablement auprès des actionnaires d'Elf Aquitaine à acquérir, au prix de 305 € par action Elf Aquitaine (coupon du solde du dividende 2009 attaché), toutes quantités d'actions Elf Aquitaine qui seront présentées à la présente Offre pendant une période de 10 jours de négociation.

En application des dispositions de l'article 231-13 du Règlement général de l'Autorité des marchés financiers, BNP Paribas garantit le caractère irrévocable des engagements pris par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre.

3.2. NOMBRE D'ACTIONS SUSCEPTIBLES D'ÊTRE APPORTÉES À L'OFFRE

Il est rappelé qu'au 28 février 2010, l'Initiateur détenait directement 269 239 290 actions Elf Aquitaine, représentant 95,70 % du capital et 97,79 % des droits de vote de la Société et, indirectement, compte tenu des 10 635 844 actions Elf Aquitaine autodétenues par la Société, un total de 279 875 134 actions représentant 99,48 % du capital et 99,73 % des droits de vote de la Société³.

L'Offre porte sur la totalité des actions Elf Aquitaine non détenues par l'Initiateur ou la Société, à savoir 1 468 725 actions Elf Aquitaine représentant 0,52 % du capital et 0,27 % des droits de vote de la Société.

Les 10 635 844 actions Elf Aquitaine autodétenues par la Société ne sont pas visées par l'Offre. Ces actions ne seront donc pas apportées à l'Offre et ne seront pas transférées dans le cadre du Retrait Obligatoire.

A la date de la présente note d'information, il n'existe aucun titre de capital, ni aucun titre donnant ou pouvant donner accès immédiatement ou à terme au capital ou aux droits de vote d'Elf Aquitaine, autres que les actions Elf Aquitaine visées ci-dessus.

3.3. MODALITÉS DE L'OFFRE ET DU RETRAIT OBLIGATOIRE

3.3.1. L'Offre

Le projet d'Offre a été déposé auprès de l'Autorité des marchés financiers le 24 mars 2010. Un avis de dépôt sera publié par l'Autorité des marchés financiers sur son site Internet (www.amf-france.org).

Conformément aux dispositions de l'article 231-16 du Règlement général de l'Autorité des marchés financiers, le projet de note d'information est tenu gratuitement à la disposition du public au siège de TOTAL S.A., d'Elf Aquitaine, de BNP Paribas et de BNP Paribas Securities Services et a été mis en ligne sur les sites Internet de l'Autorité des marchés financiers et de TOTAL S.A. (www.total.com). Conformément aux dispositions des articles 231-16 III et 231-17 du Règlement général de l'Autorité des marchés financiers, un communiqué conjoint a été diffusé par l'Initiateur et Elf Aquitaine le 24 mars 2010 sur les sites Internet de l'Autorité des marchés financiers et de TOTAL S.A. (www.total.com) et sera publié sous forme d'avis financier par le journal La Tribune en date du 25 mars 2010.

L'Autorité des marchés financiers publiera sur son site Internet une déclaration de conformité motivée relative au projet d'Offre après s'être assurée de la conformité du projet de note d'information aux dispositions législatives et réglementaires qui lui sont applicables.

³ Les pourcentages indiqués dans cet article « 3.2 - Nombre d'actions susceptibles d'être apportées à l'Offre » sont calculés conformément aux dispositions de l'article 223-11 du Règlement général de l'Autorité des marchés financiers, sur la base de l'ensemble des actions auxquelles sont attachés des droits de vote, y compris les actions privées de droits de vote (c'est-à-dire sur la base d'un capital d'Elf Aquitaine composé de 281 343 859 actions auxquelles sont attachés 550 450 508 droits de vote).

La note d'information visée par l'Autorité des marchés financiers ainsi que les autres informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de l'Initiateur et de la Société seront disponibles sur les sites Internet de l'Autorité des marchés financiers et de TOTAL S.A. et seront mises à la disposition du public au plus tard la veille de l'ouverture de l'Offre. Des exemplaires de ces documents seront également disponibles sans frais aux sièges d'Elf Aquitaine, de TOTAL S.A., de BNP Paribas et de BNP Paribas Securities Services. Conformément aux dispositions des articles 231-27 et 231-28 du Règlement général de l'Autorité des marchés financiers, un communiqué précisant les modalités de mise à disposition de ces documents sera publié dans un journal économique de diffusion nationale.

Préalablement à l'ouverture de l'Offre et en accord avec la réglementation applicable, l'Autorité des marchés financiers publiera un avis d'ouverture de l'Offre et Euronext Paris S.A. publiera le calendrier et les modalités de l'Offre ainsi que les conditions de mise en œuvre du Retrait Obligatoire, et notamment la date de sa prise d'effet.

L'Offre sera ouverte pendant une période de 10 jours de négociation.

Les actions Elf Aquitaine détenues sous la forme nominative devront être converties au porteur pour être présentées à l'Offre. En conséquence, pour répondre à l'Offre, les détenteurs d'actions Elf Aquitaine inscrites en compte nominatif devront demander, dans les meilleurs délais, l'inscription de leurs actions sous la forme au porteur chez un intermédiaire habilité.

Les actions Elf Aquitaine apportées à l'Offre devront être libres de tout nantissement, gage ou restriction de quelque nature que ce soit au libre transfert de leur propriété.

Les actionnaires d'Elf Aquitaine qui souhaiteraient apporter leurs actions à l'Offre dans les conditions proposées devront remettre à leur intermédiaire financier (banque, entreprise d'investissement, etc.) un ordre d'apport à l'Offre en utilisant le modèle mis à leur disposition par cet intermédiaire, au plus tard le jour de la clôture de l'Offre.

Il est précisé que le règlement-livraison sera effectué au fur et à mesure de l'exécution des ordres, trois jours de négociation après chaque négociation. Le membre de marché acheteur agissant pour le compte de l'Initiateur est Exane BNP Paribas. Les frais de négociation seront à la charge des actionnaires vendeurs.

3.3.2. Le Retrait Obligatoire

Conformément aux dispositions des articles 237-1 et 237-10 du Règlement général de l'Autorité des marchés financiers, à l'issue de l'Offre, les actions Elf Aquitaine visées par l'Offre qui n'auront pas été apportées à celle-ci seront transférées le jour de négociation suivant la clôture de l'Offre au profit de l'Initiateur, moyennant une indemnisation identique au prix de l'Offre, soit 305 € par action Elf Aquitaine (coupon du solde du dividende 2009 attaché).

Conformément aux dispositions de l'article 237-3 du Règlement général de l'Autorité des marchés financiers, l'Initiateur publiera dans le journal d'annonces légales Les Petites Affiches un avis informant le public du Retrait Obligatoire le jour de négociation suivant la clôture de l'Offre.

Le montant de l'indemnisation par action, identique au prix par action de l'Offre, soit 305 € par action Elf Aquitaine (coupon du solde du dividende 2009 attaché), sera versé le jour de négociation suivant la clôture de l'Offre par TOTAL S.A. sur un compte bloqué ouvert à cet effet auprès de BNP Paribas Securities Services, centralisateur des opérations d'indemnisation. Après la clôture des comptes des affiliés par Euroclear France, les établissements dépositaires teneurs de comptes créditeront les comptes des détenteurs des actions Elf Aquitaine de l'indemnité leur revenant. Conformément à l'article 237-6 du Règlement général de l'Autorité des marchés financiers, les fonds non affectés correspondant à l'indemnisation des titres dont les ayants droit sont restés inconnus, seront conservés

par BNP Paribas Securities Services pendant une durée de dix ans à compter du jour de négociation suivant la clôture de l'Offre et versés à la Caisse des dépôts et consignations à l'expiration de ce délai. Ces fonds seront à la disposition des ayants droit sous réserve de la prescription trentenaire au bénéfice de l'Etat.

Les actions Elf Aquitaine seront radiées du compartiment des valeurs radiées du marché réglementé géré par Euronext Paris S.A. dès le lendemain de la clôture de l'Offre, date à laquelle le Retrait Obligatoire sera effectif.

3.4. CALENDRIER INDICATIF DE L'OFFRE ET DU RETRAIT OBLIGATOIRE

24 mars 2010.....	Dépôt du projet d'Offre auprès de l'Autorité des marchés financiers Communiqué de presse conjoint publié par Elf Aquitaine et l'Initiateur Mise à disposition du public et mise en ligne sur les sites Internet de l'Autorité des marchés financiers (www.amf-france.org) et de TOTAL S.A. (www.total.com) du projet de note d'information conjointe
13 avril 2010	Déclaration de conformité de l'Offre par l'Autorité des marchés financiers emportant visa de la note d'information conjointe
15 avril 2010	Mise à disposition du public et mise en ligne sur les sites Internet de l'Autorité des marchés financiers et de TOTAL S.A. de la note d'information conjointe visée par l'Autorité des marchés financiers et des documents relatifs aux caractéristiques juridiques, comptables et financières de TOTAL S.A. et d'Elf Aquitaine
16 avril 2010	Ouverture de l'Offre
29 avril 2010	Clôture de l'Offre
30 avril 2010	Retrait Obligatoire

3.5. RESTRICTIONS CONCERNANT L'OFFRE À L'ÉTRANGER

L'Offre est faite exclusivement en **France**.

L'Offre n'a fait l'objet d'aucun enregistrement ou visa hors de France. Les titulaires d'actions Elf Aquitaine en dehors de France ne peuvent pas participer à l'Offre sauf si le droit local auquel ils sont soumis le leur permet. En effet, la participation à l'Offre et la distribution de la présente note d'information peuvent faire l'objet de restrictions hors de France. 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. Les personnes en possession de la présente note d'information doivent se renseigner sur les restrictions en vigueur dans leur pays et s'y conformer. Le non-respect de ces restrictions est susceptible de constituer une violation des lois et règlements applicables en matière boursière dans l'un de ces pays. L'Initiateur décline toute responsabilité en cas de violation par toute personne des restrictions qui lui sont applicables.

Notamment, concernant les **Etats-Unis**, il est précisé que l'Offre n'est pas faite, directement ou indirectement, aux Etats-Unis ou à des personnes américaines ou « *US persons* » (au sens du Règlement S pris en vertu de l'*U.S. Securities Act* de 1933, tel que modifié), et aucune acceptation de

cette Offre ne peut provenir des Etats-Unis ou d'une « *US person* ». En conséquence, aucun exemplaire ou aucune copie de la présente note d'information, et aucun autre document relatif à la présente note d'information ou à l'Offre ne pourra être envoyé par courrier, ni communiqué, ni diffusé aux Etats-Unis ou à une « *US person* » de quelque manière que ce soit. Toute acceptation de l'Offre dont on pourrait supposer qu'elle résulterait d'une violation de ces restrictions serait réputée nulle et non avenue. Tout actionnaire d'Elf Aquitaine qui apportera ses actions à l'Offre sera considéré comme déclarant qu'il n'est pas une personne américaine ou « *US person* » et qu'il ne délivre pas d'ordre d'apport d'actions depuis les Etats-Unis. Pour les besoins du présent paragraphe, on entend par Etats-Unis, les Etats-Unis d'Amérique, leurs territoires et possessions, ou l'un quelconque de ces Etats, et le District de Columbia.

Concernant le **Royaume-Uni**, la présente note d'information n'a pas été approuvée, conformément aux dispositions de la section 21 du *Financial Services and Markets Act 2000* (tel que modifié) (« **FSMA** »), par une personne autorisée au titre du FSMA. Nonobstant le fait que l'Offre soit faite exclusivement en France, dans la mesure où l'Offre ou la présente note d'information ou tout autre document relatif à l'Offre constituerait une invitation ou une incitation à s'engager dans une activité d'investissement (au sens de la section 21 du FSMA), il est précisé que l'Offre, la présente note d'information et tout autre document relatif à l'Offre sont exclusivement destinés à des personnes situées en dehors du Royaume-Uni et à des personnes situées au Royaume-Uni qui (i) ont une expérience professionnelle dans des matières portant sur des investissements et entrant dans le champ d'application de l'exemption visée à l'article 19 (*investment professionals*) du *Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotion) Order 2005* (« **FPO** »), (ii) entrent dans le champ d'application de l'article 49(2)(a) à (d) (« *high net worth companies, unincorporated associations, etc.* ») du FPO, ou (iii) sont des personnes à qui une invitation ou une incitation à s'engager dans une activité d'investissement (au sens de la section 21 du FSMA) en relation avec l'émission ou la vente d'actions peut légalement être communiquée (ces personnes étant ci-après désignées comme les « **Personnes Habilitées** »). La présente note d'information est rédigée à l'attention exclusive des Personnes Habilitées et ne doit pas être utilisée ni servir de référence à des personnes qui ne sont pas des Personnes Habilitées. Tout investissement ou activité d'investissement auquel se réfère la présente note d'information est destiné exclusivement à des Personnes Habilitées et ne sera exclusivement réalisé qu'avec des Personnes Habilitées.

3.6. RÉGIME FISCAL DE L'OFFRE ET DU RETRAIT OBLIGATOIRE

En l'état actuel de la législation française, et au mieux de notre connaissance, les dispositions suivantes résument les conséquences fiscales françaises susceptibles de s'appliquer aux actionnaires de la Société qui sont résidents fiscaux français et qui participeront à l'Offre. Ceux-ci doivent néanmoins s'assurer, auprès de leur conseiller fiscal habituel, de la fiscalité s'appliquant à leur cas particulier.

3.6.1. Personnes physiques détenant des actions Elf Aquitaine dans le cadre de leur patrimoine privé et ne réalisant pas d'opérations de bourse à titre habituel

Les dispositions suivantes résument les conséquences fiscales françaises susceptibles de s'appliquer aux personnes physiques ne réalisant pas d'opérations de bourse dans des conditions analogues à celles qui caractérisent une activité exercée par une personne se livrant à titre professionnel à ce type d'opérations. Les personnes physiques qui réaliseraient de telles opérations sont invitées à s'assurer, auprès de leur conseiller fiscal habituel, de la fiscalité s'appliquant à leur cas particulier.

3.6.1.1. Régime de droit commun

En application de l'article 150-0 A du Code général des impôts (« **CGI** »), les plus-values de cession d'action(s) Elf Aquitaine réalisées par les personnes physiques dans le cadre de l'Offre, égales à la différence entre le prix offert et le prix ou la valeur d'acquisition des actions Elf Aquitaine apportées à l'Offre, sont imposables à l'impôt sur le revenu au taux proportionnel actuellement fixé à 18 %, dès le

premier euro, si le montant global des cessions de valeurs mobilières et autres droits ou titres visés à cet article (hors cessions bénéficiant d'un sursis d'imposition et cessions exonérées, et notamment les cessions de titres détenus dans le cadre d'un plan d'épargne en actions) réalisées au cours de l'année civile excède, par foyer fiscal, un seuil fixé à 25 830 € pour l'imposition des revenus réalisés en 2010.

Sans aucune condition de seuil, les prélèvements sociaux énumérés ci-après, non déductibles du revenu global imposable au titre de l'année de leur paiement, s'ajoutent à cet impôt :

- la contribution sociale généralisée (« **CSG** ») au taux de 8,2 % ;
- la contribution pour le remboursement de la dette sociale (« **CRDS** ») au taux de 0,5 % ;
- le prélèvement social de 2 % ;
- la contribution additionnelle au prélèvement social de 2 % perçue au taux de 0,3 % ;
- la contribution additionnelle au prélèvement social de 2 % perçue au taux de 1,1 %.

Le taux global d'imposition s'élève donc à 12,1% si le montant global des cessions de valeurs mobilières reste inférieur à 25 830 € et à 30,1 % si le montant global des cessions est supérieur à 25 830 €.

Le cas échéant, l'apport à l'Offre aura pour effet de mettre fin à un éventuel report ou sursis d'imposition dont auraient pu bénéficier les actionnaires dans le cadre d'opérations antérieures à raison des actions Elf Aquitaine apportées à l'Offre. Sous réserve du franchissement du seuil de 25 830 € susvisé, la plus-value d'échange (en tout ou partie, selon que toutes les actions Elf Aquitaine concernées ou seulement une partie de celles-ci auront été apportées à l'Offre) qui faisait l'objet d'un report ou sursis d'imposition sera donc imposable dans les conditions décrites au présent paragraphe. L'éventuelle plus-value réalisée sur les titres échangés avant le 1^{er} janvier 2000 et bénéficiant d'un report d'imposition dans les conditions visées aux articles 92 B II et 160 I ter du CGI alors en vigueur sera imposée dans les conditions décrites au présent article.

Conformément aux dispositions de l'article 150-0 D, 11° du CGI, les moins-values éventuellement subies lors de la cession des actions Elf Aquitaine dans le cadre de l'Offre peuvent être imputées sur les plus-values de même nature réalisées au cours de la même année et, éventuellement, des dix années suivantes, à condition que les moins-values résultent d'opérations imposables, ce qui signifie, notamment, que le seuil de 25 830 € visé ci-dessus ait été dépassé pour l'imposition des revenus réalisés en 2010.

En revanche, s'agissant des prélèvements sociaux, ces moins-values seront imputables, sans condition de seuil, sur les plus-values de même nature réalisées au cours de l'année et des dix années suivantes (article L. 136-6-I du Code de la sécurité sociale).

3.6.1.2. Régime spécial des plans d'épargne en actions (« **PEA** »)

Les actions Elf Aquitaine constituent des actifs éligibles au PEA.

Sous certaines conditions, le PEA ouvre droit (i) pendant la durée du PEA, à une exonération d'impôt sur le revenu et de prélèvements sociaux à raison des plus-values nettes générées par les placements effectués dans le cadre du PEA, à condition notamment que ces plus-values soient maintenues dans le PEA, et (ii) au moment de la clôture du PEA (si elle intervient plus de cinq ans après la date d'ouverture du PEA) ou lors d'un retrait partiel (s'il intervient plus de huit ans après la date d'ouverture du PEA), à une exonération d'impôt sur le revenu à raison du gain net réalisé depuis l'ouverture du plan. Ces plus-values restent néanmoins soumises à la CSG, à la CRDS, au

prélèvement social et aux contributions additionnelles à ce prélèvement, aux taux en vigueur à la date de réalisation du gain.

Les moins-values réalisées sur des actions détenues dans le cadre du PEA ne sont en principe imputables que sur des plus-values réalisées dans le même cadre. Toutefois, en cas de clôture du PEA, les moins-values constatées peuvent être imputées, sous certaines conditions, sur les gains de même nature réalisés hors du plan au titre de l'année de la clôture ou sur les dix années suivantes.

3.6.1.3. Salariés et mandataires sociaux titulaires d'actions Elf Aquitaine reçues lors de l'exercice d'option de souscription ou d'achat d'actions

Plus-value d'acquisition

L'avantage issu de la levée de l'option (c'est-à-dire la différence entre le premier cours de bourse coté à la date de levée de l'option et le prix de souscription ou d'achat de ces actions) bénéficiera du régime fiscal et social suivant, sous réserve que les actions revêtent la forme nominative depuis la date de levée des options, la période d'indisponibilité ayant nécessairement été respectée (5 ans à compter de la date d'attribution de l'option) :

- Options levées avant le 1^{er} janvier 1990 : exonération d'impôt sur le revenu et de prélèvements sociaux ;
- Options levées à compter du 1^{er} janvier 1990 et attribuées jusqu'au 19 septembre 1995 : imposition sans condition de seuil aux prélèvements sociaux au taux global de 12,1 %⁴, augmenté en cas de franchissement du seuil de 25 830 € précité, de l'imposition à l'impôt sur le revenu comme plus-value sur valeurs mobilières au taux de 18 % ;
- Options attribuées à compter du 20 septembre 1995 : imposition sans condition de seuil aux prélèvements sociaux au taux global de 12,1 %⁴ augmenté en cas de franchissement du seuil de 25 830 € précité, de l'imposition à l'impôt sur le revenu comme plus-value sur valeurs mobilières au taux de 30 % (ou sur option, comme traitements et salaires).

Plus-value de cession

La plus-value de cession est constituée par la différence entre le prix net de cession des actions issues de levées d'options et le premier cours coté des actions le jour de la levée des options.

La plus-value de cession sera imposée dès le premier euro aux prélèvements sociaux (au taux global de 12,1 %), augmentée en cas de franchissement du seuil de 25 830 € précité, de l'imposition à l'impôt sur le revenu comme plus-value sur valeurs mobilières au taux de 18 %, soit un taux global de 30,1%.

3.6.2. Personnes morales soumises à l'impôt sur les sociétés

Les plus-values réalisées lors de la cession des actions Elf Aquitaine dans le cadre de l'Offre, égales à la différence entre le prix offert et le prix ou la valeur d'acquisition des actions Elf Aquitaine apportées à l'Offre, sont, en principe, incluses dans le résultat soumis à l'impôt sur les sociétés au taux de droit commun de 33,33 % augmenté, le cas échéant, de la contribution sociale de 3,3 % assise

⁴ Prélèvements sociaux : CSG au taux de 8,2 %, CRDS au taux de 0,5 %, prélèvement social de 2 %, contribution additionnelle au prélèvement social de 2 % perçue au taux de 0,3 %, contribution additionnelle au prélèvement social de 2 % perçue au taux de 1,1%.

sur l'impôt sur les sociétés, après application d'un abattement qui ne peut excéder 763 000 € par période de douze mois (article 235 ter ZC du CGI).

Cependant, pour les sociétés dont le chiffre d'affaires hors taxes est inférieur à 7 630 000 €, et dont le capital social, entièrement libéré, a été détenu de façon continue à hauteur d'au moins 75 % (calculés dans les conditions prévues à l'article 219 I-b du CGI) pendant l'exercice fiscal en question par des personnes physiques ou par des sociétés remplissant elles-mêmes ces conditions, les plus-values nées de la cession des actions Elf Aquitaine sont imposées au taux de 15 %, dans la limite de 38 120 € de bénéfices imposables par période de douze mois. Ces sociétés sont également exonérées de la contribution sociale de 3,3 % mentionnée ci-dessus.

Les moins-values réalisées lors de la cession des actions Elf Aquitaine dans le cadre de l'Offre viendront, en principe, en déduction des résultats imposables à l'impôt sur les sociétés de la personne morale.

3.6.3. Autres actionnaires

Les actionnaires de la Société participant à l'Offre soumis à un régime d'imposition autre que ceux visés ci-dessus, notamment les contribuables non-résidents de France ou les contribuables dont les opérations portant sur des valeurs mobilières dépassent la simple gestion de portefeuille ou qui ont inscrit leurs titres à l'actif de leur bilan commercial, devront s'informer du régime fiscal s'appliquant à leur cas particulier.

Sous réserves des dispositions des conventions fiscales internationales éventuellement applicables, les plus-values réalisées à l'occasion de cessions d'actions par les personnes qui ne sont pas fiscalement domiciliées en France au sens de l'article 4B du CGI, ou dont le siège social est situé hors de France, sont généralement exonérées d'impôt en France, sous réserve (i) que ces plus-values ne soient pas rattachables à un établissement stable ou une base fixe soumis à l'impôt en France, et (ii) que les droits détenus, directement ou indirectement, par le cédant avec son conjoint, leurs ascendants ou leurs descendants dans les bénéfices sociaux de la société dont les titres sont cédés n'aient, à aucun moment au cours des cinq années précédant la cession, dépassé ensemble 25 % de ces bénéfices.

3.6.4. Actions Elf Aquitaine qui feront l'objet du Retrait Obligatoire

Le régime fiscal des plus-values réalisées à l'occasion du Retrait Obligatoire est identique à celui des plus-values qui sont réalisées consécutivement à l'Offre. La plus-value est constatée le jour du transfert de propriété des titres.

3.7. FINANCEMENT ET COÛTS DE L'OFFRE ET DE LA MISE EN ŒUVRE DU RETRAIT OBLIGATOIRE

Le montant maximum de l'Offre et de la mise en œuvre du Retrait Obligatoire est de 447 961 125 €, correspondant à l'acquisition de 1 468 725 actions Elf Aquitaine au prix unitaire de 305 € (coupon du solde du dividende 2009 attaché), étant précisé que la totalité des actions Elf Aquitaine apportées à l'Offre ou transférées dans le cadre du Retrait Obligatoire seront acquises par l'Initiateur.

Le montant global de tous les frais, coûts et dépenses externes exposés dans le cadre de l'Offre et du Retrait Obligatoire par l'Initiateur, y compris les honoraires et frais de ses conseils financiers, juridiques et comptables ainsi que les frais de publicité, est estimé à environ 1 000 000 € (hors taxes).

Le coût total maximum de l'Offre et du Retrait Obligatoire est ainsi estimé à environ 448 961 125 € et sera financé par la trésorerie de l'Initiateur.

3.8. ACCORDS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE SIGNIFICATIVE SUR L'APPRÉCIATION DE L'OFFRE OU SON ISSUE

Ni TOTAL S.A. ni Elf Aquitaine ne sont partie ni n'ont connaissance d'accords susceptibles d'avoir une incidence significative sur l'appréciation de l'Offre ou son issue.

3.9. INFORMATIONS RELATIVES À ELF AQUITAINE SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE EN CAS D'OFFRE PUBLIQUE

Elf Aquitaine n'a connaissance d'aucun élément visé à l'article L. 225-100-3 du Code de commerce susceptible d'avoir une incidence en cas d'offre publique.

IV. ÉLÉMENTS D'APPRÉCIATION DU PRIX DE L'OFFRE ET DU RETRAIT OBLIGATOIRE

Le prix proposé par TOTAL S.A. dans le cadre de l'Offre est de 305 € par action Elf Aquitaine, coupon du solde du dividende 2009 attaché. Les éléments d'appréciation du prix de l'Offre ci-après ont été préparés par BNP Paribas, banque présentatrice de l'Offre, pour le compte de TOTAL S.A., sur la base des informations communiquées par cette dernière et selon les principales méthodes usuelles d'évaluation.

Une synthèse de ces éléments d'appréciation est présentée ci-dessous :

4.1. MÉTHODOLOGIE

La Société a été évaluée sur la base d'une approche multicritère et selon des méthodes et références de valorisation habituellement reconnues et appliquées dans les exercices d'évaluation d'entreprises. La sélection ci-dessous des méthodes retenues a été établie en tenant compte des spécificités de la Société, de sa taille, et de son secteur d'activité :

- Actualisation des flux de trésorerie d'exploitation disponibles (en anglais « **DCF** » ou « **Discounted Cash Flow** ») ;
- Application des multiples boursiers d'un échantillon de sociétés cotées comparables à Elf Aquitaine ;
- Application des multiples boursiers de TOTAL S.A. à Elf Aquitaine.

Les méthodes suivantes ont également été étudiées à titre indicatif mais non retenues dans l'exercice d'évaluation multicritère :

- Analyse du cours de bourse d'Elf Aquitaine ;
- Application des parités historiques entre TOTAL S.A. et Elf Aquitaine (OPE en Surenchère de 1999 et offre publique de retrait de 2000).

Les méthodes suivantes ont été écartées :

- La référence aux objectifs de prix par action des analystes financiers, du fait que la Société n'est pas suivie par les analystes ;
- La méthode des transactions passées comparables n'a pas été retenue car il n'existe pas, dans l'environnement de marché actuel, des références sur des sociétés comparables à Elf Aquitaine en terme de taille, de profil de risque et de perspectives de croissance ;
- L'actualisation des flux de dividendes futurs, qui sous certaines hypothèses (taux de distribution en particulier) est conceptuellement analogue au DCF ;
- Les méthodes patrimoniales, par la constatation de la situation nette comptable et la méthode de l'actif net réévalué (« **ANR** »), n'ont pas non plus été considérées pertinentes dans le cadre de nos travaux.

4.2. PRINCIPES GÉNÉRAUX

Les travaux d'évaluation reposent sur les principes suivants :

- La date de valorisation est au 31 décembre 2009.
- La Société a communiqué à BNP Paribas un plan d'affaires pour la période 2010/2019 sur la branche Amont et 2010/2014 sur les autres branches d'activités. Ce plan d'affaires a été construit par le management sur la base des performances prévisionnelles établies dans le cadre du plan long terme du groupe TOTAL, présenté au Conseil d'Administration de TOTAL S.A. le 3 novembre 2009. Les projections du plan long terme du groupe TOTAL ont été réaffectées aux différentes entités juridiques puis multipliées par la quote-part de détention d'Elf Aquitaine dans ces entités. Les projections ainsi construites reflètent donc la contribution économique effective du périmètre Elf Aquitaine au sein du groupe TOTAL. Ces projections ont été présentées au Conseil d'Administration d'Elf Aquitaine du 15 mars 2010.
- Les travaux reposent sur des agrégats financiers « proportionnalisés », préparés sur la base des comptes audités et certifiés par les Commissaires aux Comptes en normes IFRS clôturés au 31 décembre 2009 ; ces agrégats « proportionnalisés », préparés pour les besoins spécifiques de l'opération permettent en particulier d'éliminer les intérêts minoritaires, reflétant donc au mieux la contribution économique du périmètre Elf Aquitaine au sein du groupe TOTAL ; ils sont donc de fait cohérents avec l'approche retenue pour la construction du plan d'affaires d'Elf Aquitaine.
- Les travaux d'évaluation d'Elf Aquitaine s'inscrivent dans le cadre du projet d'Offre et de Retrait Obligatoire portant sur le solde du capital de la Société non détenu par le groupe TOTAL. Ils se placent donc dans une perspective de continuité d'exploitation.
- Au 31 décembre 2009, le capital de la Société est divisé en 281 343 859 actions, dont 10 635 844 détenues par la Société elle-même. Le nombre d'actions pris en compte dans les travaux d'évaluation est retraité de ces actions autodétenues. Le nombre d'actions retenu est donc de 270 708 015.
- Il est supposé qu'Elf Aquitaine bénéficierait du régime fiscal des plus-values long terme sur l'intégralité du solde de sa participation dans Sanofi-Aventis.

4.3. MÉTHODES RETENUES

4.3.1. Actualisation des flux futurs de trésorerie d'exploitation

La méthode DCF est la méthode la plus souvent utilisée pour valoriser l'actif économique. Le principe sous-jacent est que la valeur d'un actif économique est liée à sa capacité à générer des flux de trésorerie, mesurant donc sa capacité à créer de la valeur. La création de valeur résulte de la différence entre la rentabilité des capitaux investis et l'exigence de rémunération des actionnaires et des créanciers.

Plan d'affaires

Le plan d'affaires se place dans une perspective de continuité d'exploitation, dans les conditions actuelles ou attendues de marché (fiscalité, cadre réglementaire, situation politique et autres facteurs exogènes pouvant impacter les marchés sur lesquels Elf Aquitaine est présent).

Aucune acquisition ou cession d'actif significative n'a été prise en compte dans les projections du plan d'affaires.

Les principales hypothèses sous-jacentes au plan d'affaires de la Société sont récapitulées dans le tableau ci-dessous :

Figure 1 Principales hypothèses macro-économiques du plan d'affaires

Intitulé	unité	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Inflation	%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%
Dollar	\$/€	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3
Brent	\$/bbl	61.5	84.1	86.2	88.4	90.6	92.8	95.2	97.5	100.0	102.5
croissance			+36.7%	+2.5%	+2.5%	+2.5%	+2.5%	+2.5%	+2.5%	+2.5%	+2.5%
Gaz	\$/Mbtu	4.6	8.4	8.6	8.8	9.0	9.3	9.5	9.7	10.0	10.2
croissance			+82.6%	+2.5%	+2.5%	+2.5%	+2.5%	+2.5%	+2.5%	+2.5%	+2.5%
ERMI	\$/t	30.4	30.8	31.1	31.5	31.9	32.3	32.7	33.1	33.5	34.0
croissance			+1.25%	+1.25%	+1.25%	+1.25%	+1.25%	+1.25%	+1.25%	+1.25%	+1.25%

Source : Elf Aquitaine

Ces hypothèses ont été confrontées à un consensus d'analystes financiers. Il ressort de cette comparaison que :

- l'hypothèse de prix du Brent est en ligne avec le consensus de marché à partir de 2011e ;
- l'hypothèse de prix du gaz est supérieure au consensus de marché à partir de 2011e ;
- l'hypothèse de taux de change euro/dollar est inférieure au consensus de marché : 1,3 vs 1,4.

Branche Amont

L'évolution des résultats de l'Amont est essentiellement liée à la croissance de la production et au prix des hydrocarbures.

La croissance de la production s'explique par les évolutions spécifiques de chaque champ, en particulier leur date de démarrage, leur plateau de production et leur déclin respectif. Le démarrage d'un champ est systématiquement précédé d'une période marquée par un pic d'investissements liés au développement.

Par ailleurs, les projections intègrent également une part de la contribution des projets dits « notionnels » (champs prospectifs) du groupe TOTAL : ces projets ont été affectés d'une probabilité de succès et ont été supposés portés par la holding « Total E&P Holdings », dans laquelle la participation d'Elf Aquitaine est de 34,2%. Après 2019, ces projets notionnels voient leurs contributions devenir de plus en plus significatives, les champs actuellement en production arrivant à extinction.

BNP Paribas a prolongé le plan d'affaires de la branche Amont jusqu'en 2039 en utilisant la méthode de décroissance de la rente : du fait de la pression concurrentielle, la consolidation du secteur, l'évolution du cadre réglementaire, il est en effet attendue une baisse de la rentabilité économique sur le long terme.

Les capitaux employés de la branche ont été supposés croître au taux d'inflation long terme (1,8%). Sur la base des informations sectorielles publiques et des taux de rentabilité anticipés dans le cadre d'appels d'offre récents, un taux de 10% à horizon 2039 a été retenu. A noter que ce taux est supérieur au coût du capital, l'hypothèse implicite étant que la Société continuera de bénéficier d'une rente de situation grâce à son expertise (savoir-faire en terme d'exploration-production, capacité à négocier la fiscalité propre aux nouveaux champs de production, rentabilisation des nouveaux projets...).

Branche Aval

Le plan d'affaires de la branche Aval s'explique essentiellement par l'évolution régulière des marges de raffinage (croissance annuelle de 1,25% soit la moitié du taux d'inflation retenu dans le plan d'affaires) et l'évolution des coûts d'exploitation, en ligne avec l'inflation.

BNP Paribas a également prolongé le plan d'affaires de la branche en utilisant la méthode de décroissance de la rente afin de refléter les tendances actuelles du secteur dans les zones matures, en particulier :

- (i) la montée en puissance des contraintes environnementales dans les pays de l'OCDE ;
- (ii) l'augmentation des investissements nécessaires à l'adaptation technique des raffineries pour répondre en particulier à ces nouvelles contraintes.

L'hypothèse prise a été de faire converger la rentabilité économique de la branche sur une durée de 10 ans après la durée du plan vers le coût du capital.

Branche Chimie

Le plan d'affaires de la branche Chimie est basé sur une hypothèse de convergence vers un haut de cycle du secteur, atteint en 2013-2014e, 2010 représentant un bas de cycle.

La Société ne prévoit pas d'augmentation significative de capacité après 2010.

Les projections de la branche Chimie intègrent également l'effet positif de gains de productivité et de restructuration.

Branche Holding

Les résultats de la branche Holding sont constitués principalement de frais administratifs liés à la gestion courante d'Elf Aquitaine, aux loyers reçus ainsi qu'à des coûts de personnel issus de plans d'attribution d'actions gratuites, d'options et augmentation de capital réservée aux salariés.

Détermination du taux d'actualisation

Le taux d'actualisation retenu pour la mise en œuvre de la méthode DCF, calculé selon la méthode dite « directe », s'établit à 8,4% sur la base des hypothèses suivantes :

- taux sans risque déterminé sur la base de la moyenne 3 mois d'un indice synthétique des obligations souveraines européennes à 10 ans tel que fourni par Associés en Finance (3,21%) ;
- un bêta désendetté (de l'actif économique) de 0,75 obtenu à partir des données Datastream des principales sociétés pétrolières intégrées ;
- une prime de risque de 6,88% égale à la moyenne 3 mois sur un indice de sociétés européennes, tel que fourni par Associés en Finance.

Valeur terminale

Au-delà des plans d'affaires prolongés pour l'Amont et l'Aval (respectivement 2039 et 2024) et de l'horizon explicite pour la Chimie et la Holding, le calcul de la valeur terminale est basé sur la méthode « Gordon-Shapiro », supposant la croissance à perpétuité d'un flux de trésorerie normatif, avec les hypothèses suivantes :

- pour la branche Amont : flux normatif égal au flux de trésorerie disponible 2039 (dernière année de l'horizon de prolongation du plan d'affaires) inflaté en 2040 ; taux de croissance perpétuel de 1,8% en ligne avec l'inflation ; l'hypothèse est donc que la Société sera capable

au-delà de 2039 d'identifier des relais de croissance et d'exploiter à l'infini de nouveaux champs ;

- pour la branche Aval : flux normatif égal au flux de trésorerie disponible de la dernière année de la période de prolongation inflaté en 2025 ; taux de croissance perpétuel de 1,8% ;
- pour la branche Chimie : flux normatif estimé sur la base de la moyenne des flux 2011-2014 inflatés en 2015 après ajustement des investissements non récurrents. Ce flux normatif est considéré comme représentatif de la capacité de génération de trésorerie de l'activité en milieu de cycle ; taux de croissance perpétuel de 1,8% ;
- pour la branche Holding : flux normatif égal au flux 2014 inflaté en 2015 ; taux de croissance perpétuel de 1,8%.

Résultat de la méthode

La méthode DCF conduit à une valeur d'entreprise (« VE ») d'Elf Aquitaine de 46,5 milliards d'euros (Md€).

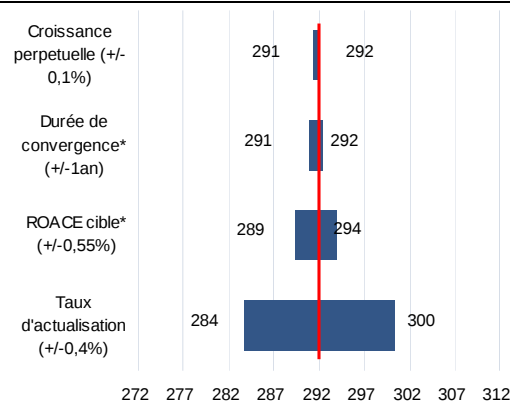
Les ajustements qui permettent de déterminer la valeur des capitaux propres d'Elf Aquitaine à partir de la VE obtenue par la méthode DCF s'élèvent à +32,5 Md€. Ils sont calculés en ajoutant :

- la trésorerie nette au 31/12/2009 (18,9Md€) ;
- la participation dans Sanofi-Aventis, sur la base du cours de bourse moyen 1 mois au 15/03/2010, et après prise en compte d'une fiscalité sur la plus-value (régime des plus-values long terme) (5,2Md€) ;
- la participation dans Cepsa, sur la base du PER 2011e des sociétés du secteur raffinage/marketing (Saras, ERG, Hellenic Petroleum) ayant une forte exposition à la zone Méditerranée (3,9Md€) ; pas de fiscalité retenue sur la plus-value latente étant donné le caractère stratégique de la participation ;
- la participation dans TOTAL S.A., sur la base du cours de bourse moyen 1 mois au 15/03/2010, sans prise en compte de la fiscalité sur la plus-value (4,1Md€) ;
- les autres actifs financiers et déficits reportables au 31/12/2009 (1,7Md€) ;
- et en déduisant les provisions à caractère de dette après impôts, incluant notamment les engagements envers le personnel et les provisions pour restitutions de sites (1,4Md€).

La valeur centrale des capitaux propres ressort à 79,0Md€, ce qui correspond à 292 euros par action environ.

Il a également été mené une analyse de sensibilité aux principaux paramètres financiers de la valorisation, en utilisant un intervalle de +/-5% autour de leur valeur centrale. Les résultats sont présentés ci-après :

Figure 2 Analyse de sensibilité – valeur en € par action



Source : BNP Paribas

* Analyse de sensibilité menée uniquement sur la branche Amont pour la durée de convergence du ROACE vers le taux de rentabilité perpétuel et ROACE perpétuel vers lequel converge la rentabilité économique après impôts.

Sur la base de cette méthode, l'action Elf Aquitaine est valorisée entre 284 et 300 euros.

4.3.2. Multiples boursiers du secteur pétrolier

L'approche par les multiples boursiers consiste à valoriser une société sur la base de ratios de valorisation observés sur un échantillon d'entreprises cotées comparables.

Définition de l'échantillon

L'échantillon retenu comprend les sociétés suivantes : ExxonMobil, Royal Dutch Shell, ConocoPhilips, BP, Chevron, ENI et TOTAL S.A.

Ces sociétés sont toutes des groupes pétroliers intégrés, intervenant à la fois dans l'Amont, l'Aval et la Chimie avec une contribution importante de l'Amont dans leurs résultats. Elles présentent pour la plupart une plus forte diversification géographique qu'Elf Aquitaine et peuvent présenter des perspectives de croissance, une rentabilité opérationnelle, une taille ainsi qu'un niveau de risque différent de celui d'Elf Aquitaine.

Calcul des multiples

Pour les sociétés de l'échantillon retenu, BNP Paribas a établi pour les années 2010-2012 des prévisions financières sur la base d'un consensus d'analyses boursières publiées récemment par des analystes financiers.

D'autre part, les hypothèses suivantes ont été retenues pour le calcul des valeurs d'entreprise :

- cours de bourse moyen 1 mois au 15/03/2010 ;
- nombre d'actions en circulation (les actions autodétenues étant supposées annulées) dilué des stock options dans la monnaie ; nous avons considéré que les options étaient dans / hors la monnaie en fonction du cours de bourse et que les fonds à recevoir par exercice des options étaient intégralement destinés au rachat d'actions par la Société au même cours de bourse (« treasury method ») ;
- valeurs mobilières de placement détenues dans des sociétés (hors sociétés consolidées par mise en équivalence) assimilées à de la trésorerie et venant donc en déduction de la dette

financière. Pour les sociétés mises en équivalence, et afin d'assurer l'homogénéité avec la définition des agrégats du plan d'affaires d'Elf Aquitaine, leur contribution en compte de résultat a été intégrée dans le RO Net et dans l'EBITDA et aucun ajustement à la valeur d'entreprise n'a été pris en compte ;

- provisions assimilées à de la dette : il s'agit en particulier des provisions pour pensions et autres engagements envers le personnel, les provisions pour remise en état de sites et protection de l'environnement. Ces provisions sont considérées après un impôt normatif dont le taux dépend du pays d'enregistrement de la société.

Multiples retenus

Nous avons retenu le multiple de NOPAT (EBITA après impôts, VE/NOPAT) afin de tenir compte du poids de la fiscalité, et donc implicitement de la répartition géographique des actifs de chaque société (sites de production et réserves). Pour Elf Aquitaine, nous avons utilisé le Résultat Opérationnel Net qui équivalait à un NOPAT.

Résultat de la méthode

Les multiples de NOPAT médians de l'échantillon ressortent pour 2010, 2011 et 2012 respectivement à 10,3x, 8,7x et 8,1x. La valeur d'entreprise d'Elf Aquitaine induite par ces multiples est comprise entre 30,5 et 40,4 Md€.

Les ajustements à la valeur d'entreprise retenus pour la méthode des multiples boursiers sont identiques à ceux de la méthode DCF à l'exception des provisions pour environnement qui sont supposées ne pas impacter le RO net en 2010-2012.

Sur la base de cette méthode, l'action Elf Aquitaine est valorisée entre 232 et 269 euros.

4.3.3. Multiples boursiers de TOTAL S.A. appliqués à Elf Aquitaine

Cette méthode consiste à appliquer le multiple de NOPAT observé pour TOTAL S.A. sur la base de son cours de bourse actuel aux agrégats prospectifs d'Elf Aquitaine tels qu'estimés dans le plan d'affaires. Si cette méthode est dans son principe analogue à celle des multiples boursiers, elle est en revanche plus pertinente dans son application du fait du lien opérationnel des deux sociétés dans la gestion quotidienne du groupe TOTAL.

Sur la base de cette méthode, l'action Elf Aquitaine est valorisée entre 235 et 279 euros.

4.4. RÉFÉRENCES INDICATIVES

Les méthodes suivantes n'ont pas été retenues dans le cadre de l'évaluation multicritère, mais demeurent néanmoins des références indicatives importantes pour les actionnaires minoritaires :

- La référence aux rapports d'échange historiques (OPE en Surenchère de 1999, offre publique de retrait de 2000 de TOTAL S.A. sur Elf Aquitaine) ajustées de l'apport scission d'Arkema et de la division par quatre du nominal de l'action TOTAL. Ces parités ont en effet été établies dans des conditions de marché différentes des conditions actuelles ; à titre d'information, sur la base du cours de TOTAL S.A. au cours des 3 derniers mois, **celles-ci conduiraient à une valeur par action d'Elf Aquitaine comprise entre 220 € et 253 € (parité de l'offre publique de retrait) et entre 241 € et 278 € (parité de l'OPE en Surenchère).**
- La référence au cours de bourse : les actions Elf Aquitaine sont cotées au compartiment des valeurs radiées du marché réglementé géré par Euronext Paris S.A. Bien que le cours de bourse d'Elf Aquitaine soit corrélé à celui de TOTAL S.A., le flottant réduit et le faible volume de titres échangés (environ 1 084 titres par jour en moyenne sur les 12 derniers mois)

sur le marché limitent la pertinence du cours de bourse comme élément d'appréciation de la valeur d'Elf Aquitaine. **A titre d'information, au cours des trois derniers mois, le cours d'Elf Aquitaine était compris entre 216 € et 236 € par action.**

4.5. MÉTHODES ÉCARTÉES

Les méthodes suivantes n'ont pas été retenues dans le cadre de la valorisation multicritère :

- La référence aux objectifs de prix par action des analystes financiers, la Société n'étant pas suivie par les analystes ;
- L'actualisation des flux de dividendes futurs qui est conceptuellement analogue à l'approche d'actualisation des flux futurs de trésorerie sous la condition que l'intégralité du flux de trésorerie est distribuée aux actionnaires ;
- Les multiples de transactions du fait de l'absence de références pertinentes dans les conditions actuelles de marché et pour des sociétés comparables en terme de taille et de profil opérationnel ;
- L'Actif Net Réévalué du fait de l'absence de marché liquide pour la plupart des actifs industriels exploités par Elf Aquitaine.

4.6. SYNTHÈSE DES RÉSULTATS D'ÉVALUATION

Le prix d'Offre de 305 € par action Elf Aquitaine (coupon du solde du dividende 2009 attaché) se compare comme suit aux différents critères de valorisation retenus :

Figure 3 Comparaison du prix d'Offre et des méthodes de valorisation

	Valeur centrale (€/action)	Prime offerte par le prix d'offre
Prix d'offre	305	
Valorisation multicritère		
DCF	292	4,6%
Multiples boursiers de Total	257	18,7%
Multiples boursiers du secteur pétrolier	250	21,9%
Autres références indicatives		
Cours de bourse	226	35,0%
Parité de l'OPR de 2000	236	29,1%
Parité de l'OPE en surenchère (1999)	259	17,7%

* parités ajustées afin de prendre en compte l'apport-scission d'Arkema par TOTAL S.A. et la division par quatre du nominal de l'action TOTAL S.A.

** cours de bourse Elf Aquitaine et TOTAL S.A. calculés sur la base d'une moyenne 3 mois au 15 mars 2010.

Le prix d'Offre de 305 € par action Elf Aquitaine (coupon du solde du dividende 2009 attaché) se situe au-dessus des fourchettes d'estimations retenues dans le cadre de l'évaluation multicritère.

V. RAPPORT DE L'EXPERT INDÉPENDANT

Conformément aux dispositions des articles 261-1 et suivants du Règlement général de l'Autorité des marchés financiers, Mme Sonia Bonnet-Bernard, Associée-Gérante du cabinet Ricol Lasteyrie sis au 2 avenue Hoche - 75008 Paris, désignée par le Conseil d'administration d'Elf Aquitaine le 10 février 2010 en qualité d'expert indépendant, a confirmé le caractère équitable du prix par action de 305 € (coupon du solde du dividende 2009 attaché) proposé dans le cadre de l'Offre et de l'indemnisation remise dans le cadre du Retrait Obligatoire.

Le rapport de l'expert indépendant est reproduit ci-après :

5.1. RAPPORT DE L'EXPERT INDÉPENDANT EN DATE DU 22 MARS 2010

Dans le cadre de l'offre publique de retrait (ci-après dénommée l'« Offre ») qui sera immédiatement suivie de la mise en œuvre d'une procédure de retrait obligatoire (ci-après dénommée le « Retrait Obligatoire ») initiée par la société TOTAL S.A. (ci-après dénommée « TOTAL S.A. » ou l'« Initiateur »), portant sur les actions de la société Elf Aquitaine (ci-après dénommée « Elf Aquitaine » ou « la Société ») non encore détenues par l'Initiateur, nous avons été désignés le 10 février 2010 par le conseil d'administration de la Société en qualité d'expert indépendant à l'effet d'apprécier le caractère équitable des conditions financières de l'Offre.

Notre désignation a été effectuée en application de l'article 261-1 II du Règlement général de l'Autorité des marchés financiers (« AMF ») dans la perspective du Retrait Obligatoire.

Le prix proposé aux actionnaires d'Elf Aquitaine s'établit à 305 euros par action (coupon du solde du dividende 2009 attaché).

Nous avons effectué nos diligences selon les dispositions de l'article 262-1 du Règlement général de l'AMF et de son instruction d'application n° 2006-08 du 25 juillet 2006 relative à l'expertise indépendante (elle-même complétée des recommandations de l'AMF en date du 28 septembre 2006, modifiées le 19 octobre 2006). Nos diligences sont décrites en partie 3 et détaillées en annexe 5 ci-après.

Pour accomplir notre mission, nous avons utilisé les documents et informations qui nous ont été transmis par la Société et par ses conseils, sans avoir la responsabilité de les valider. Conformément à la pratique en matière d'expertise indépendante, nous n'avons pas audité ni examiné les données historiques et prévisionnelles utilisées, dont nous nous sommes limités à vérifier la vraisemblance et la cohérence.

5.1.1. Présentation de l'opération

5.1.1.1. Sociétés concernées par l'opération

5.1.1.1.1. Présentation de l'Initiateur

TOTAL S.A., société anonyme de droit français créée le 28 mars 1924, forme aujourd'hui avec l'ensemble des sociétés de son groupe le cinquième groupe pétrolier intégré international coté dans le monde en termes de capitalisation boursière.

TOTAL S.A. est enregistrée en France au Registre du Commerce et des Sociétés de Nanterre sous le numéro 542 051 180. Son siège social est situé 2, place Jean Millier, La Défense 6, 92400 Courbevoie, France.

Le groupe TOTAL a débuté ses activités d'exploration et de production au Moyen-Orient en 1924. Depuis, il s'est développé et a étendu sa présence dans le monde. Présent dans plus de cent trente

pays, le groupe TOTAL exerce ses activités dans tous les segments de l'industrie pétrolière, c'est-à-dire de l'amont (exploration, développement et production de pétrole et gaz naturel, gaz naturel liquéfié « GNL ») à l'aval (raffinage, distribution, trading et transport maritime de pétrole brut et de produits pétroliers). Le groupe est par ailleurs présent dans le secteur de la chimie de base (pétrochimie, fertilisants) et de spécialités (produits destinés principalement à l'industrie). Le groupe TOTAL détient également directement ou indirectement diverses participations dans des secteurs comme les mines de charbon et la production d'électricité, ainsi qu'une participation financière dans le groupe Sanofi-Aventis.

Les titres de TOTAL S.A. sont admis sur le Compartiment A du marché Eurolist d'Euronext Paris et font partie de nombreux indices dont le CAC 40, le Dow Jones Stoxx 50, le Dow Jones Euro Stoxx 50 et le Dow Jones Global Titans. Au 31 décembre 2009, le capital social de TOTAL S.A. s'élevait à 5 871 057 210 euros divisé en 2 348 422 884 actions ordinaires, entièrement libérées.

5.1.1.1.2. Présentation de la Société

Elf Aquitaine est une société anonyme à conseil d'administration, au capital de 2 250 750 872 euros, dont le siège social est situé 2, place Jean Millier, La Défense 6, 92400 Courbevoie, immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Nanterre sous le numéro 552 120 784. Son capital est divisé en 281 343 859 actions d'une valeur nominale unitaire de 8 euros.

Elf Aquitaine, dont les origines remontent à 1939, est un opérateur international et intégré du secteur pétrolier, présent de l'amont à l'aval, ainsi que des secteurs de la chimie de base et de la chimie de spécialités.

Suite à une offre publique d'échange suivie d'une offre publique de retrait, réalisées respectivement en 1999 et en 2000, TOTAL S.A. détenait directement et indirectement 99,5% du capital d'Elf Aquitaine.

A l'issue de ces opérations, et depuis le 6 novembre 2000, les actions Elf Aquitaine ont été admises au compartiment des valeurs radiées des marchés réglementés (désormais le compartiment des valeurs radiées du marché réglementé géré par Euronext Paris S.A.), lequel prévoit un fixing quotidien à 15h. L'action Elf Aquitaine est toujours cotée sous le code ISIN FR 000 120 420.

Faisant partie intégrante du groupe TOTAL, la stratégie du groupe Elf Aquitaine suit pleinement celle de son actionnaire majoritaire.

5.1.1.2. Contexte et termes de l'Offre

Pour mémoire, le 5 juillet 1999, TOTAL S.A (alors dénommée Totalfina) avait déposé une première offre publique d'échange (OPE) portant sur l'intégralité des actions Elf Aquitaine puis, le 13 septembre 1999, une offre publique d'échange en surenchère (OPE en Surenchère) basée sur une parité de 19 actions TOTAL S.A. pour 13 actions Elf Aquitaine. A l'issue de cette offre publique d'échange en surenchère, TOTAL S.A. détenait directement ou indirectement 94,93% du capital et 94,19% des droits de vote d'Elf Aquitaine.

Suite à des opérations de rachat et d'échange d'actions entraînant le franchissement du seuil de 95% du capital et des droits de vote d'Elf Aquitaine, TOTAL S.A. a déposé, le 25 mai 2000, une offre publique de retrait (OPR) portant sur la totalité des actions Elf Aquitaine non encore détenues par elle, proposant 4 actions TOTAL S.A. contre 3 actions Elf Aquitaine. A l'issue de cette OPR, TOTAL S.A. détenait directement et indirectement 99,46% du capital et 99,42% des droits de vote d'Elf Aquitaine.

La présente Offre s'inscrit dans la continuité des opérations présentées ci-dessus. Elle vise, aux termes du projet de note d'information conjointe, à offrir aux actionnaires minoritaires de la société Elf Aquitaine une opportunité de retrait immédiate à des conditions attractives.

TOTAL S.A. détenait au 28 février 2010 directement et indirectement 279 875 134 actions Elf Aquitaine, représentant 99,48% du capital et 99,73% des droits de vote de la Société après prise en compte des 10 635 844 actions Elf Aquitaine autodétenues par la Société.

Il est précisé au paragraphe 2.1 du projet de note d'information conjointe relative à l'Offre que l'Initiateur n'entend modifier ni la stratégie, ni la politique industrielle, commerciale et financière de la Société et a l'intention de poursuivre la stratégie du groupe TOTAL. Par ailleurs, l'Initiateur déclare n'envisager aucune modification significative de la direction ou des organes de contrôle. L'Offre s'inscrivant dans une logique de poursuite de l'activité d'Elf Aquitaine ne devrait pas avoir d'impact significatif en matière d'emploi.

TOTAL S.A. n'exclut pas de fusionner avec Elf Aquitaine dans un souci de simplification des structures.

5.1.2. Déclaration d'indépendance

Le cabinet Ricol Lasteyrie n'entretient aucun lien juridique ou en capital avec les sociétés concernées par l'Offre ou leurs conseils et ne détient aucun intérêt financier dans la réussite de l'Offre, ni aucune créance ou dette sur l'une des sociétés concernées par l'Offre ou toute personne contrôlée par ces sociétés au sens de l'article L. 233-3 du code de commerce.

Ricol Lasteyrie ne se trouve pas en situation de conflit d'intérêts avec les sociétés concernées par l'Offre et leurs conseils, notamment au sens des articles 1.1 à 1.4 de l'instruction AMF n°2006-08 du 25 juillet 2006 relative à l'expertise indépendante.

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

5.1.3. Diligences effectuées

Nos diligences ont principalement consisté à appréhender le contexte de l'opération, à mettre en œuvre une approche multicritère de valorisation des actions Elf Aquitaine et à analyser le rapport d'évaluation établi par la banque présentatrice de l'Offre.

Nous nous sommes entretenus à différentes reprises avec les dirigeants, les responsables opérationnels et les conseils juridiques et financiers de l'Initiateur tant pour appréhender le contexte de l'Offre que pour comprendre les perspectives d'activité et les prévisions financières qui en découlent.

Les échanges conduits avec nos interlocuteurs ont principalement porté sur :

- l'activité de la Société et son positionnement au sein du groupe TOTAL ;
- les comptes consolidés historiques récents ;
- les données financières prévisionnelles, leur processus d'établissement et les principales hypothèses sous-jacentes ;
- les perspectives de développement du groupe à moyen et long terme ;
- l'appréciation des éléments d'actifs et de passifs, en date du 31 décembre 2009, susceptibles d'être ajoutés ou soustraits à la valeur de l'actif économique de la Société pour déterminer la valeur des actions Elf Aquitaine.

Dans le cadre de notre mission, nous avons pris connaissance d'un ensemble d'informations comptables et financières (comptes, documents de référence, communiqués...) publiées par la Société et l'Initiateur au titre de l'exercice clos au 31 décembre 2009. Nous avons en particulier vérifié que

les comptes au 31 décembre 2009 de la Société avaient fait l'objet d'une certification sans réserve par les commissaires aux comptes.

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

Nous avons apprécié le caractère raisonnable des principales hypothèses économiques retenues par la direction et sur lesquelles se basent les informations financières prévisionnelles.

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

Enfin, nous avons pris connaissance des travaux de BNP Paribas, banque présentatrice dans le cadre de l'Offre, tels que présentés dans le rapport d'appréciation du prix offert et résumés dans le projet de note d'information conjointe relative à l'Offre. Nous avons dans ce cadre rencontré les représentants de la banque à plusieurs reprises.

Le détail de nos diligences est présenté en annexe 5 ci-après.

5.1.4. Evaluation des actions de la société Elf Aquitaine

Conformément aux dispositions de l'article 262-1 du Règlement général de l'AMF, nous avons procédé à notre propre évaluation des actions de la Société.

Nos travaux de valorisation d'Elf Aquitaine ont porté sur le périmètre actuel de la Société : ni les coûts liés à l'opération, ni les économies potentielles susceptibles d'être dégagées suite à l'opération n'ont été pris en compte.

Nous avons écarté les méthodes de valorisation suivantes :

- actif net comptable ;
- actif net réévalué ;
- transactions comparables.

Pour valoriser la Société, nous avons mis en œuvre une approche multicritère qui comprend les méthodes d'évaluation suivantes :

- une approche intrinsèque à titre principal : la méthode des cash-flows futurs actualisés ;
- une méthode analogique à titre de recoupement : les comparables boursiers.

Par ailleurs, nous avons pris en considération à titre d'information, les valeurs suivantes :

- le cours de bourse ;
- la valeur de rendement (capitalisation du dividende) ;
- les références aux transactions antérieures réalisées sur les titres Elf Aquitaine.

5.1.4.1. Méthodes d'évaluation écartées

Nos travaux nous ont conduits à écarter les méthodes suivantes :

Actif net comptable

Cette méthode ne nous paraît pas pertinente dans la mesure où la valeur des actifs incorporels du groupe n'est inscrite ni au bilan individuel, ni au bilan consolidé de la société Elf Aquitaine.

Pour mémoire, l'actif net comptable consolidé (part du groupe) s'établit à 51 060 millions d'euros au 31 décembre 2009 pour 270,7 millions d'actions en circulation⁵, soit une valeur par action égale à 188,6 euros.

Actif net réévalué

La méthode de l'actif net réévalué consiste à valoriser les fonds propres d'une société à partir de la valeur de marché de ses actifs et de ses passifs. Cette méthode particulièrement pertinente pour valoriser des sociétés détenant des participations nous apparaît peu appropriée au cas présent.

En effet, la valeur des champs pétroliers actuels et futurs (« notionnels ») ainsi que la valeur des activités nous paraît mieux appréhendée par une analyse des flux futurs actualisés, méthode qui est mise en œuvre par ailleurs.

Les éléments hors exploitation (non intégrés dans les flux) sont pris en compte dans l'ajustement permettant le passage de la valeur économique à la valeur des fonds propres de la Société.

Transactions comparables

La méthode des transactions comparables repose sur l'analyse des multiples extériorisés lors d'opérations de rachat d'entreprises intervenues dans le secteur d'activité de l'entité évaluée. Cette approche est limitée par la difficulté à disposer d'une information complète sur les sociétés cibles et les conditions des transactions.

En l'absence de transactions récentes sur des sociétés présentant suffisamment de similitudes avec Elf Aquitaine (sociétés intégrées de pétrole et de gaz d'une taille proche de celle d'Elf Aquitaine), nous n'avons pas retenu cette approche.

5.1.4.2. Méthodes d'évaluation retenues

Pour l'application des méthodes mentionnées ci-dessous, nous avons retenu les éléments suivants :

Eléments prévisionnels

Compte tenu de l'intégration d'Elf Aquitaine au sein de TOTAL S.A., le management n'établit pas de plan d'affaires pour Elf Aquitaine dans le cadre de son processus budgétaire et prévisionnel annuel.

Pour les besoins de la présente valorisation, nous avons demandé à la Société de ventiler le plan d'affaires de TOTAL S.A. qui a été présenté au Conseil d'administration de cette dernière le 3 novembre 2009, sur la base des pourcentages d'intérêts détenus par Elf Aquitaine dans chacune des sociétés du groupe. Le plan d'affaires ainsi utilisé reflète la contribution économique de la Société au sein du groupe TOTAL.

Nombre d'actions

Nos calculs sont réalisés sur la base du nombre d'actions après soustraction des actions autodétenues, étant précisé qu'aucun plan de stock-options n'est en cours à la date de la valorisation.

Le nombre d'actions ainsi déterminé ressort à 270 708 015 actions.

⁵ 281 343 859 actions au 31 décembre 2009 diminué de 10 635 844 actions autodétenues.

Passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres

L'ajustement permettant le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres a été déterminé sur la base des comptes consolidés d'Elf Aquitaine au 31 décembre 2009. Toutefois, par cohérence avec le plan d'affaires utilisé, nous avons demandé à la Société de nous communiquer un ensemble d'agrégats financiers nets de la quote-part des intérêts minoritaires dans les différents postes du bilan et du compte de résultat.

Ces agrégats « proportionnalisés », élaborés à partir des comptes certifiés d'Elf Aquitaine au 31 décembre 2009, sont calculés en retenant la somme, pour l'ensemble des entités du périmètre du sous-groupe Elf Aquitaine, des données [A] issues des comptes certifiés d'Elf Aquitaine, pondérées par l'application du pourcentage d'intérêt [B] de l'entité concernée, soit $([A] \times [B])$. S'agissant des sociétés mises en équivalence, le terme [A] est préalablement retraité du pourcentage de détention du groupe TOTAL.

Ces calculs ont fait l'objet de procédures convenues entre la Société et les commissaires aux comptes afin de vérifier la correcte application de la méthode d'élaboration de la quote-part groupe des agrégats.

L'ajustement permettant le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres ressort à 32 916 millions d'euros et comprend les éléments suivants :

- valeur des participations financières non prises en compte dans les flux de trésorerie des branches Amont, Aval et Chimie pour un montant de 13 408 millions d'euros incluant principalement les trois participations suivantes :
 - o participations dans Sanofi-Aventis : 5 199 millions d'euros (cours moyens 1 mois pondérés des volumes au 15 mars 2010 net de la fiscalité à long terme),
 - o participation dans Cepsa : 4 008 millions d'euros sur la base des multiples de résultat net 2010 et 2011 de sociétés de raffinage appliqués aux résultats de Cepsa,
 - o titres détenus dans TOTAL S.A. : 4 139 millions d'euros (cours moyen 1 mois pondérés des volumes au 15 mars 2010),
- augmenté des actifs financiers non courants (prêts et avances, reports déficitaires), soit 1 636 millions d'euros,
- augmenté de la trésorerie financière nette au 31 décembre 2009, soit 18 899 millions d'euros,
- diminué des provisions après impôt présentant un caractère de dette dont le décaissement n'a pas été pris en compte dans les flux de trésorerie, soit 1 026 millions d'euros.

5.1.4.2.1. Méthode des flux futurs actualisés

Cette méthode consiste à déterminer la valeur intrinsèque d'une entreprise par l'actualisation des flux financiers issus de son plan d'affaires à un taux qui reflète l'exigence de rentabilité du marché vis-à-vis de l'entreprise, en tenant compte d'une valeur de sortie à l'horizon de ce plan.

- **Hypothèses retenues au titre du plan d'affaires**

Nous avons mené nos travaux sur la base du plan d'affaires de la Société qui nous a été communiqué par le management.

Le plan d'affaires, réalisé sur une base « bottom up » à partir des données remontées par les filiales, présente les principaux agrégats pour chacune des branches d'activité (Amont, Aval, Chimie), les flux provenant des participations dans Cepsa et Sanofi-Aventis étant distincts.

Les données prévisionnelles portent sur une période de 5 ans (2010 – 2014) pour les activités Aval et Chimie et de 10 ans (2010-2019) pour l'activité Amont.

Les principales hypothèses économiques retenues sont les suivantes :

- Prix du Brent : 61,50 \$/baril en 2010 et 80,0 \$2009/baril en 2011 croissant à un rythme de 2,5 % par an.
- Parité (€ - \$) : 1,30.

Concernant cette dernière hypothèse, il convient de noter que le consensus d'analystes fait ressortir une parité comprise entre 1,35 et 1,42⁶ et les anticipations de TOTAL S.A. s'établissent désormais à 1,40 \$/€⁷. Si une parité de 1,40 \$/€ avait été retenue, les résultats opérationnels nets prévus dans le plan d'affaires auraient été sensiblement plus faibles (environ -7 %).

Branche Amont

L'évolution des résultats de la branche Amont est fortement liée à la croissance de la production et au prix du brut. Cette branche est la principale contributrice à la marge opérationnelle du groupe Elf Aquitaine. Le taux de croissance annuel moyen des capitaux employés prévu sur la période 2010-2019 s'établit à environ 5 %. Cette croissance moyenne comprend les investissements sur les projets déjà bien identifiés, les projets moins avancés après prise en compte de leur probabilité de succès, et les nouvelles découvertes dites « notionnelles » portées par la Holding Amont (TOTAL E&P Holding détenue à hauteur de 34 % par Elf Aquitaine).

Le résultat d'exploitation net d'impôt rapporté aux capitaux employés est prévu en décroissance progressive. Nous comprenons que cette évolution est due à la rentabilité plus faible de derniers contrats et des projets notionnels dont la part devient substantielle en 2019.

Nos calculs font ressortir un taux d'impôt implicite moyen sur la période de l'ordre de 57 %. La variation du besoin en fonds de roulement est non significative.

Branche Aval

Le plan d'affaires a été établi sur la base d'un indicateur de marge de raffinage ERMI (*European Refining Margin Indicator*) de 30\$ par tonne (le niveau moyen de l'indicateur ERMI observé en 2009 s'établissant à 17,8 \$/t et celui du quatrième trimestre 2009 à 11,7 \$/t).

Il a été réalisé à périmètre constant avec un volume traité moyen de l'ordre de 30 millions de tonnes par an.

Le taux de croissance annuel moyen du résultat opérationnel prévu sur la période 2010-2014 est de l'ordre de 4 %.

Branche Chimie

Le secteur Chimie regroupe la chimie de base, qui inclut la Pétrochimie et les fertilisants, ainsi que la chimie de spécialités qui comprend les adhésifs et la métallisation.

⁶ Source : Bloomberg au 12 mars 2010 (45 contributeurs) pour la période 2011 à 2014.

⁷ Cf. sensibilités publiées lors de la présentation des résultats du quatrième trimestre 2009 le 11 février 2010.

L'évolution des résultats de la branche chimie correspond à l'évolution des marges selon les cycles de la Pétrochimie, l'année 2010 constituant le point bas et le point haut se situant, selon les produits, entre 2014 et 2015.

- **Travaux de valorisation**

Branche Amont

La rentabilité des capitaux investis estimée en 2019, qui demeure très supérieure au coût du capital malgré une décroissance sur la période récente, n'a pas vocation à perdurer à l'infini. Les sociétés internationales intégrées développent désormais des champs pétroliers nécessitant une importante expertise technologique, ceux où le pétrole est plus facilement accessible ayant généralement été déjà exploités dans le passé. Par ailleurs, des conditions contractuelles moins favorables ont été constatées lors d'appels d'offres récents.

Dans ce contexte, nous avons mis en œuvre un modèle de rente décroissante en extrapolant le plan d'affaires jusqu'en 2034 (soit 15 années supplémentaires).

Notre extrapolation, élaborée sur la base de nos discussions avec le management de la Société, repose sur les principales hypothèses suivantes :

- augmentation annuelle des capitaux employés de 1,75 %, ces derniers étant ventilés comme suit sur la durée du plan :
 - ✓ Projets à plateaux longs (type « GNL ») présentant une rentabilité modérée sur une longue période (environ 20 ans) : 55 % des capitaux employés.
 - ✓ Projets à plateaux courts (type « Deep Offshore ») présentant une rentabilité plus élevée que les projets à plateaux longs mais sur une période plus courte : 45 % des capitaux employés.Cette ventilation, qui correspond à celle des réserves en 2009, n'a pas vocation à évoluer sur la durée du plan.
- décroissance linéaire de la rentabilité des capitaux employés (jusqu'en 2029 pour les projets à plateaux courts et 2034 pour ceux à plateaux longs) pour atteindre un taux global de 10 % après impôt à horizon 2034.

Au-delà de 2034, nous avons déterminé une valeur de sortie sur la base d'une rente à l'infini en supposant une croissance annuelle des capitaux employés de 1,75 % avec une rentabilité de 10 % après impôt.

La valeur terminale ainsi déterminée repose sur l'hypothèse que la Société sera en mesure d'exploiter de nouveaux champs pétroliers à l'infini.

Branche Aval

Sur la base des échanges avec le management, il ressort que la rentabilité des capitaux employés, telle que prévue dans le plan, de cette activité essentiellement européenne, n'est pas soutenable à l'infini. Nous avons dès lors privilégié un modèle de rente décroissante en extrapolant le plan d'affaires jusqu'en 2029 (soit 15 années supplémentaires) jusqu'à ce que la rentabilité de l'actif économique atteigne un taux global proche du coût du capital.

Au-delà de 2029, nous avons déterminé une valeur de sortie sur la base d'une rente à l'infini en supposant une croissance annuelle des capitaux employés de 1,75 %.

Branche Chimie

Au-delà de 2014, nous avons déterminé une valeur de sortie en calculant le flux normatif sur la base de la moyenne de l'EBITDA sur 5 ans afin de prendre en compte le caractère cyclique de cette activité. L'EBITDA normatif des sociétés mises en équivalence a par ailleurs été déterminé sur la période 2012-2014 afin d'intégrer pleinement la croissance de ces entités.

Nous avons modélisé sur 3 années supplémentaires la croissance des entités dont l'acquisition est prévue entre 2012 et 2014 (petites acquisitions notionnelles).

La variation du besoin en fonds de roulement a été estimée négligeable.

Les dotations aux amortissements ont été modélisées afin d'égaliser les investissements en fin de plan.

Holding

Les coûts relatifs à la holding ont été pris en considération sur la base d'une actualisation de flux.

Coût moyen pondéré du capital

Le coût moyen pondéré du capital a été estimé sur la base :

- d'une structure de financement endettée à hauteur de 15 % (gearing de 18 %), correspondant à la structure financière moyenne des sociétés comparables (Elf Aquitaine présente une trésorerie positive) ;
- d'un bêta de 0,76 désendetté (0,85 en réendetté) déterminé sur la base de la moyenne des bêtas de notre échantillon de sociétés comparables cotées (source : Associés en Finance lorsque l'information est disponible et Datastream le cas échéant) ;
- d'une prime de risque de 5,21 % (Associés en Finance, février 2010) ;
- d'un taux sans risque, calculé par différence entre le rendement espéré du marché⁸ (Associés en Finance février 2010) et la prime de risque ci-dessus, qui ressort à 4,99 % ;
- un coût de la dette de 3,8 % avant impôt en ligne avec le coût de la dette de TOTAL S.A.

Sur ces bases, le taux d'actualisation ressort à 8,35 %.

Ce taux a été utilisé pour valoriser les trois branches d'activité d'Elf Aquitaine étant rappelé que le bêta retenu a été déterminé par référence à celui de sociétés intégrées intervenant sur ces différents secteurs (exploration et production, raffinage et distribution, et chimie).

Les flux financiers ont été actualisés à partir du 1^{er} janvier 2010 et à mi-année.

Croissance à l'infini

Nous avons retenu un taux de croissance à l'infini de 1,75 % en valeur centrale, en ligne avec les anticipations à long terme d'inflation pour la zone Euro, d'une part, et les taux de croissance à long terme retenus par les analystes, d'autre part.

⁸ E(Rm) selon les données Associés en Finance.

Calculs de valorisation

Sur ces bases, la valeur d'entreprise globale s'établit à 48,3 milliards (Mds) d'euros et la valeur des fonds propres à 81,2 Mds d'euros.

La branche Amont représente 83,2 % de la valeur d'entreprise, les branches Aval et Chimie représentant respectivement 12,6 % et 4,6 % de cette valeur. Les coûts de holding sont non significatifs (-0,4% de la valeur d'entreprise globale).

Les sensibilités à une variation de :

- +/- 0,25 pt de taux de croissance et de taux d'actualisation,
- +/- 0,5 pt de ROACE Amont 2034 et +/- 0,25 pt de taux d'actualisation,

sont présentées ci-après. Les valeurs par action en euros ainsi obtenues sont les suivantes :

Taux de croissance							ROACE Amont 2034 (2)						
WACC (1)		1,25%	1,50%	1,75%	2,00%	2,25%	WACC (1)		9,0%	9,5%	10,0%	10,5%	11,0%
	7,85%	309,9	310,8	311,8	312,9	314,0		7,85%	307,0	309,4	311,8	314,2	316,6
	8,10%	304,1	304,8	305,7	306,5	307,5		8,10%	301,2	303,4	305,7	307,9	310,1
	8,35%	298,6	299,2	299,9	300,6	301,4		8,35%	295,8	297,8	299,9	302,0	304,1
	8,60%	293,4	294,0	294,5	295,1	295,8		8,60%	290,7	292,6	294,5	296,5	298,4
	8,85%	288,6	289,0	289,5	290,0	290,5		8,85%	285,9	287,7	289,5	291,3	293,1
(1) Weighted Average Cost of Capital							(2) Return on Average Capital Employed						

Selon cette méthode, la valeur par action de la société Elf Aquitaine ressort dans une fourchette de 295,1 euros à 304,8 euros, avec une valeur centrale à 299,9 euros par action.

A titre d'information, la prise en compte d'une valeur terminale au-delà de la période d'extrapolation égale au montant de l'actif économique en 2034 inflaté pour la branche Amont fait ressortir une valeur par action de 295,7 euros.

Le prix proposé offre une prime de 0,1 % à 3,3 % par rapport aux valeurs haute et basse résultant de l'analyse des flux futurs actualisés (DCF).

5.1.4.2.2. Méthode des sociétés comparables cotées

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

Des sociétés cotées peuvent être considérées comme étant comparables dès lors qu'elles présentent de réelles similitudes avec la société analysée en termes de :

- domaine d'activité (produits, clientèle, secteur géographique),
- taille (chiffre d'affaires ou capitalisation boursière, capitaux investis, part de marché),
- niveau et structure des marges,
- perspectives de croissance de chiffres d'affaires et de marges.

A l'effet de constituer un échantillon représentatif de sociétés comparables, nous avons sélectionné des sociétés intégrées du secteur pétrolier et gazier opérant sur plusieurs zones géographiques et dont

la capitalisation boursière était supérieure à 20 milliards d'euros. Cet échantillon est composé des sociétés suivantes : Repsol, Statoil, Eni, ConocoPhillips, et des « Majors du secteur » : TOTAL, Royal Dutch Shell, BP, Exxon Mobil et Chevron.

Sociétés	Pays	Capitalisation* (en M\$)	DACF (en M\$)	NOPAT*** (en M\$)	RN pdg*** (en M\$)	Réserves**
Repsol	Espagne	29 318	7 953	2 850	2 132	2 210
Statoil	Norvège	72 181	15 285	4 164	3 117	5 408
Eni	Italie	94 871	21 262	8 126	6 314	6 571
ConocoPhillips	Etats-Unis	76 795	16 047	4 936	4 858	10 326
Total	France	136 011	21 279	11 937	12 096	10 483
Royal Dutch Shell	Pays bas	177 617	29 682	12 718	12 518	10 903
BP	Royaume Uni	174 856	30 721	18 061	16 578	18 147
Exxon Mobil	Etats-Unis	313 020	33 906	19 658	19 280	23 300
Chevron	Etats-Unis	147 754	24 031	10 563	10 483	11 196

* au 15 mars 2010; **réserves prouvées (P1) exprimées en Millions de Barils Equivalent Pétrole; *** non ajusté

La valeur d'entreprise (VE ou EV) est fondée sur la capitalisation boursière augmentée du dernier endettement net disponible, des provisions présentant un caractère de dette et des intérêts minoritaires et diminuée des actifs financiers et du montant des reports déficitaires inscrits à l'actif.

Pour la capitalisation boursière, nous avons retenu les cours spot au 15 mars 2010. Nous nous sommes cependant assurés que la prise en compte de cours moyens pondérés par les volumes sur 1 mois et 3 mois ne remettait pas en cause le prix offert.

Dans le cadre de la présente évaluation, nous avons privilégié les multiples après impôts afin de prendre en compte le niveau élevé de taxation des sociétés pétrolières :

- **EV/DACF (Debt-Adjusted Cash Flow)** : Le DACF est un agrégat après impôt et avant dotations aux amortissements, charges d'exploration et résultat financier. Ce ratio, particulièrement pertinent dans le secteur pétrolier, est indépendant de la structure financière des sociétés considérées et de leur politique d'amortissement. Il est privilégié à un ratio EV/EBITDA par les analystes du secteur qui utilisent également le multiple EV/NOPAT ;
- **EV/NOPAT (Net Operating Profit After-Tax)** : Il correspond à un multiple de résultat opérationnel après impôt. Ce multiple qui permet de prendre en compte la rentabilité des sociétés considérées est indépendant de leur structure financière.

En revanche, nous n'avons pas retenu le multiple de résultat net compte tenu des différences observées en termes de structure financière entre Elf Aquitaine (qui dispose d'une trésorerie nette significative) et ses pairs (dont le gearing moyen est de l'ordre de 18 %).

Le tableau ci-après synthétise les multiples de référence médians :

Multiples	EV/DACF			EV/NOPAT		
	2010e	2011e	2012e	2010e	2011e	2012e
Repsol	6,2 x	5,6 x	5,2 x	15,2 x	12,5 x	11,0 x
Statoil	4,9 x	4,4 x	3,9 x	10,5 x	8,5 x	7,3 x
Eni	5,9 x	5,3 x	4,8 x	12,5 x	10,7 x	10,1 x
Conocophillips	na	na	na	10,0 x	8,2 x	7,0 x
Total	6,3 x	5,9 x	5,4 x	10,9 x	9,6 x	8,8 x
Royal Dutch shell	5,5 x	4,7 x	4,3 x	10,4 x	8,4 x	10,3 x
BP	5,9 x	5,2 x	4,7 x	10,4 x	8,8 x	7,9 x
ExxonMobil	na	na	na	10,3 x	8,4 x	7,8 x
Chevron	na	na	na	7,7 x	6,5 x	6,1 x
Médiane	5,9 x	5,2 x	4,8 x	10,4 x	8,5 x	7,9 x

Valeurs obtenues par application des multiples de comparables boursiers

L'application des multiples de DCF précédemment présentés conduit à une valeur des capitaux propres comprise entre 68,5 milliards (Mds) d'euros et 75,1 Mds d'euros et un prix par action compris entre 253,1 euros et 277,4 euros.

L'application des multiples de NOPAT précédemment présentés conduit à une valeur des capitaux propres comprise entre 63,7 Mds d'euros et 72,3 Mds d'euros et un prix par action compris entre 235,4 euros et 267,0 euros.

L'application des seuls multiples de TOTAL S.A. conduit à une valeur par action comprise entre 240,5 euros et 298,9 euros.

Sur la base des capitalisations boursières au 15 mars 2010 des sociétés comparables, le prix de l'Offre fait ressortir une prime comprise entre 2,0 % et 29,5 % sur la fourchette de valeurs issues de cette méthode.

A titre d'information, la valeur par action que nous obtenons, en utilisant les capitalisations boursières moyennes des sociétés comparables, ressort :

- dans une fourchette de 233,5 euros à 298,0 euros par action en retenant une capitalisation moyenne pondérée sur 1 mois au 15 mars 2010 ;
- dans une fourchette de 235,4 euros à 300,7 euros par action en retenant une capitalisation moyenne pondérée sur 3 mois au 15 mars 2010.

5.1.4.2.3. Cours de bourse

Les actions Elf Aquitaine ont été admises au compartiment des valeurs radiées des marchés réglementés (désormais le compartiment des valeurs radiées du marché réglementé géré par Euronext Paris S.A.) le 6 novembre 2000 suite à l'offre publique de retrait par échange d'actions intervenue en juin 2000. L'action Elf Aquitaine est toujours cotée sous le code ISIN FR 000 120 420.

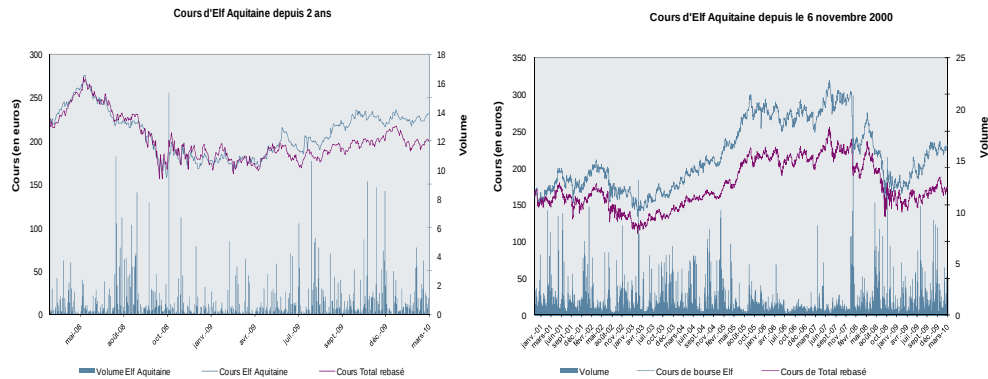
Son capital étant actuellement détenu, directement et indirectement, à hauteur de 99,48 % par TOTAL S.A. (compte tenu de l'autodétention), le flottant s'élève à 0,52 %.

Les volumes quotidiens d'actions échangées sont limités et reflètent le faible flottant du capital social. Ainsi, le nombre total d'actions échangées sur les 12 derniers mois au 15 mars 2010 s'élève à 278 milliers d'actions. Rapporté au nombre d'actions en circulation, il fait ressortir un taux de rotation de 0,1% du capital et 19,8 % du flottant.

En dépit de cette liquidité très réduite, nous estimons que le cours de bourse demeure un indicateur pertinent pour les actionnaires minoritaires, étant observé qu'il est étroitement corrélé à celui de TOTAL S.A. (corrélation de 72% sur 2 ans et de 97% depuis novembre 2000).

Le graphique ci-dessous retrace l'évolution du cours de bourse et des volumes échangés du titre Elf Aquitaine comparé à l'action TOTAL S.A. :

- sur une période de deux ans, du 10 mars 2008 au 15 mars 2010 ;
- depuis le 6 novembre 2000, date de l'admission des actions au compartiment des valeurs radiées (désormais le compartiment des valeurs radiées du marché réglementé géré par Euronext Paris S.A.).



Les primes ressortant du prix offert dans le cadre de la présente Offre (soit 305 euros par action) sur la base des cours moyens pondérés par les volumes 1 mois, 3 mois, 6 mois et 1 an, ainsi qu'au 15 mars 2010, sont les suivantes :

Etude du cours de bourse d'Elf Aquitaine

Cours au 15/03/10	En euros	Prime
Spot	231,00	32,0%
Moyen pondéré 1 mois	225,72	35,1%
Moyen pondéré 3 mois	223,96	36,2%
Moyen pondéré 6 mois	224,70	35,7%
Moyen pondéré 12 mois	211,18	44,4%
Plus haut 12 mois	235,65	29,4%
Plus bas 12 mois	170,10	79,3%

Source : Datastream

Le prix de l'Offre présente une prime de 32 % par rapport au cours spot au 15 mars 2010 et un intervalle de primes compris entre 35,1 % et 36,2 % par rapport aux cours de bourse moyens pondérés de 1 à 6 mois.

5.1.4.2.4. Valeur de rendement (capitalisation du dividende)

La méthode de la capitalisation du dividende a été mise en œuvre compte tenu du caractère régulier de la politique de distribution d'Elf Aquitaine :

- le taux de distribution moyen sur les dix dernières années est de 70,86 %,

- il est de 80,49 % sur les trois dernières années, ce qui représente un dividende par action moyen de 8,29 euros,
- le rendement moyen des trois derniers exercices est de l'ordre de 3,56 % dont 5,26 % en 2008, ce qui est sensiblement supérieur au niveau moyen observé sur le marché des actions.

Historiquement, le dividende versé par Elf Aquitaine au titre d'un exercice correspondait à celui de TOTAL S.A. multiplié par quatre.

Par ailleurs, TOTAL S.A. a indiqué dans le projet de note d'information conjointe relative à l'Offre qu'il était dans son intention de « *poursuivre une politique de distribution de dividendes conforme à la capacité distributrice de la Société [Elf Aquitaine] et à ses besoins de financement* ».

Nous avons mis en œuvre la méthode des dividendes en capitalisant le dernier bénéfice distribué au taux de rendement moyen du secteur pétrolier européen qui ressort à 4,12 % et au taux de rendement moyen du SBF 120, soit 3,51% (source Datastream au 31 décembre 2009).

Sur ces bases, la valeur de l'action Elf Aquitaine ressort respectivement à 221,3 euros et 260 euros.

Le prix de l'Offre présente une prime comprise entre 17,3 % et 37,8 % par rapport à la valeur de rendement d'Elf Aquitaine.

5.1.4.2.5. Références aux transactions antérieures réalisées sur les titres Elf Aquitaine

TOTAL S.A. (alors dénommée Totalfina) a lancé le 5 juillet 1999 une offre publique d'échange proposant 4 actions TOTAL S.A. pour 3 actions Elf Aquitaine. Les termes et conditions de cette offre ont été modifiés par une offre publique d'échange en surenchère (OPE) déposée par TOTAL S.A. en septembre 1999 portant le rapport d'échange à 19 actions TOTAL S.A. pour 13 actions Elf Aquitaine.

En mai 2000, la société TOTAL S.A. a déposé un projet d'offre publique de retrait (OPR) des actions Elf Aquitaine non encore détenues par elle proposant 4 actions TOTAL S.A. pour 3 actions Elf Aquitaine.

Le périmètre du sous-groupe Elf Aquitaine a sensiblement évolué par rapport à celui existant en septembre 1999 (date de l'OPE) et en 2000 (date de l'OPR), du fait des restructurations juridiques intervenues au cours des exercices 2000 à 2003 notamment.

Toutefois, l'essentiel de ces opérations d'apport ou de cession ayant été réalisées sur la base de valeurs économiques (sous le contrôle d'experts indépendants, de commissaires aux apports et à la fusion...), le poids relatif d'Elf Aquitaine par rapport à TOTAL S.A. a été globalement maintenu.

Les seules opérations ayant donné lieu à ajustement concernent la scission d'Arkema et la division par quatre du nominal de l'action TOTAL S.A. A l'issue de ces opérations, les parités ajustées ressortent respectivement à 6 actions TOTAL S.A. pour 1 action Elf Aquitaine (OPE) et à 5,47 actions TOTAL S.A. pour 1 action Elf Aquitaine (OPR).

Ces parités constituent selon nous une référence à prendre en considération.

Sur la base :

- des parités ajustées présentées ci-dessus,

- d'une valeur de TOTAL S.A. appréhendée soit par son cours de bourse, qui apparaît représentatif de la valeur réelle de l'action compte tenu de la liquidité du titre, ou par les objectifs de cours des analystes⁹ sur le titre,

la valeur implicite de l'action Elf Aquitaine s'établit dans une fourchette de 221,6 euros à 289,0 euros.

Valorisation implicite d'Elf Aquitaine

en euros	Cours Total	Elf Aquitaine implicite	
		parité OPE	parité OPR
Cours spot au 15 mars 2010	42,4	254,1	231,7
Moyenne pond / vol 1M	42,1	252,6	230,3
Moyenne pond / vol 3M	42,8	257,0	234,3
Moyenne pond / vol 6M	42,2	253,4	231,0
Moyenne pond / vol 1y	40,5	243,1	221,6
Objectifs de cours à 12 mois	48,2	289,0	263,5

Source : Datastream, IBES au 15/03/10

Le prix de l'Offre présente un intervalle de primes compris entre 5,5 % et 37,6 % par rapport aux valeurs implicites d'Elf Aquitaine présentées ci-dessus.

5.1.5. Analyse du travail d'évaluation réalisé par la banque évaluatrice

BNP Paribas, banque présentatrice de l'opération, a préparé les éléments d'appréciation figurant au paragraphe IV du projet de note d'information conjointe.

Nous avons analysé ces éléments et nous sommes rapprochés des représentants de la banque pour en discuter. La banque nous a également communiqué son rapport complet d'évaluation.

La banque présentatrice a retenu l'approche suivante pour valoriser les actions de la société Elf Aquitaine :

Méthodes d'évaluation écartées :

- Actualisation des flux de dividendes futurs,
- Multiples de transactions comparables,
- Actif Net Réévalué (« ANR »).

Méthodes présentées à titre indicatif :

- Cours de bourse, et référence aux objectifs d'analystes
- Référence aux rapports d'échange historiques de 1999 à 2000.

Méthodes retenues :

- Actualisation des flux de trésorerie futurs disponibles (DCF),
- Multiples des comparables boursiers,
- Multiples boursiers de TOTAL S.A.

Nombre d'actions dilué et dette nette ajustée :

La banque présentatrice retient un nombre d'actions dilué de 270 708 015 après annulation des actions autodétenues. Nous n'avons aucun point de divergence sur ce sujet.

⁹ Objectifs postérieurs au communiqué de TOTAL S.A. sur ses résultats 2009 (26 contributeurs).

La banque présentatrice retient un ajustement global de Valeur d'entreprise à Valeur des fonds propres qui s'élève à un montant positif de 32 480 millions d'euros. Nous retenons, pour notre part, un ajustement positif de 32 916 millions d'euros.

Le principal écart correspond aux engagements de retraite (374 M€) que nous traitons, pour la partie récurrente, en besoin en fonds de roulement, et que la banque assimile en totalité à une dette.

5.1.5.1. Méthodes d'évaluation écartées par la banque présentatrice

Nous n'avons pas de divergences d'appréciation sur le rejet des méthodes de l'actif net comptable, de l'actif net réévalué, des multiples de transactions et des références aux objectifs des analystes, ayant nous-mêmes écarté ces méthodes.

De même, nous n'avons pas de divergence sur le choix des méthodes présentées à titre informatif. En revanche nous avons également présenté, à titre indicatif, la valeur ressortant de la méthode du rendement (capitalisation du dividende). Cette information constitue selon nous un indicateur de valeur pertinent pour des actionnaires minoritaires dans le cadre d'une offre publique suivie d'un retrait obligatoire.

5.1.5.2. Méthodes d'évaluation retenues par la banque présentatrice

5.1.5.2.1. Méthode d'actualisation des flux futurs de trésorerie ou Discounted Cash Flows (DCF)

Travaux de la banque présentatrice

La banque présentatrice a mis en œuvre la méthode de l'actualisation des flux futurs de trésorerie par branche d'activité (amont, aval, chimie) sur la base du plan d'affaires communiqué par la Société.

Pour chacune des branches, la banque présentatrice a retenu sur la période explicite les flux de trésorerie tels que fournis par TOTAL S.A. actualisés au coût du capital au 31 décembre 2009 à mi-période pour chaque flux annuel.

Pour le calcul de la valeur terminale, elle a privilégié les approches suivantes :

- Amont : méthode de la décroissance de la rente reposant sur une convergence du ROACE (« *return on average capital employed* ») vers un taux de 10 % en 2039 ;
- Aval : méthode de la décroissance de la rente reposant sur une convergence du ROACE vers le coût du capital en 2024 ;
- Chimie : Gordon Shapiro sur la base d'un flux normatif correspondant à la moyenne des flux 2011-2014 hors investissements liés aux acquisitions notionnelles, mais tenant compte de l'impact en année pleine des acquisitions inflatées en 2015 et d'un taux de croissance perpétuel de 1,8 %.

Fourchette de valeurs

La fourchette de valorisation obtenue par la banque présentatrice est comprise entre 284 euros et 300 euros, la valeur centrale ressortant à 292 euros.

Divergence d'appréciation

A l'instar de la banque nous avons utilisé le plan d'affaires communiqué par le management sur la période explicite sans y apporter de modification.

Concernant le calcul des valeurs terminales, nos principales divergences sont les suivantes :

- Amont : Nous avons retenu une décroissance linéaire jusqu'en 2029 pour les projets à plateaux courts et jusqu'en 2034 (soit 5 années supplémentaires) pour les projets à plateaux longs. La banque présentatrice a, pour sa part, privilégié une décroissance globale plus forte sur les premières années d'extrapolation ;
- Aval : Nous avons extrapolé le plan sur 15 années supplémentaires de manière à faire converger le taux de rentabilité de l'actif économique vers un taux proche de celui du capital en 2029. La banque présentatrice a retenu une durée d'extrapolation limitée à 10 ans ;
- Chimie : La valeur terminale de la branche Chimie telle que déterminée par la banque présentatrice repose sur une moyenne des cash-flows 2011 à 2014 inflatés en 2015 et ajustés de l'impact non récurrent des acquisitions notionnelles. Cette valeur comprend implicitement un écart entre les dotations aux amortissements et les investissements. Nous avons pour notre part privilégié une moyenne d'EBITDA et modélisé les dotations aux amortissements de manière à les égaliser avec les investissements estimés normatifs.

Hypothèses financières

Les principaux écarts sur le taux d'actualisation sont liés à une différence méthodologique, nous avons privilégié un coût moyen pondéré du capital (sur la base du gearing du secteur) alors que la banque a retenu un coût du capital sans prendre en compte de levier financier.

Nous avons par ailleurs retenu des données spot, la banque ayant retenu des moyennes sur trois mois.

Globalement ces écarts se compensent et conduisent à un taux d'actualisation relativement proche (8,35 % vs 8,40% pour la banque présentatrice).

Concernant la croissance sur les périodes d'extrapolation et la croissance à l'infini, nous avons retenu une hypothèse de 1,75 % en valeur centrale, au lieu de 1,8 % dans les travaux de la banque présentatrice.

Nos calculs aboutissent à une fourchette de valeurs de 295,1 à 304,8 euros (valeur centrale à 299,9 euros), soit une fourchette de prime comprise entre 0,1 % et 3,3 %.

5.1.5.2.2. Evaluation analogique de la Société par la méthode des comparables boursiers

Travaux de la banque présentatrice

La banque présentatrice a retenu un échantillon proche du nôtre regroupant les sociétés américaines : Exxon Mobil, Chevron, ConocoPhillips, et européennes : Royal Dutch Shell, BP, TOTAL S.A. et ENI. Notre échantillon intègre en plus les sociétés Repsol et Statoil.

Elle a privilégié le multiple médian de NOPAT (celui d'EBITDA étant présenté à titre indicatif) sur les années 2010e et 2012e.

La banque a calculé la capitalisation boursière des sociétés comparables au 15 mars 2010 sur la base d'un nombre d'actions dilué. Elle conclut à une fourchette de valeurs comprise entre 232 euros et 269 euros par action.

Divergence d'appréciation

Calcul de la capitalisation boursière

Pour déterminer la capitalisation boursière des sociétés comparables, la banque présentatrice a retenu la moyenne un mois au 15 mars 2010 et un nombre d'actions hors autocontrôle et dilué des plans de

stock options dans la monnaie. Nous avons privilégié un cours spot au 15 mars 2010 et un nombre d'actions en circulation.

Nous nous sommes cependant assurés que la prise en compte de cours moyens pondérés par les volumes sur 1 mois et 3 mois ne remettait pas en cause le prix offert.

Passage de la valeur d'entreprise à la valeur des capitaux propres

Une divergence est liée aux retraitements effectués entre la valeur d'entreprise et la valeur des capitaux propres des sociétés comparables. En effet, la banque retraite en dette plusieurs provisions que nous considérons comme constitutives du besoin en fonds de roulement (provisions pour retraite, provisions environnementales,...). En revanche, nous avons directement ajouté à la valeur d'entreprise la valeur des sociétés mises en équivalence lorsque celles-ci ne sont pas comprises dans les flux, la banque les retraitant au niveau des flux.

Multiple de DACF et multiple d'EBITDA

La banque a présenté à titre indicatif le multiple d'EBITDA et n'a pas retenu le multiple de DACF (*Debt-Adjusted Cash Flows*). Nous avons privilégié le multiple de DACF, communément retenu par les analystes couvrant le secteur. Nous avons établi notre propre consensus de DACF pour les sociétés de notre échantillon afin d'assurer l'homogénéité des multiples retenus.

Multiple du NOPAT

Pour calculer le NOPAT des sociétés comparables, la banque a établi un consensus d'EBIT auquel elle a appliqué le taux d'imposition moyen historique des trois dernières années de la société.

Pour notre part, nous avons pris en considération les taux d'impôt prévisionnels issus des notes d'analystes utilisées.

Nos calculs aboutissent à une fourchette de valeurs de 235,4 euros à 267,0 euros.

5.1.6. Synthèse de nos travaux et attestation sur le caractère équitable du prix offert

5.1.6.1. Synthèse de nos travaux d'évaluation

A l'issue de nos travaux, le prix offert dans le cadre de l'Offre, soit 305 euros, fait ressortir les primes et décotes suivantes par rapport aux valeurs résultant des méthodes d'évaluation que nous avons jugées pertinentes :

Méthode	Expert indépendant		Prime / (décote) à 305€		Banque présentatrice	
	bas	haut	+bas	+haut	bas	haut
DCF	295,1	304,8	3,3%	0,1%	284,0	300,0
Comparables boursiers						
- x NOPAT	235,4	267,0	29,5%	14,2%	232,0	269,0
- x DACF	253,1	277,4	20,5%	10,0%	n/a	
- Multiples TOTAL S.A.	240,5	298,9	26,8%	2,0%	235,0	279,0
<i>A titre d'information :</i>						
Méthode du rendement	221,3	260,0	37,8%	17,3%	n/a	
Cours de bourse						
- Cours au 15/03/10	231,00		32,0%		226,0	
- moyenne un mois	225,72		35,1%			
- moyenne trois mois	223,96		36,2%			
- moyenne six mois	224,70		35,7%			
- moyenne douze mois	211,18		44,4%			
Transaction de référence	221,6	289,0	37,6%	5,5%	236,0	259,0

Ces primes et décotes sont calculées par rapport à la valorisation de l'action Elf Aquitaine avant opération (« *stand alone* »), c'est-à-dire sans prise en compte de l'incidence éventuelle des économies potentielles susceptibles d'être dégagées à l'issue de l'opération.

5.1.6.2. Attestation sur le caractère équitable du prix offert

Nous avons été chargés en qualité d'expert indépendant, désigné par le conseil d'administration d'Elf Aquitaine conformément à l'article 261-1 II du Règlement général de l'AMF, d'apprécier le caractère équitable de l'indemnisation des actionnaires minoritaires de la Société fixée par TOTAL S.A., dans le cadre de la procédure de retrait obligatoire prévue à l'article 237-1 du même règlement.

L'indemnisation des actionnaires minoritaires s'établit à 305 euros par action Elf Aquitaine.

A l'issue de nos travaux, nous observons que le prix proposé fait ressortir:

- une prime comprise entre 0,1% et 3,3 % par rapport aux valeurs haute et basse ressortant d'une analyse des flux futurs actualisés (DCF), étant rappelé que le plan d'affaires repose sur des hypothèses économiques dont la variation est susceptible d'entraîner des impacts sensibles sur la valeur. En particulier, la parité euro/dollar retenue dans le plan d'affaires apparaît favorable à la valeur. La valeur DCF que nous avons déterminée inclut l'ensemble des gisements de valeur identifiés, et intègre l'hypothèse selon laquelle la société sera en mesure d'exploiter de nouveaux champs pétroliers à l'infini ;
- des primes de 10,0 % à 29,5 % sur la fourchette de valeurs issues des comparables boursiers, et des primes de 2,0 % à 26,8 % sur la fourchette de valeurs issues de l'application des seuls multiples de TOTAL S.A.

A titre indicatif, nous relevons que le prix offre des primes conséquentes par rapport au cours de bourse d'Elf Aquitaine (32% par rapport au cours spot au 15 mars 2010 et autour de 36 % par rapport aux moyennes pondérées sur différentes périodes allant jusqu'à 6 mois). L'opération offre ainsi aux actionnaires d'Elf Aquitaine une liquidité immédiate à un prix très supérieur aux cours observés sur les derniers mois.

Dans le même ordre d'idée, le prix offre des primes significatives (entre 17,3 % et 37,8 %) par rapport aux valeurs issues de la méthode du rendement (capitalisation du dividende).

Enfin, les conditions financières offertes dans le cadre de la présente Offre apparaissent plus favorables pour les actionnaires d'Elf Aquitaine que celles ayant prévalu lors de l'OPE de 1999 et de l'OPR de 2000 (primes comprises entre 5,5 % et 37,6 % par rapport aux parités historiques et en tenant compte d'une valeur de TOTAL S.A. appréhendée par son cours de bourse ou par les objectifs de cours des analystes).

Dans ce contexte, nous sommes d'avis que le prix de 305 euros par action que TOTAL S.A. envisage de proposer dans le cadre de la présente Offre publique est équitable d'un point de vue financier pour les actionnaires de la société Elf Aquitaine.

Fait à Paris,

le 22 mars 2010

Ricol Lasteyrie

Sonia Bonnet-Bernard

5.2. ANNEXES AU RAPPORT DE L'EXPERT INDÉPENDANT

Annexe 1 : Présentation de la société Ricol Lasteyrie

Avec une équipe resserrée de professionnels reconnus dans leurs spécialités, Ricol Lasteyrie intervient, depuis sa création, dans tous les domaines liés à l'analyse financière et à l'évaluation d'entreprises, que ce soit dans le cadre de :

- missions légales : commissariat aux apports et à la fusion ;
- missions contractuelles : expertise indépendante, évaluation d'entreprises et arbitrage.

Ricol Lasteyrie a acquis au cours des années une expérience reconnue dans les opérations qui requièrent une appréciation particulière de l'équité entre actionnaires et plus généralement en matière d'expertise indépendante et d'attestation d'équité.

Ricol Lasteyrie est doté d'une charte qualité, téléchargeable sur son site Internet : www.ricol-lasteyrie.fr

Annexe 2 : Liste des missions d'expertise indépendante réalisées par Ricol Lasteyrie depuis avril 2007

Depuis deux ans, Ricol Lasteyrie est intervenu en qualité d'expert indépendant dans le cadre des opérations suivantes portant sur des sociétés dont les actions sont admises sur un marché réglementé :

Date	Cible	Initiatrice	Banque présentatrice	Type d'offre
février-10	Siparex Croissance	Siparex Croissance	Neufize OBC (groupe ABN)	OPRA
mars-09	Gecimed	Gecina	ODDO	OPM (Mixte)
janvier-09	Distriborg	Wessanen France Holding SAS	ING	OPR-RO
janvier-09	Wavecom	Sierra Wireless France SAS	Lazard Frères	OPA
octobre-08	GL TRADE	SunGard	Odco Corporate Finance	OPAS
août-08	Ilog	CITLOI (filiale détenue indirectement à 100% par IBM)	UBS / Natixis	OPA
avril-08	Geodis	SNCF Participations	UBS / Deutsche Bank	OPA
avril-08	Neuf Cegetel	SFR	JP Morgan / Calyon / Société Générale / Natixis / Crédit Mutuel-CIC	OPAS
février-08	Genesys	West International Holding Ltd	Lehman Brothers	OPA
février-08	Siparex Croissance	Siparex Croissance	Neufize OBC (groupe ABN)	OPRA
janvier-08	Net2S	BT Group Plc	Lazard Frères	OPAS
octobre-07	IB Group	Overlap Group	ODDO Corporate / Aforge Finance	Fusion absorption
septembre-07	Completel	Altice B2B	HSBC / Calyon	OPAS
juin-07	AGF	Allianz SE	Goldman Sachs / Rothschild / Calyon	OPR-RO
avril-07	Forinter	OFI PE Commandité	Cazanove	OPR
avril-07	Foncia	Banque Fédérale des Banques Populaires	ABN Amro / Natixis Bleichroeder	Garantie de Cours / RO

Annexe 3 : Adhésion à une association professionnelle reconnue par l'Autorité des marchés financiers

Ricol Lasteyrie adhère depuis le 1^{er} juillet 2008 à l'Association Professionnelle des Experts Indépendants (APEI), association professionnelle reconnue par l'Autorité des marchés financiers en application de l'article 263-1 de son Règlement général.

Par ailleurs, Ricol Lasteyrie est doté d'une charte qualité prévoyant notamment des procédures destinées à protéger l'indépendance de la société et éviter les situations de conflits d'intérêts ainsi qu'à contrôler, sur chaque mission, la qualité des travaux réalisés et des rapports avant leur émission.

Annexe 4 : Montant de la rémunération perçue

Pour cette mission, notre rémunération s'est élevée à 450 000 euros, hors taxes et hors frais.

Annexe 5 : Description des diligences effectuées

Programme de travail détaillé

Nous avons mis en œuvre le programme de travail suivant :

Prise de connaissance de l'opération et acceptation de la mission
Identification des risques et orientation de la mission
Collecte des informations et des données nécessaires à la mission : • Prise de connaissance des notes d'analyse sectorielle et des notes d'analyse sur TOTAL S.A. et les comparables de la Société
Appréciation du contexte de l'Offre : • Discussions avec le trésorier, le directeur des Comptabilités, les responsables Consolidation et Strategy & Economic Intelligence de TOTAL S.A. • Echanges avec les conseils de l'Initiateur
Prise de connaissance de la documentation comptable et financière des sociétés Elf Aquitaine et TOTAL S.A.

Construction d'une approche fondée sur les flux futurs : - Analyse du plan d'affaires préparé par le management de la Société sur les différents secteurs d'activité d'Elf Aquitaine - Construction des flux de trésorerie prévisionnels au-delà de 2014^e pour l'aval et la chimie et au-delà de 2019^e pour l'amont - Travaux de valorisation - Analyses de sensibilité
Mise en œuvre des méthodes analogiques : Comparables boursiers
Recherche de transactions comparables
Analyse du cours de bourse : - Analyse de la liquidité - Analyse de l'évolution du cours
Mise en œuvre de la méthode du rendement
Analyse des transactions antérieures sur les titres de la Société (OPE et OPR de 1999 et 2000)
Entretien avec les administrateurs indépendants d'Elf Aquitaine
Obtention d'une lettre d'affirmation des représentants de la Société
Analyse des éléments d'appréciation du prix et du rapport d'évaluation de la banque présentatrice
Revue de cohérence entre le rapport de l'expert et le projet de note d'information conjointe
Note de synthèse
Revue indépendante
Rédaction du rapport
Présentation des conclusions à la Société

Annexe 6 : calendrier de l'étude

- Présentation de l'opération par les dirigeants de TOTAL S.A. : 6 janvier 2010
- Désignation de Sonia Bonnet-Bernard, associée gérante de Ricol Lasteyrie en qualité d'expert indépendant par le conseil d'administration de la Société : 10 février 2010
- Réunions chez TOTAL S.A. en présence du management comptable et financier :
 - ✓ 12 janvier 2010
 - ✓ 15 janvier 2010
 - ✓ 26 janvier 2010
 - ✓ 9 février 2010
 - ✓ 17 février 2010
 - ✓ 8 mars 2010
 - ✓ 12 mars 2010
 - ✓ 16 mars 2010
- Présentation de nos conclusions : 16 mars 2010
- Réunion avec les administrateurs indépendants : 17 mars 2010
- Remise d'un pré-rapport : 17 mars 2010
- Remise du rapport définitif : 22 mars 2010

Annexe 7 : liste des personnes rencontrées et/ou contactées

TOTAL S.A.

- Monsieur Jérôme Schmitt, Trésorier
- Monsieur Dominique Bonnet, Directeur des Comptabilités
- Madame Catherine Rogé, Responsable Strategy & Economic Intelligence
- Madame Marie-Sophie Wolkenstein, Responsable Corporate Finance

- Madame Edna Bobot, Responsable Consolidation

Banque présentatrice, BNP Paribas

- Monsieur Pascal Quiry, Managing Director Head of European Execution Teams
- Monsieur Xavier Le Roy, Directeur
- Monsieur Damien Anzel, Vice President
- Monsieur Arnaud Petitcolas, Vice President

Avocats conseils, Willkie Farr & Gallagher LLP

- Maître Laurent Faugérolas, Avocat Associé

Annexe 8 : source des informations utilisées

- Informations significatives communiquées par la société TOTAL :
 - Présentation de la Société ;
 - Plan d'affaires ;
 - Projet de note d'information conjointe relative à l'Offre ;
- Informations significatives communiquées par la banque présentatrice :
 - Rapport de valorisation ;
- Informations de marché :
 - Notes d'analyse financière et transactions comparables : Thomson One Banker ;
 - Données de marché : Datastream et Associés en Finance.

Annexe 9 : personnel associé à la réalisation de la mission

La mission a été conduite par :

- Sonia Bonnet-Bernard, expert-comptable et commissaire aux comptes, dotée de 25 ans d'expérience dans les domaines comptables et financiers, associée gérante de Ricol Lasteyrie depuis 1998, responsable du pôle Attestation-Evaluation. Elle est membre de l'Autorité des Normes Comptables et vice-présidente de la Société Française des Evalueurs (SFEV) ;
- Joëlle Lasry, expert-comptable, associée de Ricol Lasteyrie où elle intervient depuis 12 ans plus particulièrement sur des missions d'expertise indépendante. Elle est membre élue du Conseil Supérieur de l'Ordre des Experts-Comptables ;
- Charlotte Passedoit, manager diplômée d'expertise-comptable présente chez Ricol Lasteyrie depuis 6 ans et ayant participé à ce jour à une dizaine de missions d'attestation d'équité dans le cadre d'offres publiques ;
- deux analystes disposant d'une expérience professionnelle comprise entre 3 et 8 ans.

La revue indépendante a été effectuée par Philippe Marchand (Associé Gérant).

VI. AVIS DU CONSEIL D'ADMINISTRATION D'ELF AQUITAINE, SOCIÉTÉ VISÉE PAR L'OFFRE ET LE RETRAIT OBLIGATOIRE

Le Conseil d'Administration d'Elf Aquitaine s'est réuni le 23 mars 2010 sous la présidence de Christophe de Margerie, Président-Directeur Général, afin d'examiner le projet d'Offre suivie du Retrait Obligatoire et de rendre un avis motivé sur ce projet et ses conséquences pour la Société, ses actionnaires et ses salariés. Tous les membres du Conseil d'Administration étaient présents ou

représentés. L'avis a été rendu à l'unanimité des membres présents ou représentés et aucune opinion divergente n'a été formulée.

Le texte de cet avis, extrait du procès-verbal de la réunion du Conseil d'Administration, est reproduit ci-après :

« Le Conseil d'Administration a examiné les conditions du projet d'offre publique de retrait suivie d'un retrait obligatoire initié par TOTAL S.A. sur les actions d'Elf Aquitaine non encore détenues directement ou indirectement par elle, soit 1 468 725 actions représentant 0,52 % du capital et 0,27 % des droits de vote d'Elf Aquitaine, afin de rendre un avis motivé sur l'intérêt que représente ladite offre, conformément aux dispositions de l'article 231-19, 4° du Règlement général de l'Autorité des marchés financiers.

Le Conseil d'Administration a pris connaissance des éléments d'information contenus dans le projet de note d'information conjointe de TOTAL S.A. et Elf Aquitaine, qui inclut notamment un résumé du rapport d'évaluation préparé par BNP Paribas et le rapport de Mme Sonia Bonnet-Bernard, Associée-Gérante du cabinet Ricol Lasteyrie sis au 2 avenue Hoche - 75008 Paris en sa qualité d'expert indépendant désigné par le Conseil d'Administration d'Elf Aquitaine le 10 février 2010 conformément aux dispositions de l'article 261-1 du Règlement général de l'Autorité des marchés financiers.

Après examen et délibération, et connaissance prise du projet de communiqué de presse conjoint qui doit être diffusé, le Conseil d'Administration, au vu notamment du rapport de l'expert indépendant concluant au caractère équitable du prix proposé dans l'offre et de l'indemnisation remise dans le cadre du retrait obligatoire, soit 305 € par action Elf Aquitaine (coupon du solde du dividende 2009 attaché), décide à l'unanimité d'approuver le projet d'offre publique de retrait suivie d'un retrait obligatoire, qu'il considère conforme aux intérêts d'Elf Aquitaine, de ses actionnaires et de ses salariés.

Dès lors, le Conseil d'Administration recommande aux actionnaires minoritaires d'Elf Aquitaine d'apporter leurs actions à l'offre publique de retrait, étant précisé que ces actions seront en toute hypothèse transférées à la société TOTAL S.A. dans le cadre du retrait obligatoire, moyennant une indemnisation identique au prix de l'offre publique de retrait, soit 305 € par action Elf Aquitaine (coupon du solde du dividende 2009 attaché).

Le Conseil d'Administration prend acte de ce que les actions Elf Aquitaine seront radiées du compartiment des valeurs radiées du marché réglementé géré par Euronext Paris S.A. dès le lendemain de la clôture de l'offre publique de retrait, date à laquelle le retrait obligatoire sera effectif. »

VII. PERSONNES QUI ASSUMENT LA RESPONSABILITÉ DE LA NOTE D'INFORMATION

7.1. POUR LA PRÉSENTATION DE L'OFFRE ET DU RETRAIT OBLIGATOIRE

« Conformément à l'article 231-18 du Règlement général de l'Autorité des marchés financiers, BNP Paribas, établissement présentateur, atteste qu'à sa connaissance, la présentation de l'Offre et du Retrait Obligatoire qu'elle a examinée sur la base des informations communiquées par l'Initiateur, et les éléments d'appréciation du prix proposé sont conformes à la réalité et ne comportent pas d'omission de nature à en altérer la portée. »

BNP Paribas

7.2. POUR LA PRÉSENTATION DE TOTAL S.A.

« A ma connaissance les données de la présente note d'information sont conformes à la réalité et ne comportent pas d'omission de nature à en altérer la portée. »

Christophe de Margerie
Directeur Général

7.3. POUR LA PRÉSENTATION D'ELF AQUITAINE

« A ma connaissance les données de la présente note d'information sont conformes à la réalité et ne comportent pas d'omission de nature à en altérer la portée. »

Christophe de Margerie
Président-Directeur Général