

PROJET D'OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT SIMPLIFIEE
VISANT LES TITRES DE LA SOCIÉTÉ



INITIÉE PAR

Les sociétés EDF Energies Nouvelles et EDF Energies Nouvelles Belgium

PRESENTEE PAR



PROJET DE NOTE EN RÉPONSE ÉTABLIE PAR LA SOCIÉTÉ FUTUREN



Le présent projet de note en réponse a été déposé auprès de l'Autorité des marchés financiers (l'« **AMF** ») le 20 juin 2017, conformément aux dispositions des articles 231-19 et 231-26 de son règlement général.

Le projet d'offre et le présent projet de note en réponse restent soumis à l'examen de l'AMF.

Avis Important

En application des articles 231-19 et 261-1 et suivants du règlement général de l'AMF, le rapport du cabinet Finexsi, agissant en qualité d'expert indépendant, est inclus dans le présent projet de note en réponse.

Le présent projet de note en réponse est disponible sur le site internet de la société FUTUREN (www.futuren-group.com) ainsi que sur celui de l'AMF (www.amf-france.org) et peut être obtenu sans frais auprès de :

FUTUREN
6, rue Christophe Colomb
75008 Paris

Conformément aux dispositions de l'article 231-28 du règlement général de l'AMF, les informations relatives aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables de la société FUTUREN seront déposées auprès de l'AMF et mises à la disposition du public, au plus tard la veille de l'ouverture de l'offre publique d'achat, dans les mêmes conditions.

Un communiqué sera publié, au plus tard la veille de l'ouverture de l'offre publique d'achat, pour informer le public des modalités de mise à disposition de ces documents conformément aux dispositions de l'article 221-3 du règlement général de l'AMF.

SOMMAIRE

1.	RAPPEL DES CONDITIONS DE L'OFFRE.....	4
2.	CONTEXTE ET MOTIFS DE L'OFFRE	6
2.1	Acquisition d'un bloc majoritaire	6
2.2	Déclarations de franchissement de seuils.....	7
2.3	Acquisition de Titres au cours de la période d'Offre.....	8
2.4	Motifs de l'Offre	8
2.5	Actions de la Société dans le cadre de l'Offre.....	8
3.	AVIS MOTIVÉ DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE FUTUREN	9
4.	INTENTIONS DES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE FUTUREN	14
5.	INTENTIONS DE LA SOCIÉTÉ RELATIVE AUX ACTIONS AUTO-DÉTENUES OU D'AUTOCONTRÔLE	14
6.	ACCORDS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE SUR L'APPRÉCIATION OU L'ISSUE DE L'OFFRE.....	14
6.1	<i>Tender Offer Agreement</i>	15
6.2	Engagements d'apport à l'Offre pris par certains actionnaires de la Société	15
6.3	Accords conclus avec Monsieur Fady Khallouf.....	16
6.3.1	Principaux accords conclus avec Monsieur Fady Khallouf.....	16
6.3.2	Convention de prestation de services.....	16
6.4	Le mécanisme de liquidité.....	17
6.5	Autres accords dont la Société a connaissance	17
7.	ELÉMENTS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE EN CAS D'OFFRE PUBLIQUE.....	17
7.1	Structure et repartition du capital	17
7.2	Restrictions statutaires à l'exercice du droit de vote et au transfert d'Actions ou clauses des conventions portées à la connaissance de la Société en application de l'article L. 233-11 du Code de commerce	18
7.3	Participations directes et indirectes représentant plus de 5 % du capital et des droits de vote de FUTUREN.....	19
7.4	Liste des détenteurs de tout titre comportant des droits de contrôle spéciaux et description de ceux-ci	19
7.5	Mécanismes de contrôle prévus dans un éventuel système d'actionnariat du personnel quand les droits de contrôle ne sont pas exercés par ce dernier	19
7.6	Accords entre actionnaires dont la Société a connaissance et qui peuvent entraîner des restrictions au transfert d'Actions et à l'exercice des droits de vote... ..	19
7.7	Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du Conseil d'administration et à la modification des statuts de FUTUREN	19
7.8	Pouvoirs du Conseil d'administration, en particulier en matière d'émission ou de rachat de titres.....	19
7.8.1	Délégations et autorisations financières accordées par l'Assemblée générale des actionnaires	19
7.8.2	Plans d'Actions Gratuites octroyés par la Société	20
7.9	Impact d'un changement de contrôle sur les accords conclus par la Société	21
7.9.1	Option de rachat anticipé au gré des porteurs d'OCEANE en cas de Changement de Contrôle.....	21
7.9.2	Ajustement du ratio d'attribution d'Actions des OCEANE en période d'offre publique.....	22
7.10	Accords prévoyant des indemnités de départ et de licenciement pour le Directeur Général de FUTUREN et ses principaux salariés, en cas de	

	démission, de licenciement sans cause réelle et sérieuse ou si leur emploi prend fin en raison d'une offre publique	22
8.	INFORMATIONS SUR LES TENDANCES.....	22
9.	POLITIQUE DE DISTRIBUTION	23
10.	AVIS DU COMITÉ D'ENTREPRISE	23
11.	RAPPORT DE L'EXPERT INDÉPENDANT	23
11.1	Désignation de l'expert indépendant.....	23
11.2	Rapport de l'expert indépendant	23
12.	MODALITÉS DE MISE À DISPOSITION DES INFORMATIONS RELATIVES À LA SOCIÉTÉ	98
13.	PERSONNES QUI ASSUMENT LA RESPONSABILITÉ DU PROJET DE NOTE EN RÉPONSE.....	98

1. RAPPEL DES CONDITIONS DE L'OFFRE

En application des dispositions des articles 231-13, 233-1 et 234-2 et suivants du règlement général de l'AMF (le « **RG AMF** »), Crédit Agricole Corporate and Investment Bank (ci-après « **Crédit Agricole CIB** »), agissant pour le compte de la société EDF Energies Nouvelles, société anonyme à conseil d'administration, dont le siège social est situé Coeur Défense – Tour B, 100 esplanade du général De Gaulle, 92932 Paris La Défense Cedex, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Nanterre sous le numéro 379 677 636 (ci-après « **EDF EN** ») et de sa filiale à 99,99 %¹, la société EDF Energies Nouvelles Belgium S.A., une société anonyme de droit belge, dont le siège social est situé rue du Manège, 18 – 1301 Bierges, Belgique, immatriculée au registre des personnes morales de Nivelles sous le numéro 840 927 147 (ci-après, « **EDF EN Belgium** ») (EDF EN et EDF EN Belgium étant ci-après dénommées ensemble les « **Co-Initiateurs** ») agissant de concert, a déposé le 20 juin 2017 auprès de l'AMF un projet d'offre publique d'achat simplifiée (l'« **Offre** »), dont les modalités sont décrites dans le projet de note d'information des Co-Initiateurs (le « **Projet de Note d'Information** »), portant sur les titres de la société FUTUREN, société anonyme à Conseil d'administration au capital de 22.693.545 euros, dont le siège social est sis 6, rue Christophe Colomb, 75008 Paris, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Paris sous le numéro 423 127 281 (« **FUTUREN** » ou la « **Société** »).

Les actions (« **Actions** ») admises aux négociations sur le compartiment B du marché réglementé d'Euronext Paris et les obligations convertibles et/ou échangeables en Actions nouvelles ou existantes (les « **OCEANE** »), admises aux négociations sur le marché réglementé d'Euronext Paris, émises par la Société (ci-après désignées ensemble les « **Titres** ») portent respectivement les codes ISIN FR0011284991 (mnémonique « **FTRN** ») et FR0010532739 (mnémonique « **YFTRN** »).

Aux termes de l'Offre, les Co-Initiateurs s'engagent irrévocablement auprès de l'AMF à proposer aux autres actionnaires et porteurs d'OCEANE de la Société, d'acquérir la totalité de leurs Actions au prix de 1,15 euro par Action et la totalité de leurs OCEANE au prix de 9,37 euros par OCEANE (coupon détaché²).

L'Offre fait suite à l'Acquisition du Bloc (telle que définie au paragraphe 2.1 ci-après) réalisée le 9 juin 2017 par EDF EN et EDF EN Belgium auprès de BG Select Investments (Ireland) Limited, BG Master Fund ICAV, BG Long Term Value, Boussard & Gavaudan SICAV, et de Messieurs Pierre Salik et Michel Meeus et de Madame Brigitte Salik (les « **Vendeurs** ») au terme d'un contrat de cession conclu le 10 mai 2017.

Il est rappelé qu'à la date du dépôt du projet d'Offre, les Co-Initiateurs indiquent détenir, de concert, 139 775 131 Actions, soit 61,59 % du capital et 59,56 % des droits de vote³, ainsi que 5 844 500 OCEANE représentant environ 96,05 % des OCEANE en circulation.

Les Co-Initiateurs ayant franchi le seuil de 30 % du capital et des droits de vote de FUTUREN à la suite de l'Acquisition du Bloc (telle que définie au paragraphe 2.1 ci-après), l'Offre revêt un caractère obligatoire en application des dispositions de l'article 234-2 du RG AMF. De plus, les Co-Initiateurs ayant franchi le seuil de 50 % du capital et des droits de vote de FUTUREN, l'Offre sera réalisée selon la procédure simplifiée conformément aux dispositions des articles 233-1 et suivants du RG AMF et sera ouverte pour une durée de dix (10) jours de négociation.

¹ Le reliquat d'une action étant détenu par E.D.F. International, une société par actions simplifiée, dont le siège social est situé Coeur Défense, Tour B, 100 esplanade du général de Gaulle, 92932 Paris la Défense Cedex, et dont le numéro d'identification est 612 021 451 RCS Nanterre, E.D.F. EN International est elle-même détenue par EDF EN.

² Il est précisé qu'un coupon de 0,18 euro par OCEANE sera payé le 3 juillet 2017 aux porteurs d'OCEANE dûment enregistrés comme tels à la date du 30 juin 2017. En conséquence, le prix offert par OCEANE, postérieur au détachement du coupon le 30 juin 2017 (inclus), sera de 9,37 euros en numéraire par OCEANE.

³ Les pourcentages de détention en capital et en droits de vote sont basés sur un nombre total de 226.935.450 Actions représentant 234.690.595 droits de vote théoriques au sens de l'article 223-11 alinéa 2 du RG AMF (communiqué de la Société en date du 24 mai 2017).

Conformément aux dispositions de l'article 231-6 du RG AMF, l'Offre porte sur la totalité⁴ :

- des Actions existantes et non détenues par les Co-Initiateurs, en excluant les 2.660.000 Actions attribuées gratuitement dont la période de conservation ne sera pas expirée à la date de clôture de l'Offre et qui ne pourront pas être apportées à l'Offre, sauf cas exceptionnels de levée des indisponibilités prévues par les dispositions légales et réglementaires applicables (décès ou invalidité du bénéficiaire), soit 84.500.319 Actions ;
- des OCEANE non détenues par les Co-Initiateurs, soit un nombre maximal de 240.405 OCEANE ; et
- des Actions susceptibles d'être émises à raison de la conversion des OCEANE non détenues par les Co-Initiateurs préalablement à la clôture de l'Offre, représentant au maximum 1.961.705⁵ Actions.

En tant que de besoin, il est précisé que le projet d'Offre ne vise pas, sous réserve des cas exceptionnels de levée des indisponibilités prévus par les dispositions légales ou réglementaires applicables (décès ou invalidité du bénéficiaire), les actions attribuées gratuitement dont la période d'acquisition ne sera pas expirée à la date de clôture de l'Offre (et non encore émises).

En conséquence, le nombre maximum d'Actions pouvant être présentées à l'Offre pourra être porté à 86.462.024 en cas de conversion de la totalité des OCEANE encore en circulation non détenues par les Co-Initiateurs.

La situation des titulaires d'Actions Gratuites (telles que définies au paragraphe 7.8.2 du présent projet de note en réponse) est plus précisément décrite au paragraphe 7.8.2 ci-après.

A la date du présent projet de note en réponse, il n'existe aucun autre titre de capital, ni aucun autre instrument financier ou droit pouvant donner accès immédiatement ou à terme au capital social ou aux droits de vote de la Société, autres que les Actions, les OCEANE et les Actions Gratuites (telles que définies au paragraphe 7.8.2 du présent projet de note en réponse).

Conformément aux dispositions de l'article 231-13 du RG AMF, l'Offre est présentée par Crédit Agricole CIB, agissant en qualité d'établissement présentateur de l'Offre, qui garantit la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par les Co-Initiateurs dans le cadre de l'Offre.

En application des articles 237-14 et suivants du RG AMF et des articles L. 433-4 III et IV du Code monétaire et financier, les Co-Initiateurs se réservent la possibilité de demander à l'AMF, dans un délai de trois mois à l'issue de la clôture de l'Offre, la mise en œuvre d'une procédure de retrait obligatoire visant :

- (i) les Actions si les Actions non présentées à l'Offre par les actionnaires minoritaires de la Société ne représentent pas, à l'issue de l'Offre, plus de 5 % du capital ou des droits de vote de FUTUREN ; et
- (ii) les OCEANE si la somme des nombres (x) d'Actions non présentées à l'Offre par les actionnaires minoritaires de la Société et (y) d'Actions susceptibles d'être émises à la suite de la conversion des OCEANE non présentées à l'Offre ne représente pas, à l'issue de l'Offre, plus de 5 % de la somme des Actions

⁴ Sur la base d'un nombre total de 226.935.450 Actions représentant 234.690.595 droits de vote théoriques au sens de l'article 223-11 alinéa 2 du RG AMF (communiqué de la Société en date du 24 mai 2017).

⁵ Conformément aux modalités du Contrat d'Émission Modifié (tel que défini au paragraphe 7.9.1 du présent projet de note en réponse) des OCEANE, les OCEANE font l'objet d'un ajustement temporaire en période d'offre publique visant les titres de la Société. Dans le cadre de l'Offre, le ratio d'attribution d'Actions des OCEANE sera ainsi porté de 7,266 par OCEANE à 8,16 Actions par OCEANE à compter du premier jour d'ouverture de l'Offre et jusqu'au quinzième jour ouvré suivant la date de publication par l'AMF de l'avis de résultat de l'Offre. Pour plus d'information sur ce mécanisme d'ajustement, voir paragraphe 7.9.1 du présent projet de note en réponse. Le chiffre communiqué de 1.961.705 prend déjà en compte cet ajustement temporaire.

existantes de FUTUREN et des Actions susceptibles d'être émises à la suite de la conversion des OCEANE en circulation.

2. CONTEXTE ET MOTIFS DE L'OFFRE

2.1 Acquisition d'un bloc majoritaire

Le 6 juin 2016, les Vendeurs, agissant de concert, ont déposé une offre publique visant les Titres de la Société. Au résultat de cette offre, les Vendeurs, agissant de concert, détenaient 62,71% des Actions et 63,75% des droits de vote de la Société et 93,36 % des OCEANE alors en circulation.

Dans ce contexte, au regard de l'intention des Vendeurs de céder à court ou moyen terme leur participation, la Société a procédé à une analyse des options stratégiques et des possibles évolutions du groupe FUTUREN et de son actionnariat afin de s'adjoindre un actionnaire de contrôle permettant de conduire un développement à long terme et de financer sa croissance.

A l'issue d'un processus compétitif de sélection d'un actionnaire de contrôle, initié par la Société, EDF EN et EDF EN Belgium ont déposé une offre finale en vue d'acquérir les Actions et OCEANE de FUTUREN détenues par les Vendeurs. Le 24 avril 2017, les Vendeurs ont conclu avec EDF EN et EDF EN Belgium un accord préliminaire ouvrant une période de négociations exclusives pour l'acquisition hors marché de 139.775.131 Actions pour un prix de 1,15 euro par Action, représentant environ 61,59% du capital et 59,56% des droits de vote de la Société⁶, et de 5.844.500 OCEANE pour un prix de 9,37 euros (coupon détaché) par OCEANE, représentant environ 96,05% des OCEANE en circulation (l'« **Acquisition du Bloc** »).

Dans sa délibération du 24 avril 2017, le Conseil d'administration de la Société, a indiqué à l'unanimité (Messieurs Michel Meeus et Fady Khallouf ne participant pas au vote), accueillir favorablement l'offre d'EDF EN et EDF EN Belgium.

Par un communiqué de presse en date du 11 mai 2017, la Société a annoncé la signature le 10 mai 2017 d'un accord ferme et définitif en langue anglaise (*Sale and Purchase Agreement*) en vue de l'Acquisition du Bloc (le « **Contrat d'Acquisition** »).

A la suite de la levée des conditions suspensives stipulées dans le Contrat d'Acquisition, notamment l'obtention de l'autorisation de l'autorité de la concurrence allemande le 1^{er} juin 2017, l'Acquisition du Bloc a été réalisée le 9 juin 2017. EDF EN et FUTUREN ont publié le 12 juin 2017 un communiqué de presse conjoint à la suite de la réalisation de l'Acquisition du Bloc.

Conformément aux dispositions des articles L. 23-10-1 et suivants du Code de commerce, l'ensemble des salariés de la Société a été informé préalablement à la conclusion du Contrat d'Acquisition.

Dans le cadre de l'Acquisition du Bloc, les Co-Initiateurs ont eu accès à un nombre limité d'informations sur la Société et ses filiales dans le cadre d'une procédure dite de « *Data Room* ». Il est précisé que (i) les informations communiquées par la Société aux Co-Initiateurs l'ont été conformément aux recommandations de l'AMF sur les procédures de « *Data Room* » figurant dans le Guide de l'information permanente et de la gestion de l'information privilégiée DOC-2016-08, et (ii) les Co-Initiateurs n'ont eu accès à aucune information privilégiée qui n'aurait pas été rendue publique par la Société.

Préalablement à l'Acquisition du Bloc, les Co-Initiateurs ne détenaient aucun Titre de la Société.

⁶ Sur la base d'un nombre total de 226.935.450 Actions représentant 234.690.595 droits de vote théoriques au sens de l'article 223-11 alinéa 2 du RG AMF (communiqué de la Société en date du 24 mai 2017).

2.2 Déclarations de franchissement de seuils

En application des dispositions des articles 223-14 du RG AMF et L. 233-7 du Code de commerce, par courrier en date du 14 juin 2017 adressé à l'AMF et à la Société :

- o les Co-Initiateurs ont déclaré avoir franchi à la hausse, de concert, le 9 juin 2017, les seuils légaux de 5 %, 10 %, 15 %, 20 %, 25 %, 30 %, 1/3 et 50 % du capital et des droits de vote de la Société ;
- o EDF EN a déclaré avoir franchi individuellement à la hausse les seuils de 5 %, 10 %, 15 %, 20 %, 25 %, 30 %, 1/3 et 50 % du capital et des droits de vote de la Société ; et
- o EDF EN Belgium a déclaré avoir franchi individuellement à la hausse les seuils de 5 % du capital et des droits de vote de la Société.

En application des stipulations de l'article 7.4 des statuts de la Société, par courrier en date du 14 juin 2017 adressé à la Société :

- o les Co-Initiateurs ont déclaré avoir franchi à la hausse, de concert, le 9 juin 2017 les seuils de 0,5 % et des multiples de ce pourcentage jusqu'à 62,76 % du capital et 60,68 % des droits de vote de la Société à la suite de l'Acquisition de Bloc et par assimilation (en application des dispositions de l'article L. 233-7 et L. 233-9 du Code de commerce) des Actions sur lesquelles porte un accord de liquidité conclu entre les Co-Initiateurs et Monsieur Fady Khallouf le 19 mai 2017, et (ii) 0,5 % des titres donnant accès à terme au capital de la Société (les OCEANE) et des multiples de ce pourcentage jusqu'à 96,05 % ;
- o EDF EN a déclaré avoir franchi à la hausse, à titre individuel, le 9 juin 2017 les seuils de 0,5 % et des multiples de ce pourcentage jusqu'à 56,60 % du capital et 54,73% des droits de vote de la Société à la suite de l'Acquisition de Bloc et par assimilation (en application des dispositions de l'article L. 233-7 et L. 233-9 du Code de commerce) des Actions sur lesquelles porte un accord de liquidité conclu entre les Co-Initiateurs et Monsieur Fady Khallouf le 19 mai 2017, et (ii) 0,5% des titres donnant accès à terme au capital de la Société (les OCEANE) et des multiples de ce pourcentage jusqu'à 86,45 % ; et
- o EDF EN Belgium a déclaré avoir franchi à la hausse, à titre individuel, le 9 juin 2017 les seuils de 0,5 % et des multiples de ce pourcentage jusqu'à 6,16 % du capital et 5,95 % des droits de vote de la Société à la suite de l'Acquisition de Bloc et par assimilation (en application des dispositions de l'article L. 233-7 et L. 233-9 du Code de commerce) des Actions sur lesquelles porte un accord de liquidité conclu entre les Co-Initiateurs et Monsieur Fady Khallouf le 19 mai 2017, et (ii) 0,5% des titres donnant accès à terme au capital de la Société (les OCEANE) et des multiples de ce pourcentage jusqu'à 9,60 %.

Corrélativement,

- o Le concert formé par les Vendeurs, a déclaré (i) avoir franchi à la baisse, le 9 juin 2017, (x) les seuils légaux de 50 %, 1/3, 30 %, 25 %, 20 %, 15 %, 10 % et 5 % du capital et des droits de vote de la Société et (y) les seuils statutaires de 0,5 % et des multiples de ce pourcentage compris entre 60,5 % et 0 % du capital et des droits de vote de la Société et (ii) ne détenir plus aucune OCEANE ;
- o BG Select Investments (Ireland) Ltd a déclaré (i) avoir franchi individuellement à la baisse, le 9 juin 2017, (x) les seuils légaux de 1/3, 30 %, 25 %, 20 %, 15 %, 10 % et 5 % du capital et des droits de vote de la Société et (y) les seuils statutaires de 0,5 % et des multiples de ce pourcentage compris entre 36 % et 0 % du capital et entre 35 % et 0 % des droits de vote de la Société et (ii) ne détenir plus aucune OCEANE ;
- o BG Long Term Value a déclaré avoir franchi individuellement à la baisse, le 9 juin 2017, les seuils statutaires de 0,5 % et des multiples de ce pourcentage compris entre 4,5 % et 0 % du capital et des droits de vote de la Société ;

- o Boussard & Gavaudan SICAV a déclaré (x) avoir franchi individuellement à la baisse, le 9 juin 2017, les seuils statutaires de 0,5 % du capital et des droits de vote de la Société et (y) ne détenir plus aucune OCEANE ;
- o Le sous-concert, composé de Messieurs Pierre Salik et Michel Meeus et de Madame Brigitte Salik, a déclaré avoir franchi à la baisse, le 9 juin 2017, (i) les seuils légaux de 20 %, 15 %, 10 % et 5 % du capital et des droits de vote de la Société et (ii) les seuils statutaires de 0,5 % et des multiples de ce pourcentage compris entre 19,5 % et 0 % du capital et entre 19 % et 0 % des droits de vote de la Société ;
- o Monsieur Pierre Salik a déclaré avoir franchi à la baisse, le 9 juin 2017, (i) les seuils légaux de 10 % et 5 % du capital et des droits de vote de la Société et (ii) les seuils statutaires de 0,5 % et des multiples de ce pourcentage compris entre 11 % et 0 % du capital et entre 10,5 % et 0 % des droits de vote de la Société ;
- o Monsieur Michel Meeus a déclaré avoir franchi à la baisse, le 9 juin 2017, (i) les seuils légaux de 5 % du capital et des droits de vote de la Société et (ii) les seuils statutaires de 0,5 % et des multiples de ce pourcentage compris entre 5,5 % et 0 % du capital et entre 5 % et 0 % des droits de vote de la Société ; et
- o Madame Brigitte Salik a déclaré avoir franchi à la baisse, le 9 juin 2017, les seuils statutaires de 0,5 % et des multiples de ce pourcentage compris entre 3 % et 0 % du capital et des droits de vote de la Société.

2.3 Acquisition de Titres au cours de la période d'Offre

Les Co-Initiateurs ont indiqué, dans le Projet de Note d'Information, qu'ils se réservaient la faculté, à compter du dépôt du projet d'Offre auprès de l'AMF, et jusqu'à l'ouverture de l'Offre, d'acquérir des Titres dans les limites visées à l'article 231-38 IV du RG AMF.

2.4 Motifs de l'Offre

L'Offre s'inscrit dans le cadre de l'obligation faite aux Co-Initiateurs, agissant de concert, par l'article 234-2 du RG AMF, de déposer une offre publique visant la totalité du capital et des titres donnant accès au capital ou aux droits de vote de la Société qu'ils ne détiennent pas à la suite du franchissement à la hausse du seuil de 30 % du capital et des droits de vote de la Société du fait de l'Acquisition du Bloc auprès des Vendeurs.

Le Projet de Note d'Information indique que l'Acquisition du Bloc et l'Offre subséquente ont notamment pour objectif de permettre aux Co-Initiateurs d'obtenir le contrôle de la Société afin de favoriser son développement à long terme et de s'adjoindre des parcs et des projets éoliens complémentaires aux leurs.

Le Projet de Note d'Information indique que l'Offre pourrait être suivie d'une procédure de retrait obligatoire.

2.5 Actions de la Société dans le cadre de l'Offre

A l'issue d'un processus d'appel d'offres compétitif initié par la Société dans le cadre de l'analyse stratégique de son actionnariat, le Conseil d'administration de la Société, réuni le 24 avril 2017, a accueilli favorablement l'offre finale formulée par EDF EN, a pris acte que les Vendeurs sont entrés en négociations exclusives en vue de l'acquisition par les Co-Initiateurs de leur participation représentant 67,21 % du capital de la Société (sur une base entièrement diluée) et a autorisé l'entrée en négociations exclusives de la Société avec EDF EN.

A la suite de ce Conseil d'administration, la cotation de l'action FUTUREN sur Euronext Paris a été suspendue le 25 avril 2017 et a repris le 27 avril 2017.

A compter du 25 avril 2017, la Société a informé les salariés de FUTUREN conformément aux dispositions des articles L. 23-10-1 et suivants du Code de commerce. La procédure d'information prévue par l'article L. 23-10-1 précité s'est terminée le 27 avril 2017 par la renonciation de chacun des salariés de la Société à présenter une offre d'achat de la participation des Vendeurs.

Le 10 mai 2017, la Société a conclu avec EDF EN un accord relatif à l'Offre (*Tender Offer Agreement*) (tel que décrit au paragraphe 6.1 ci-après) ayant pour objet de décrire les engagements respectifs de la Société et d'EDF EN au titre de l'Offre.

Le Conseil d'administration de la Société, réuni le 16 mai 2017, a désigné, en qualité d'expert indépendant, le cabinet Finexsi représenté par Messieurs Olivier Peronnet et Lucas Robin à charge d'émettre, en application des dispositions de l'article 261-1 du RG AMF, un rapport sur les conditions financières de l'Offre, tel qu'indiqué au paragraphe 11.1 du présent projet de note en réponse.

Le 6 juin 2017, le Conseil d'administration a notamment (i) constaté la réalisation des conditions suspensives à l'Acquisition du Bloc et (ii) décidé de coopter des représentants de l'Initiateur au Conseil d'administration de la Société, avec effet à compter de la date de réalisation définitive de l'Acquisition du Bloc.

Le 9 juin 2017, le Conseil d'administration a pris acte de la réalisation définitive de l'Acquisition du Bloc. Dès lors Messieurs Bruno Fyot et Denis Rouhier et Madame Bénédicte Gendry sont devenus administrateurs de la Société, Monsieur Bruno Fyot a été nommé président du Conseil d'administration et Monsieur Denis Rouhier a été nommé Président du Comité d'audit⁷.

3. AVIS MOTIVÉ DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE FUTUREN

Conformément aux meilleures pratiques de gouvernance ainsi qu'à la recommandation AMF n°2006-15, le Conseil d'administration, lors de sa réunion du 4 avril 2017, a mis en place un comité d'administrateurs investi des missions décrites dans ladite recommandation et composé uniquement d'administrateurs indépendants (le « **Comité des Indépendants** »). Au sein de la Société, l'indépendance s'analyse au regard des critères prévus dans le Règlement intérieur du Conseil d'administration de la Société reprenant ceux du Code de gouvernement d'entreprise Middledenext auquel la Société se réfère. A la date du Conseil d'administration du 4 avril 2017, la Société comptait trois administrateurs indépendants sur cinq administrateurs, à savoir Monsieur Thibaut de Gaudemar, Monsieur Jérôme Louvet et Madame Lilia Jolibois.

En application des articles 261-1 I et 261-1 II du RG AMF, le Conseil d'administration de la Société a désigné, le 16 mai 2017, sur proposition du Comité des Indépendants, le cabinet Finexsi représenté par Messieurs Olivier Peronnet et Lucas Robin en qualité d'expert indépendant avec pour mission de préparer un rapport sur les conditions financières de l'Offre.

Conformément à la recommandation AMF n°2006-15, le Comité des Indépendants est chargé de superviser les travaux de l'expert indépendant en veillant au bon déroulement de la mission d'expertise et des diligences que l'expert indépendant doit mettre en œuvre et en s'assurant que la qualité des informations données par les différents intervenants à l'Offre est satisfaisante. A ce titre, le Comité des Indépendants s'est réuni à plusieurs reprises par conférence téléphonique et notamment les 17 mai, 8 juin, 14 juin et 19 juin 2017, en présence des représentants de Finexsi, afin de :

- o préciser l'étendue de la mission de l'expert indépendant lors d'une première réunion préparatoire le 17 mai 2017 consécutivement à sa nomination. Au cours de cette réunion, le Comité des Indépendants s'est assuré du bon déroulement de sa mission eu égard notamment au calendrier envisagé pour le dépôt de l'Offre ;
- o échanger avec l'expert indépendant sur l'état d'avancée de ses travaux et s'assurer de la qualité des informations obtenues auprès des différents intervenants à l'Offre ; et
- o commenter le projet de rapport de l'expert indépendant, préparer, avec l'appui d'un cabinet d'avocats, le projet de note en réponse de la Société pour transmission au

⁷ Le Règlement intérieur du Conseil d'administration de la Société a été modifié corrélativement à cette nomination.

Conseil d'administration de la Société et formuler ses recommandations aux membres du Conseil d'administration sur le projet d'Offre.

Conformément aux dispositions des articles 231-19 du RG AMF, le Conseil d'administration de la Société s'est réuni le 19 juin 2017 sur convocation de Monsieur Bruno Fyot, président du Conseil, afin d'examiner le projet d'Offre et de rendre, sur recommandation du Comité des Indépendants, un avis motivé sur l'intérêt qu'il présente, ainsi que ses conséquences, pour la Société, ses salariés, les actionnaires et les porteurs d'OCEANE de la Société.

Le cabinet Finexsi, représenté par Messieurs Olivier Peronnet et Lucas Robin, en qualité d'expert indépendant, a présenté aux membres du Conseil d'administration une synthèse de ses travaux.

Le Comité des Indépendants, composé depuis le 9 juin 2017 de Madame Lilia Jolibois et Monsieur Thibaut de Gaudemar, a également présenté ses travaux et ses recommandations aux membres du Conseil d'administration.

Il est rappelé que conformément à la recommandation 1 du Code Middledenext auquel la Société se réfère et aux stipulations de l'article 4.5 du Règlement intérieur du Conseil d'administration de la Société, tout administrateur doit informer complètement et immédiatement le Conseil d'administration de tout conflit d'intérêts réel ou potentiel qu'il pourrait avoir dans le cadre de ses fonctions d'administrateur, afin notamment de déterminer s'il doit s'abstenir des débats et/ou de voter les délibérations.

Lors de la réunion du Conseil d'administration en date du 19 juin 2017, Messieurs Bruno Fyot et Denis Rouhier et Madame Bénédicte Gendry, nommés par cooptation sur proposition d'EDF EN à compter du 9 juin 2017, ont fait état d'un conflit d'intérêts potentiel relativement aux décisions que pourrait être amené à prendre le Conseil d'administration dans le cadre de l'Offre.

Le Conseil d'administration de la Société a ainsi rendu l'avis motivé suivant à l'unanimité des membres présents, étant précisé que les administrateurs qui sont liés à EDF EN et qui ont fait état d'un conflit d'intérêts potentiel relativement à l'Offre, ont voté conformément au sens du vote dégagé par le vote des deux administrateurs indépendants ne se trouvant pas en situation de conflit d'intérêts au regard de l'Offre, aux seules fins de permettre le respect des règles de quorum et de majorité prévues par le Code de commerce.

« [Le Président] explique qu'il appartient aux membres du Conseil d'administration, en application de l'article 231-19-4° du Règlement général de l'AMF, d'émettre un avis motivé sur l'intérêt de l'Offre pour la Société, ses salariés et ses actionnaires et autres détenteurs de titres de la Société.

Le Président précise qu'afin de permettre aux membres du Conseil d'administration de détenir toutes les informations leur permettant d'émettre un avis motivé sur l'intérêt de l'Offre pour la Société, ses salariés et ses actionnaires et autres détenteurs de titres de la Société, les documents essentiels relatifs à l'Offre et listés ci-dessous ont été communiqués aux membres du Conseil d'administration préalablement à la présente réunion du Conseil d'administration :

- le projet de note d'information des Co-Initiateurs devant être déposé auprès de l'AMF, comportant, notamment, le contexte et les motifs de l'Offre et les intentions des Co-Initiateurs, ainsi que des éléments d'appréciation du prix de l'Offre établis par Crédit Agricole Corporate & Investment Bank, établissement présentateur de l'Offre (le « **PNI** ») ;*
- le projet de note en réponse de la Société qui reste à compléter du rapport de l'Expert Indépendant et de l'avis motivé du Conseil d'administration sur l'Offre (le « **Projet de Note en Réponse** ») ; et*
- le rapport de l'Expert Indépendant établi, conformément aux dispositions de l'article 261-1 du Règlement général de l'AMF, par le cabinet Finexsi.*

Le Président invite MM. Olivier Peronnet et Lucas Robin, représentants du cabinet Finexsi, à faire une synthèse de leurs diligences et à exposer oralement les principales conclusions de leur rapport sur le caractère équitable du prix de l'Offre.

L'Expert Indépendant rappelle aux membres du Conseil d'administration qu'en application des dispositions de l'article 261-1 du Règlement général de l'AMF, sa mission en tant qu'expert indépendant consistait en l'établissement d'un rapport sur le caractère équitable du prix par Action et du prix par OCEANE proposé dans le cadre de l'Offre ainsi que dans le cadre d'un éventuel retrait obligatoire. Il précise qu'il lui appartenait de procéder également à (i) une analyse des opérations connexes susceptibles d'avoir un impact significatif sur le prix de l'Offre et (ii) une revue critique du rapport d'évaluation de Crédit Agricole Corporate & Investment Bank en tant que banque présentatrice de l'Offre.

L'Expert Indépendant expose ensuite aux membres du Conseil d'administration une synthèse de ses travaux, qui ont été détaillés lors de la réunion du Comité des Indépendants qui s'est tenue ce jour préalablement à la réunion du Conseil d'administration.

(...)

Le Président invite ensuite M. Thibaut de Gaudemar, président du Comité des Indépendants, à exposer oralement les principales conclusions des travaux du Comité des Indépendants, notamment avec l'Expert Indépendant.

M. Thibaut de Gaudemar présente les travaux du Comité des Indépendants. Il indique que le Comité des Indépendants s'est réuni à quatre reprises avec l'Expert Indépendant afin, notamment, d'échanger sur les méthodes de valorisation analysées par l'Expert Indépendant au regard de celles analysées par Crédit Agricole CIB. Il explique que les membres du Comité des Indépendants ont constaté une forte convergence entre les conclusions de l'Expert Indépendant et celles de Crédit Agricole CIB, lesquelles font, en tout état de cause, ressortir une prime pour les actionnaires et les porteurs d'OCEANE, quelle que soit la méthode de valorisation retenue. Compte tenu de ce qui précède, le Comité des Indépendants considère que le prix de 1,15 € par action et de 9,37 € par OCEANE (coupon détaché) proposé par les Co-Initiateurs de l'Offre est équitable, y compris dans la perspective d'un éventuel retrait obligatoire.

Conformément aux dispositions de l'article 231-19 du Règlement général de l'AMF, le Président rappelle ensuite que le Conseil d'administration est appelé à donner son appréciation sur l'intérêt de l'Offre et sur les conséquences de celle-ci pour la Société, ses salariés et ses actionnaires et porteurs d'OCEANE.

Les conditions de vote dans lesquelles cet avis sera obtenu seront précisées dans la note en réponse de la Société, les administrateurs minoritaires pouvant demander qu'il soit fait état de leur identité et de leur position.

Le Président rappelle que conformément à la recommandation 1 du Code Middlednext auquel la Société se réfère et aux stipulations de l'article 4.5 du Règlement Intérieur du Conseil d'administration de la Société, tout administrateur doit informer complètement et immédiatement le Conseil d'administration du conflit d'intérêts réel ou potentiel qu'il pourrait avoir dans le cadre de ses fonctions d'administrateur, afin notamment de déterminer s'il doit s'abstenir des débats et/ ou de voter les délibérations.

A ce titre, le Président indique que lui-même, M. Denis Rouhier et Mme. Bénédicte Gendry, ayant été nommés sur proposition des Co-Initiateurs, sont en situation de conflit d'intérêts potentiel relativement à l'Offre, et, dès lors, exerceront leur vote dans le sens du vote dégagé par le vote des deux administrateurs indépendants ne se trouvant pas en situation de conflit d'intérêts au regard de l'Offre, aux fins de permettre le respect des règles de quorum et de majorité prévues par le Code de commerce.

Intérêt et conséquences de l'Offre pour la Société

Politique industrielle, commerciale et financière

Les membres du Conseil d'administration constatent que, selon le PNI, les Co-Initiateurs ont l'intention de poursuivre les orientations stratégiques mises en œuvre par les membres du Conseil d'administration et l'équipe dirigeante actuelle de la Société en matière de développement.

Perspective de fusion ou de réorganisation juridique

Il est également constaté, selon le PNI, que les Co-Initiateurs n'envisagent pas, à la date du PNI, de procéder à une fusion-absorption de la Société au cours des douze prochains mois.

Composition des organes sociaux et de direction de la Société

À la suite de la réalisation de l'Acquisition du Bloc et de la démission subséquente de M. Michel Meeus de son mandat de Président et membre du Conseil d'administration et de Fady Khallouf de son mandat d'administrateur conformément aux termes du Tender Offer Agreement, ainsi que de celle de M. Jérôme Louvet de son mandat d'administrateur, les Co-Initiateurs ont nommé de nouveaux membres du Conseil d'administration pour reprendre ces fonctions.

Les Co-Initiateurs pourront par ailleurs nommer de nouveaux administrateurs afin de refléter la nouvelle composition de l'actionnariat de la Société résultant de l'Offre.

Il est en outre prévu que M. Fady Khallouf poursuive son mandat de directeur général de la Société jusqu'au 31 décembre 2017 ou, en cas de mise en œuvre d'un retrait obligatoire avant cette date, jusqu'à la date de ce retrait obligatoire.

Intérêt et conséquences de l'Offre pour les salariés

Impact sur la politique sociale

Le Conseil d'administration prend acte que l'Offre s'inscrit dans une logique de poursuite de l'activité et du développement de la Société et qu'au regard des engagements souscrits par les Co-Initiateurs dans le Tender Offer Agreement en matière d'emploi pour une durée de deux ans à compter de la réalisation de l'Acquisition du Bloc, l'Offre n'aura pas d'impact sur la politique sociale de la Société à court terme.

Mécanisme de liquidité des actions attribuées gratuitement

Les membres du Conseil d'administration constatent que les Co-Initiateurs proposeront un mécanisme de liquidité (sous forme de promesses de vente et d'achat) aux bénéficiaires d'actions attribuées gratuitement par la Société et dont la période d'acquisition et/ou la période de conservation n'auront pas expiré à la date de clôture de l'Offre, sauf cas exceptionnels de levée des indisponibilités prévues par les dispositions légales et réglementaires applicables (décès ou invalidité du bénéficiaire).

Il est précisé que le prix d'acquisition des actions gratuites, dans le cadre de ce mécanisme de liquidité, sera égal au prix le plus élevé entre (i) le prix offert par les Co-Initiateurs dans le cadre de l'Offre et (ii) le montant de l'indemnisation qui serait offerte par les Co-Initiateurs dans le cadre du retrait obligatoire (sous réserve qu'un tel retrait obligatoire intervienne avant la date de la mise en œuvre du mécanisme de liquidité).

Intérêt et conséquences de l'Offre pour les actionnaires et les porteurs d'OCEANE

Retrait obligatoire

Les membres du Conseil d'administration prennent acte que les Co-Initiateurs se réservent la possibilité de demander à l'AMF de mettre en œuvre, dans un délai de trois mois à l'issue de la clôture de l'Offre, la mise en œuvre d'une procédure de retrait obligatoire portant sur les actions et/ou les OCEANE de la Société, si les conditions requises pour mettre en œuvre de telles procédures conformément aux articles L. 433-4 III et L. 433-4 IV, selon le cas, du Code monétaire et financier et à l'article 237-14 du Règlement général de l'AMF, sont satisfaites à l'issue de la clôture de l'Offre.

Prix de l'Offre

Les membres du Conseil d'administration constatent que :

- les Co-Initiateurs proposent aux détenteurs de titres de la Société qui les apporteront à l'Offre une liquidité immédiate sur l'intégralité de leur participation ;
- le prix proposé aux actionnaires dans le cadre de l'Offre, soit 1,15 € par action, fait apparaître une prime de 38,6 % par rapport au cours de clôture du 24 avril 2017 (dernier jour de négociation précédant l'annonce de l'entrée en négociations exclusives avec les Co-Initiateurs) ;
- le prix par OCEANE proposé dans le cadre de l'Offre, soit 9,37 euros, coupon détaché, fait apparaître une prime de 39,7 % par rapport au cours de clôture du 24 avril 2017 ; et
- le rapport de l'Expert Indépendant conclut que les conditions de l'Offre sont équitables du point de vue financier pour les actionnaires de la Société, y compris dans la perspective d'un éventuel retrait obligatoire.

Au regard des conclusions de l'Expert Indépendant, le Conseil d'administration constate que l'Offre représente ainsi une opportunité pour les actionnaires qui souhaiteraient bénéficier d'une liquidité immédiate et intégrale de leur participation.

Politique de distribution des dividendes

Il est ensuite constaté que les Co-Initiateurs ont indiqué dans le PNI que la politique de distribution des dividendes sera examinée ultérieurement en fonction de la capacité distributrice de la Société, sa situation financière, ses besoins financiers et des contraintes liées aux termes et conditions des OCEANE.

Intention des membres du Conseil d'administration

Il est constaté que les membres du Conseil d'administration ne détiennent aucune action de la Société, à l'exception de M. Thibaut de Gaudemar, qui a indiqué son intention d'apporter à l'Offre les actions qu'il détient.

Sort des actions auto-détenues

Les membres du Conseil d'administration constatent que la Société ne détient aucune action propre.

Conclusion

Après échanges de vue sur l'Offre, les membres du Conseil d'administration, ayant pris connaissance (i) des termes de l'Offre, (ii) des motifs et des intentions des Co-Initiateurs, (iii) des observations de l'Expert Indépendant et (iv) de la recommandation du Comité des Indépendants sur l'Offre, et après en avoir délibéré, à l'unanimité (étant précisé que M. Bruno Fyot, Mme. Bénédicte Gendry et M. Denis Rouhier ont voté conformément au sens du vote dégagé par le vote des deux administrateurs indépendants ne se trouvant pas en situation de conflit d'intérêts au regard de l'Offre) :

- prennent acte du fait que le rapport de l'Expert Indépendant conclut au caractère équitable d'un point de vue financier, des termes de l'Offre, y compris dans la perspective du retrait obligatoire pour les actionnaires minoritaires ;
- considèrent, conformément à la recommandation du Comité des Indépendants sur l'Offre, que l'Offre est conforme aux intérêts de la Société, ses salariés et ses actionnaires et porteurs d'OCEANE et qu'elle constitue une opportunité satisfaisante pour ses actionnaires minoritaires souhaitant bénéficier d'une liquidité immédiate et intégrale, et décident en conséquence d'émettre un avis favorable à l'Offre et de recommander à l'unanimité à chaque actionnaire et à chaque porteur d'OCEANE d'apporter ses titres à l'Offre ;
- constatent que M. Thibaut de Gaudemar a fait part de son intention d'apporter ses actions à l'Offre ;
- approuvent le Projet de Note en Réponse à l'Offre ; et
- donnent tous pouvoirs au Directeur Général, avec faculté de subdélégation à toute personne de son choix, à l'effet :
 - o de finaliser la documentation d'Offre et notamment le Projet de Note en Réponse de la Société ;
 - o de signer et déposer auprès de l'AMF toute la documentation requise dans le cadre de l'Offre, notamment le document « Autres informations » relatif aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de la Société ; et
 - o plus généralement de faire tout ce qui sera nécessaire pour la bonne réalisation de l'Offre, notamment conclure et signer, au nom et pour le compte de la Société, toutes opérations et documents nécessaires et afférents à la réalisation de l'Offre, en ce compris tout communiqué de presse. »

4. INTENTIONS DES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE FUTUREN

Les membres du Conseil d'administration de la Société ne détiennent pas d'Actions, à l'exception de Monsieur Thibaut de Gaudemar qui a indiqué son intention d'apporter à l'Offre les Actions qu'il détient.

5. INTENTIONS DE LA SOCIÉTÉ RELATIVE AUX ACTIONS AUTO-DÉTENUES OU D'AUTOCONTRÔLE

A la date du présent projet de note en réponse, la Société ne détient aucune de ses propres Actions.

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

A l'exception (i) de l'accord relatif à l'Offre conclu le 10 mai 2017 entre la Société et les Co-Initiateurs (le « **Tender Offer Agreement** ») décrit au paragraphe 6.1 ci-dessous, (ii) de l'engagement d'apport pris par Monsieur Fady Khallouf décrit au paragraphe 6.2 ci-après, (iii) des accords conclus entre les Co-Initiateurs et Monsieur Fady Khallouf décrits au paragraphe 6.3 ci-après, et (iv) du mécanisme de liquidité décrit au paragraphe 6.4 ci-

après, la Société n'a pas connaissance d'accords susceptibles d'avoir une incidence significative sur l'appréciation ou l'issue de l'Offre.

6.1 **Tender Offer Agreement**

Aux termes du *Tender Offer Agreement*, les Co-Initiateurs et la Société se sont engagés à coopérer de bonne foi à la réalisation de l'Offre. Le *Tender Offer Agreement* prévoit notamment :

- des engagements des Co-Initiateurs en matière de maintien de l'emploi au sein de la Société et de ses filiales ;
- l'engagement de la Société de désigner un expert indépendant chargé d'établir un rapport conformément aux dispositions des articles 261-1 et suivants du RG AMF ;
- l'engagement de la Société à ce que son Conseil d'administration recommande l'Offre dans un délai de 5 jours ouvrés à compter de la réception d'une attestation d'équité émise par l'expert indépendant, et de confirmer, sous réserve de l'avis de l'expert indépendant, que l'Offre et le prix offert pour les Titres sont dans l'intérêt de la Société, ses actionnaires et ses salariés ;
- des engagements de la Société pendant la durée du *Tender Offer Agreement*, tant pour elle-même que pour ses filiales, de conduire ses activités dans le cours normal des affaires et dans la continuité de sa gestion passée ; certaines décisions significatives devant recueillir l'avis favorable écrit de EDF EN avant de pouvoir être mises en œuvre ;
- dans la mesure où EDF EN et EDF EN Belgium ont été sélectionnées à l'issue d'un processus concurrentiel initié par la Société, l'engagement de la Société de ne pas solliciter ou recommander de projet d'acquisition autre que l'Offre, ni de retirer la recommandation émise par le Conseil d'administration, étant toutefois précisé qu'en cas d'offre concurrente mieux-disante initiée par un tiers (et non sollicitée par la Société ou ses conseils), le Conseil d'administration de la Société pourra recommander cette offre et mettre fin au *Tender Offer Agreement*, sous réserve que les Co-Initiateurs, informés de cette offre par la Société, ne fassent pas, dans les trois jours ouvrés suivant cette information, de proposition de nature à modifier la recommandation envisagée par FUTUREN sur l'offre concurrente ;
- la mise en place par les Co-Initiateurs d'un mécanisme de liquidité au profit des salariés du groupe FUTUREN bénéficiaires d'Actions Gratuites (telles que définies au paragraphe 7.8.2 du présent projet de note en réponse) soumises à une période d'incessibilité ou d'indisponibilité, à un prix égal au prix le plus élevé entre (i) le prix par Action offert dans le cadre de l'Offre et (ii) le prix par Action qui serait déterminé dans le cadre du retrait obligatoire des Actions (sous réserve qu'un tel retrait obligatoire intervienne avant la date de mise en œuvre du mécanisme de liquidité) ; et
- l'engagement des Co-Initiateurs de coopérer avec la Société afin de lui permettre de satisfaire ses obligations de rachat des OCEANE en cas de changement de contrôle.

6.2 **Engagements d'apport à l'Offre pris par certains actionnaires de la Société**

Dans le cadre du *Framework Agreement* (tel que décrit au paragraphe 6.3 ci-dessous), Monsieur Fady Khallouf s'est engagé à apporter la totalité des 536.885 Actions librement cessibles qu'il détient, à l'exception des Actions Gratuites (telles que définies au paragraphe 7.8.2 ci-après) qu'il détient et qui sont soumises à une période d'incessibilité ou d'indisponibilité pendant la période d'Offre.

A la connaissance de la Société, il n'existe pas, à la date du présent projet de note en réponse, d'autres engagements d'apport à l'Offre pris par un ou plusieurs actionnaires de la Société.

6.3 Accords conclus avec Monsieur Fady Khallouf

6.3.1 Principaux accords conclus avec Monsieur Fady Khallouf

Aux termes d'un contrat intitulé « *Framework Agreement* » conclu le 19 mai 2017 entre les Co-Initiateurs et Monsieur Fady Khallouf, les 2.640.565 Actions Gratuites (telles que décrites au paragraphe 7.8.2 ci-après) détenues par Monsieur Fady Khallouf, qui ne pourront pas être apportées à l'Offre en raison de leur inaccessibilité ou de leur indisponibilité font l'objet d'une convention de liquidité à un prix par Action Gratuite égal au prix le plus élevé entre (i) le prix par Action offert dans le cadre de l'Offre et (ii) le prix par Action qui serait déterminé dans le cadre du retrait obligatoire des Actions (sous réserve qu'un tel retrait obligatoire intervienne avant la fin de la période d'exercice de la promesse considérée).

Aux termes d'un contrat intitulé « *Management Agreement* » conclu le 19 mai 2017 entre les Co-Initiateurs et Monsieur Fady Khallouf, les Co-Initiateurs ont consenti à l'attribution, qui a été soumise et approuvée par le Conseil d'administration de la Société en date du 6 juin 2017, au profit de Monsieur Fady Khallouf, d'un bonus exceptionnel d'un montant total maximal de 525.000 euros en considération (i) des circonstances exceptionnelles dans lesquelles Monsieur Fady Khallouf a permis le redressement de la Société et la sécurisation de son développement grâce notamment à l'organisation et la gestion du processus concurrentiel en vue de la stabilisation de son actionnariat de contrôle et, aussi (ii) des qualités managériales démontrées par ce dernier contribuant ainsi significativement au succès de la Société et à sa pérennisation, notamment par l'Acquisition du Bloc et la réalisation de l'Offre. Ce bonus sera, en tout état de cause, versé après l'approbation de l'Assemblée générale de la Société appelée à statuer en 2018 sur les comptes de l'exercice clos le 31 décembre 2017. Le contrat prévoit également notamment le maintien de Monsieur Fady Khallouf en tant que Directeur Général de la Société jusqu'à la date la plus proche entre (i) la date de mise en œuvre du retrait obligatoire et (ii) le 31 décembre 2017 et le maintien corrélatif des termes et conditions de son contrat de mandat.

6.3.2 Convention de prestation de services

Afin de pouvoir bénéficier, en sa qualité d'actionnaire de contrôle de FUTUREN, de l'expérience et du savoir-faire de Monsieur Fady Khallouf, après la cessation de ses fonctions de Directeur Général de FUTUREN et en vue d'assurer une transition efficiente de la Société, EDF EN a conclu, le 19 mai 2017, une convention de prestations de services avec ce dernier s'agissant de certains projets stratégiques.

L'objet de la convention est la fourniture par Monsieur Khallouf de prestations de conseil et d'assistance dans le cadre de différents projets au Maroc.

La convention de prestations de services, conclue pour une durée de trois ans, prendra effet à la cessation des fonctions de Monsieur Fady Khallouf en tant que Directeur Général de FUTUREN. La rémunération totale de Monsieur Fady Khallouf sur cette période de trois ans au titre de cette convention est d'un montant maximum de 1.000.000 euros, dont 400.000 euros seront attribués sous réserve de la satisfaction par le projet de « *repowering* » de 100MW de critères relatifs à son financement et des critères d'investissement du groupe EDF.

Pendant toute la durée de la convention, Monsieur Fady Khallouf sera tenu par un engagement de non-concurrence relativement aux activités de FUTUREN sur le territoire marocain et aux activités de développement d'EDF EN sur lesquelles il détiendrait des informations sensibles lui ayant été communiquées par EDF EN dans le cadre de l'exécution de la convention.

6.4 Le mécanisme de liquidité

Les Co-Initiateurs proposent un mécanisme de liquidité permettant aux salariés du groupe FUTUREN bénéficiaires d'Actions Gratuites (telles que décrites au paragraphe 7.8.2 ci-après) de céder aux Co-Initiateurs les Actions Gratuites qui leur ont été attribuées par la Société dont les périodes d'acquisition ou de conservation ne seront pas expirées à la date de clôture de l'Offre et qui ne pourront pas être apportées à l'Offre, sauf cas légaux ou réglementaires exceptionnels de levée des indisponibilités (décès ou invalidité du bénéficiaire).

Le prix d'acquisition des Actions Gratuites, dans le cadre de ce mécanisme de liquidité, sera égal au prix plus élevé entre (i) le prix par Action offert dans le cadre de l'Offre et (ii) le prix par Action qui serait déterminé dans le cadre du retrait obligatoire des Actions (sous réserve qu'un tel retrait obligatoire intervienne avant la date de mise en œuvre du mécanisme de liquidité).

6.5 Autres accords dont la Société a connaissance

A l'exception des accords et engagements décrits au présent paragraphe 6, il n'existe, à la connaissance de la Société, à la date du présent projet de note en réponse, aucun accord susceptible d'avoir une incidence sur l'appréciation de l'Offre ou sur son issue.

7. ELÉMENTS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE EN CAS D'OFFRE PUBLIQUE

7.1 Structure et repartition du capital

Au 24 mai 2017, le capital social de la Société s'élève à 22.693.545 euros, divisé en 226.935.450 actions ordinaires de dix (10) centimes d'euros de valeur nominale chacune, représentant 234.690.595 droits de vote.

A la connaissance de la Société, selon les dernières informations disponibles et sur la base des déclarations de franchissements de seuils reçues par la Société, le capital et les droits de vote de la Société se répartissent comme suit :

	Nombre d'Actions ⁸	% du capital	Nombre des droits de vote théoriques*	% des droits de vote théoriques
EDF EN	125.797.617	55,43 %	125.797.617	53,60 %
EDF EN Belgium	13.977.514	6,16 %	13.977.514	5,96 %
Sous-total Co-Initiateurs	139.775.131	61,59 %	139.775.131	59,56 %
Actions auto-détenues	-	-	-	-
Actions Gratuites en période de conservation	2.660.000	1,17 %	2.660.000	1,13 %
Autres	84.500.319	37,24 %	92.255.464	39,31 %
TOTAL	226.935.450	100,00 %	234.690.595	100,00 %

* conformément à l'article 223-11 du RG AMF, le nombre total de droits de vote est calculé sur la base de l'ensemble des Actions auxquelles sont attachés les droits de vote, en ce compris les Actions privées de droits de vote.

A l'exception des plans d'Actions Gratuites décrits au paragraphe 7.8.2 ainsi que des OCEANE, il n'existe à la date du présent projet de note en réponse, aucun droit, titre de capital ou instrument financier pouvant donner accès, immédiatement ou à terme, au capital social ou aux droits de vote de FUTUREN.

7.2 Restrictions statutaires à l'exercice du droit de vote et au transfert d'Actions ou clauses des conventions portées à la connaissance de la Société en application de l'article L. 233-11 du Code de commerce

L'article 9 des statuts de FUTUREN prévoit que les Actions sont librement négociables et aucune limitation des transferts d'Actions n'est stipulée.

L'article 7.4 des statuts de FUTUREN stipule que toute personne, physique ou morale, qui, agissant seule ou de concert, vient à détenir, directement ou indirectement, un pourcentage du capital, de droits de vote ou de titres donnant accès à terme au capital de la Société, égal ou supérieur à 0,5 % ou à un multiple de ce pourcentage, est tenue d'informer la Société par lettre recommandée avec demande d'avis de réception indiquant le nombre de droits de vote et de titres, donnant accès immédiatement ou à terme au capital, qu'elle possède ainsi que les droits de vote qui y sont attachés, dans le délai de cinq jours de bourse à compter du franchissement de chacun de ces seuils. L'article 7.4 des statuts de FUTUREN précise que, pour la détermination des pourcentages de détention précités, il sera tenu compte des Actions ou droits de vote possédés ainsi que ces termes sont définis par les dispositions des articles L. 233-3, L. 233-9 et L. 233-10 du Code de commerce.

Il est précisé que dans chaque déclaration de franchissement de seuil statutaire effectuée en application de l'article 7.4 des statuts de FUTUREN, le déclarant devra certifier que la déclaration faite comprend bien tous les titres détenus ou possédés au sens des alinéas qui précèdent. Il devra également indiquer la ou les dates d'acquisition.

A défaut d'avoir été déclarées conformément aux modalités de l'article 7.4 des statuts de FUTUREN, les Actions excédant la fraction qui aurait dû être déclarée sont privées du droit de vote dans les assemblées d'actionnaires, dans les conditions prévues par la loi si, à l'occasion d'une assemblée, le défaut de déclaration a été consigné dans un procès-verbal et si un ou plusieurs actionnaires détenant ensemble 5 % au moins du capital ou des droits de vote de la Société en font la demande lors de cette assemblée.

⁸ L'écart entre le nombre d'Actions et le nombre de droits de vote théoriques est lié à l'existence de droits de vote double (cf. paragraphe 1.4.3.2.1 du Rapport financier annuel 2016 de la Société, page 90).

A la date du présent projet de note en réponse, aucune clause n'a été portée à la connaissance de la Société en application de l'article L. 233-11 du Code de commerce ; étant précisé que le pacte d'actionnaires conclu entre les Vendeurs le 6 juin 2016 a été résilié le 9 juin 2017 consécutivement à la réalisation de l'Acquisition du Bloc et la fin corrélative du concert formé entre les Vendeurs.

7.3 Participations directes et indirectes représentant plus de 5 % du capital et des droits de vote de FUTUREN

FUTUREN n'a pas connaissance d'autres actionnaires détenant plus de 5 % de son capital ou de ses droits de vote à la date du présent projet de note en réponse en dehors de ceux mentionnés au paragraphe 7.1 ci-dessus.

7.4 Liste des détenteurs de tout titre comportant des droits de contrôle spéciaux et description de ceux-ci

L'article 23.3 des statuts de FUTUREN stipule qu'un droit de vote double de celui conféré aux autres Actions, eu égard à la quotité de capital social qu'elles représentent, est attribué à toutes les Actions entièrement libérées pour lesquelles il sera justifié d'une inscription nominative depuis deux ans au moins au nom du même actionnaire, soit de nationalité française, soit ressortissant d'un État membre de l'Union Européenne.

Cet article précise qu'en cas d'augmentation de capital par incorporation de réserves, bénéfices ou primes d'émission, ce droit de vote double bénéficiera, dès leur émission, aux Actions nouvelles attribuées gratuitement à un actionnaire à raison d'Actions anciennes pour lesquelles il bénéficie déjà de ce droit. En revanche, toute Action transférée en propriété perd le droit de vote double sous réserve des exceptions prévues par la loi.

Sous réserve du droit de vote double prévu à l'article 23.3 des statuts de FUTUREN, le nombre de voix attaché aux Actions est proportionnel à la quotité du capital qu'elles représentent.

7.5 Mécanismes de contrôle prévus dans un éventuel système d'actionnariat du personnel quand les droits de contrôle ne sont pas exercés par ce dernier

Néant.

7.6 Accords entre actionnaires dont la Société a connaissance et qui peuvent entraîner des restrictions au transfert d'Actions et à l'exercice des droits de vote

La Société n'a connaissance d'aucun accord d'actionnaires en vigueur à ce jour pouvant entraîner des restrictions au transfert d'Actions et à l'exercice des droits de vote.

7.7 Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du Conseil d'administration et à la modification des statuts de FUTUREN

A l'exception de la limite d'âge de 70 ans imposée par les statuts aux administrateurs et au Président du Conseil d'administration (articles 12 et 13 des statuts), aucune clause statutaire ne prévoit de dispositions différentes de celles prévues par la loi en ce qui concerne la nomination et le remplacement des membres du Conseil d'administration ou la modification des statuts.

7.8 Pouvoirs du Conseil d'administration, en particulier en matière d'émission ou de rachat de titres

7.8.1 Délégations et autorisations financières accordées par l'Assemblée générale des actionnaires

En dehors des pouvoirs généraux prévus par la loi et les statuts, le Conseil d'administration dispose de quatre autorisations et délégations financières, dont une a été accordée par l'Assemblée générale du 3 novembre 2014, une par l'Assemblée générale du 28 octobre 2015 et deux par l'Assemblée générale du

27 juin 2016. Ces autorisations et délégations sont décrites dans le tableau ci-dessous :

Date de l'Assemblée générale	Résolution	Type	Objet	Durée et limite de validité	Plafond	Utilisation au cours de l'exercice
27 juin 2016	7 ^{ème}	Délégation de compétence	Emission de valeurs mobilières donnant accès au capital par voie d'offres au public, avec suppression du droit préférentiel de souscription mais avec obligation de conférer un droit de priorité	26 mois 27 août 2018	Plafond en capital (valeur nominale) : 30 millions d'euros Plafond en dette (valeur nominale) : 60 millions d'euros	Néant
27 juin 2016	8 ^{ème}	Délégation de compétence	Augmentation du nombre de titres à émettre en cas d'augmentation du capital social, avec suppression du droit préférentiel de souscription	26 mois 27 août 2018	15 % de l'émission initiale pour chaque émission décidée en application de la 7 ^{ème} résolution, dans la limite des plafonds prévus par la 7 ^{ème} résolution	Néant
28 octobre 2015	3 ^{ème}	Autorisation	Attributions gratuites d'Actions en faveur des salariés et des mandataires sociaux, emportant renonciation des actionnaires à leur droit préférentiel de souscription	38 mois 28 décembre 2018	Double plafond de (i) 4.500.000 Actions et de (ii) 10 % du capital social à la date de la décision d'attribution, auquel s'ajoutera, le cas échéant, les actions à émettre pour préserver le droit des bénéficiaires des attributions gratuites d'actions, conformément aux dispositions légales, réglementaires et/ou contractuelles	Lors de sa réunion du 24 avril 2017, le Conseil d'administration a attribué 790.000 Actions Gratuites supplémentaires aux salariés de la Société
3 novembre 2014	4 ^{ème}	Autorisation	Augmentation de capital afin de permettre la conversion des 8 225 770 OCEANE en circulation au 3 novembre 2014	31 décembre 2019	Montant nominal maximum de 7 585 805 euros, auquel s'ajoutera, le cas échéant, le montant nominal supplémentaire des actions à émettre pour préserver les droits des titulaires d'OCEANE, conformément aux conditions prévues par la loi et le contrat d'émission modifié des OCEANE	Création de 6.593 actions suite à la conversion de 715 OCEANE en décembre 2016

7.8.2 Plans d'Actions Gratuites octroyés par la Société

A la date du présent projet de note en réponse, deux plans d'attribution d'actions gratuites (les « **Actions Gratuites** ») sont en place au sein de la Société.

(A) Plan du 2 novembre 2015

Au titre du plan d'attribution d'Actions Gratuites décidé par le Conseil d'administration de la Société le 2 novembre 2015, 3.860.000 droits à Actions Gratuites ont été attribués au Directeur Général (à hauteur de 2.500.000) et à des salariés du groupe (à hauteur de 1.290.000 dont 150.000 ont fait l'objet d'une nouvelle attribution en 2017 en raison du départ de leurs bénéficiaires).

Aux termes de ce plan, au 31 décembre 2016, 2.660.000 Actions Gratuites ont été définitivement attribuées. Ces 2.660.000 Actions Gratuites font l'objet d'une période de conservation légale d'un an, soit jusqu'au 20 décembre 2017. De plus, 1.050.000 Actions Gratuites (pour lesquels le Conseil d'administration a constaté la réalisation des conditions de performance) sont en cours d'acquisition jusqu'au 20 décembre 2017, sans période de conservation.

Ces 3.710.000 Actions Gratuites (dont 1.050.000 en période d'acquisition et 2.660.000 en période de conservation) ne peuvent donc pas, sous réserve des cas exceptionnels de levée des indisponibilités prévus par les dispositions légales ou réglementaires applicables (décès ou invalidité du bénéficiaire, être apportées à l'Offre. Elles ne sont pas visées par l'Offre.

(B) **Plan du 24 avril 2017**

Au titre du plan d'attribution d'Actions Gratuites du 24 avril 2017, 790.000 droits à Actions Gratuites, dont les périodes d'acquisition et de conservation s'étendent au plus tard jusqu'au 24 avril 2019, ont été attribués à des salariés de la Société et de ses filiales. Ces 790.000 Actions Gratuites en cours d'acquisition ne peuvent pas, sous réserve des cas exceptionnels de levée des indisponibilités prévus par les dispositions légales ou réglementaires applicables (décès ou invalidité du bénéficiaire) être apportées à l'Offre et ne sont pas visés par l'Offre.

Pour les plans du 2 novembre 2015 et du 24 avril 2017, il est précisé que dans l'hypothèse où certaines Actions Gratuites deviendraient cessibles par anticipation avant la clôture de l'Offre en application des dispositions des articles L. 225-197-1 et L. 225-197-3 du Code de commerce ainsi que des stipulations du règlement du plan d'attribution gratuite d'Actions (invalidité ou décès du bénéficiaire), ces Actions Gratuites pourraient être apportées à l'Offre.

Pour le plan du 2 novembre 2015, il est précisé qu'en cas de prise de contrôle hostile de la Société (soit toute opération ayant pour conséquence d'entraîner un changement de contrôle au sens de l'article L. 233-3 du Code de commerce dès lors que l'opération n'aura pas reçu l'avis favorable du Conseil d'administration), les bénéficiaires des droits à Actions Gratuites se verront attribuer les Actions correspondantes au nombre de droits à Actions Gratuites attribués aux bénéficiaires sans qu'aucune condition de performance ou de présence ne soit requise pour l'ensemble des droits à Actions Gratuites attribués.

Il est rappelé qu'un mécanisme de liquidité, dont les principales caractéristiques sont décrites au paragraphe 6.4 ci-avant, est consenti aux salariés du groupe FUTUREN bénéficiaires d'Actions Gratuites.

7.9 **Impact d'un changement de contrôle sur les accords conclus par la Société**

En dehors du Contrat d'Émission Modifié des OCEANE et de quelques contrats de financements non significatifs pour la Société, aucun contrat significatif conclu par la Société ne prévoit un remboursement anticipé en cas de changement de contrôle de la Société.

7.9.1 **Option de rachat anticipé au gré des porteurs d'OCEANE en cas de Changement de Contrôle**

Conformément aux stipulations de l'article 4.9.5.2 du contrat d'émission des OCEANE figurant en annexe de la note d'opération relative à l'émission et l'admission d'actions assorties de bons de souscription d'actions dont le prospectus a reçu de l'Autorité des marchés financiers le visa n°14-591 le 7 novembre 2014⁹ (le « **Contrat d'Émission Modifié** »), dans le cas où une opération aurait pour effet de conférer le contrôle de la Société (telle que cette notion est définie à l'article L. 233-3 du Code de commerce) à une ou plusieurs personnes physiques ou morales, agissant seules ou de concert et qui ne contrôlèrent pas la Société avant cette opération (le « **Changement de Contrôle** »), y compris par voie de fusion, consolidation, regroupement ou toute

⁹ Ce contrat d'émission a amendé les modalités des OCEANE émises en vertu du prospectus n°07-368 en date du 23 octobre 2007 telles que modifiées par le prospectus n°10-198 du 23 juin 2010.

opération similaire, les titulaires pourront demander le rachat anticipé de tout ou partie de leurs OCEANE.

A la suite de l'Acquisition du Bloc, la Société a informé les titulaires d'OCEANE qu'elle a fait l'objet d'un Changement de Contrôle selon les modalités prévues dans le Contrat d'Émission Modifié et a fixé la période de rachat anticipé du 6 juillet 2017 au 20 juillet 2017 au prix de 6,322 euros par OCEANE, majoré des intérêts échus au titre de la période courue entre le 1^{er} juillet 2017 et la date de paiement effectif du prix de rachat concerné.

7.9.2 **Ajustement du ratio d'attribution d'Actions des OCEANE en période d'offre publique**

Conformément aux stipulations de l'article 4.16.8.4 du Contrat d'Émission Modifié, dans le cas où les Actions de la Société seraient visées par une offre publique (achat, échange, mixte, etc.) susceptible d'entraîner un Changement de Contrôle (tel que défini ci-dessus) ou déposée suite à un Changement de Contrôle, et que ladite offre serait déclarée conforme par l'AMF, le ratio d'attribution d'Actions sera temporairement ajusté pendant une période déterminée.

Compte tenu du fait que le projet d'Offre a été déposé à la suite d'un Changement de Contrôle, le ratio d'attribution d'Actions des OCEANE pourra faire l'objet d'un ajustement temporaire selon les modalités prévues par l'article 4.16.8.4 du Contrat d'émission modifié sous réserve que l'Offre soit déclarée conforme par l'AMF.

Ainsi, entre (et y compris) la date d'ouverture de l'Offre et le 15^{ème} jour ouvré suivant la date de publication par l'AMF de l'avis de résultat de l'Offre, le ratio d'attribution d'Actions temporairement ajusté sera égal à 8,16 Actions par OCEANE (au lieu de 7,266 Actions par OCEANE) (pour une date d'ouverture de l'Offre au 6 juillet 2017). Pour bénéficier de ce ratio temporairement ajusté, le droit à l'attribution d'Actions devra être exercé dans la période susmentionnée.

Il est également rappelé que :

- les OCEANE ne pourront donner lieu qu'à la livraison d'un nombre entier d'Actions. Le règlement des rompus est précisé à l'article 4.16.9 du Contrat d'Émission Modifié ;
- par dérogation aux stipulations du paragraphe 4.16.4 du Contrat d'Émission Modifié, en cas d'exercice du droit à l'attribution d'Actions pendant la période d'ajustement précitée, la date d'exercice sera réputée être la date de la demande et les Actions correspondantes seront livrées dans un délai maximum de trois jours ouvrés à compter de la date d'exercice.

7.10 **Accords prévoyant des indemnités de départ et de licenciement pour le Directeur Général de FUTUREN et ses principaux salariés, en cas de démission, de licenciement sans cause réelle et sérieuse ou si leur emploi prend fin en raison d'une offre publique**

Il n'existe aucun accord prévoyant des indemnités pour le Directeur Général de la Société ou des principaux salariés de la Société en cas de démission ou si leurs fonctions prennent fin en raison d'une offre publique.

8. **INFORMATIONS SUR LES TENDANCES**

Les informations sur les tendances figurent au paragraphe 4.7 du Document de Référence 2016 de la Société disponible sur le site internet de la Société et sur le site internet de l'AMF sous le numéro D.17-0611.

9. POLITIQUE DE DISTRIBUTION

Il est précisé qu'aucune distribution de dividendes n'a été effectuée au cours des trois derniers exercices.

Il convient de rappeler que conformément aux stipulations du Contrat d'Émission Modifié des OCEANE, la Société ne pourra pas réaliser de distributions avant d'avoir procédé aux remboursements partiels du 1^{er} janvier 2018. Par ailleurs, à compter du 1^{er} janvier 2018, et après réalisation du versement susmentionné aux porteurs d'OCEANE, la Société ne pourra, tant que l'ensemble des OCEANE n'auront pas été converties, rachetées, échangées ou amorties, et au plus tard jusqu'au 1^{er} janvier 2020, procéder à des distributions d'un montant supérieur à 50 % du profit distribuable au titre de l'exercice écoulé.

Les Co-Initiateurs ont indiqué que la politique de distribution de dividendes de la Société sera examinée ultérieurement en fonction de la capacité distributrice de la Société, sa situation financière, ses besoins financiers et des contraintes liées aux termes et conditions des OCEANE.

10. AVIS DU COMITÉ D'ENTREPRISE

Néant. Les Co-Initiateurs détenant, à la date du dépôt de l'offre, plus de la moitié du capital et des droits de vote de la Société suite à l'Acquisition du Bloc, la Société n'est pas soumise aux dispositions des articles L. 2323-38 à L. 2323-44 du Code du travail.

11. RAPPORT DE L'EXPERT INDÉPENDANT

11.1 Désignation de l'expert indépendant

Il est rappelé que conformément aux meilleures pratiques de gouvernance ainsi qu'à la recommandation AMF n°2006-15, le Conseil d'administration, lors de sa réunion du 4 avril 2017, a mis en place un Comité des Indépendants. La composition du Comité des Indépendants est décrite au paragraphe 3 du présent projet de note en réponse.

Conformément aux dispositions de l'article 261-1 I et II du RG AMF, le Conseil d'administration de la Société a, en date du 16 mai 2017 et sur recommandation du Comité des Indépendants, désigné à l'unanimité des membres présents (Messieurs Michel Meeus et Fady Khallouf n'ayant pas pris part au vote) le cabinet Finexsi, représenté par Messieurs Olivier Peronnet et Lucas Robin, en qualité d'expert indépendant, avec pour mission de préparer un rapport sur les conditions financières de l'Offre et du retrait obligatoire, le cas échéant.

11.2 Rapport de l'expert indépendant



FINEXSI



futuren

ATTESTATION D'ÉQUITÉ

Offre publique d'achat simplifiée initiée par la société EDF ENERGIES NOUVELLES et sa filiale EDF ENERGIES NOUVELLES BELGIUM sur les actions et les OCEANE de la société FUTUREN

19 juin 2017



Sommaire

1	Présentation de l'opération	6
1.1	Sociétés concernées par l'opération	6
1.1.1	Présentation de la société initiatrice	6
1.1.2	Présentation de la société objet de l'Offre	6
1.1.3	Capital et droits de vote	6
1.2	Contexte de l'Offre	8
1.2.1	Acquisition d'un bloc majoritaire	8
1.2.2	Accord avec la Société relatif à la mise en œuvre de l'Offre	9
1.2.3	Motifs de l'Offre	9
1.3	Caractéristiques de l'Offre	10
1.3.1	Termes de l'Offre	10
1.3.2	Titres visés par l'Offre	10
1.4	Intentions de l'Initiateur au cours des douze mois à venir	11
1.4.1	Stratégie, politique industrielle, commerciale et financière	11
1.4.2	Intentions des Co-Initiateurs en matière d'emploi	11
1.4.3	Composition des organes sociaux et de direction de la Société	11
1.4.4	Absence de perspective d'une fusion ou de réorganisation juridique	11
1.4.5	Intentions concernant la politique de dividendes	11
1.4.6	Avantages attendus pour les Co-Initiateurs	12
1.4.7	Intentions concernant le maintien de la cotation de la Société à l'issue de l'Offre	12
1.5	Accords pouvant avoir une influence significative sur l'appréciation ou l'issue de l'Offre	12
2	Déclaration d'indépendance	13
3	Diligences effectuées	13
4	Présentation des activités et de l'environnement de FUTUREN	15
4.1	Présentation du modèle de développement d'un parc éolien	15
4.2	Description du secteur de l'énergie éolienne	16
4.3	Présentation des activités du groupe FUTUREN	19
4.3.1	Activité de vente d'électricité	19
4.3.2	Activité de développement et gestion de parcs	20
4.4	Historique du Groupe	21
4.4.1	Rappel des faits marquants au cours des trois derniers exercices	21



4.4.2	Organigramme du groupe FUTUREN.....	22
4.4.3	États financiers synthétiques du groupe FUTUREN.....	23
4.4.4	Présentation des indicateurs opérationnels clés.....	26
4.4.5	Matrice SWOT	28
5	Évaluation des actions de la société FUTUREN.....	29
5.1	Méthodes d'évaluation écartées.....	29
5.1.1	Actif net comptable consolidé.....	29
5.1.2	Actif net comptable réévalué	29
5.1.3	La valeur de rendement (capitalisation du dividende)	29
5.2	Méthodes d'évaluation retenues.....	30
5.2.1	Cours de bourse	30
5.2.2	Actualisation des flux de trésorerie futurs (ou DCF)	31
5.2.3	Transaction récente intervenue sur le capital de la Société	32
5.2.4	Comparables boursiers	32
5.2.5	Transactions comparables (à titre indicatif)	33
5.2.6	Objectifs de cours de bourse des analystes (à titre indicatif)	33
5.3	Données de référence de la société FUTUREN.....	33
5.3.1	Nombre de titres de référence retenu	33
5.3.2	Dette financière nette	34
5.4	Mise en œuvre de la valorisation de la société FUTUREN.....	36
5.4.1	Méthodes d'évaluation retenues à titre principal.....	36
5.4.2	Méthodes d'évaluation retenues à titre indicatif.....	49
6	Évaluation des OCEANE	52
6.1	Principales caractéristiques des OCEANE	52
6.2	Méthodes d'évaluation retenues.....	53
6.2.1	Application des conditions de conversion prévues en cas d'offre publique (critère principal)	53
6.2.2	Etude du cours de bourse de l'OCEANE (à titre indicatif)	54
6.2.3	Référence à la clause de remboursement anticipée en cas de changement de contrôle (à titre indicatif)	56
6.2.4	Valorisation intrinsèque des OCEANE avant l'annonce de l'offre (à titre indicatif)	56
6.2.5	Synthèse des résultats	60
7	Accords connexes pouvant avoir une influence significative sur l'appréciation ou l'issue de l'Offre	61
7.1.1	Convention de prestations de services	61
7.1.2	Autres accords avec le Directeur Général	62



8	Analyse des éléments d'appréciation du prix établis par l'établissement présentateur	63
8.1	Choix des critères d'évaluation.....	63
8.2	Mise en œuvre des différents critères.....	63
8.2.1	Données financières.....	63
8.2.2	Analyse du cours de bourse.....	64
8.2.3	Actualisation des flux de trésoreries futurs	64
8.2.4	Multiples observés sur les sociétés cotées comparables	65
8.2.5	Multiples observés sur des transactions portant sur des sociétés comparables....	66
8.2.6	Objectifs de cours des analystes.....	66
8.2.7	OCEANE.....	66
9	Synthèse de nos travaux et appréciation sur le caractère équitable des prix offerts	68
9.1	Synthèse de nos travaux d'évaluation	68
9.2	Attestation sur le caractère équitable des prix de l'Offre	68
	Annexe unique.....	71



Dans le cadre du projet d'offre publique d'achat simplifiée (ci-après « l'OPAS » ou « l'Offre »), initiée par la société EDF ENERGIES NOUVELLES (ci-après dénommée « EDF EN »), et sa filiale EDF ENERGIES NOUVELLES BELGIUM (ci-après dénommée « EDF EN BELGIUM » et ensembles avec EDF EN « les Co-Initiateurs »), sur les actions et les obligations convertibles et/ou échangeables en actions nouvelles et/ou existantes (ci-après « OCEANE ») de la société FUTUREN (ci-après « FUTUREN » ou « la Société »), nous avons été chargés, en qualité d'Expert indépendant désigné par le Conseil d'administration de FUTUREN, d'apprécier le caractère équitable des conditions financières de l'Offre. Cette Offre intervient suite à l'accord d'acquisition conclu par EDF EN et EDF EN BELGIUM le 10 mai 2017 en vue de l'acquisition du bloc auprès du concert d'actionnaires majoritaires de la Société, et prévoyant le dépôt de la présente Offre, étant précisé que cette acquisition de bloc est intervenue subséquentement le 9 juin 2017.

Notre nomination, par le Conseil d'administration de FUTUREN du 16 mai 2017 a été effectuée sur le fondement de l'article 261-1 I 1°, 2°, 4° et 5° et de l'article 261-1 II du Règlement Général de l'Autorité des Marchés Financiers (« AMF »), et de la recommandation AMF n°2006-15. Pour accomplir notre mission, nous avons utilisé les documents publics et les informations qui nous ont été transmises par FUTUREN. Ces documents ont été considérés comme exacts et exhaustifs, et n'ont pas fait l'objet de vérification particulière. Nous n'avons pas cherché à valider les données historiques et prévisionnelles utilisées, dont nous avons seulement vérifié la vraisemblance et la cohérence. Cette mission n'a pas consisté à procéder à un audit des états financiers, des contrats, des litiges et de tous autres documents qui nous ont été communiqués, et qui ont été seulement collectés pour les besoins de notre mission.



1 Présentation de l'opération

1.1 Sociétés concernées par l'opération

1.1.1 Présentation de la société initiatrice¹

EDF ENERGIES NOUVELLES, filiale à 100% du groupe EDF, est un des leaders de la production d'énergies renouvelables. Opérateur intégré, EDF EN assure le développement, le financement, la construction des installations renouvelables, ainsi que leur exploitation-maintenance pour compte propre et pour compte de tiers. EDF EN construit et exploite des centrales d'électricité verte dans 21 pays, et compte près de 9,6 GW de capacité brute installée.

L'énergie éolienne est la filière principale du groupe qui représente 88,4% de sa capacité installée totale, répartie principalement en Europe et en Amérique du Nord.

Le rapprochement avec FUTUREN s'inscrit dans la stratégie de croissance d'EDF EN, et permettra le renforcement de ses activités en France et la prise de position en Allemagne, où elle demeure peu présente.

1.1.2 Présentation de la société objet de l'Offre

Créée en 1999, FUTUREN, anciennement THEOLIA, est une société anonyme de droit français à Conseil d'administration au capital de 22.693.545 €, divisé en 226.935.450 actions ordinaires, d'un montant nominal de 0,10 €.

Elle est immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Paris sous le numéro 423.127.281, et son siège social est situé au 6 rue Christophe Colomb, 75008 Paris.

La société est dirigée par Monsieur Fady KHALLOUF, Directeur Général.

Une présentation détaillée de ses activités figure en partie 4.

1.1.3 Capital et droits de vote

Les 226.935.450 actions ordinaires qui composent le capital sont admises depuis 2015² aux négociations sur le compartiment B d'EURONEXT PARIS.

¹ Site internet d'EDF ENERGIES NOUVELLES, <http://www.edf-energies-nouvelles.com/>

² Source : Document de référence FUTUREN 2016. Auparavant, les actions étaient cotées sur le compartiment C d'EURONEXT PARIS.

La répartition du capital et des droits de vote exerçables est la suivante (au 24/05/2017) :

Répartition du capital et des droits de vote de FUTUREN SA au 24 mai 2017

	Nombre d'actions*	% du capital	Nombre des droits de vote théoriques*	% des droits de vote théoriques
EDF EN	125 797 617	55,4%	125 797 617	53,6%
EDF EN Belgium	13 977 514	6,2%	13 977 514	6,0%
Sous-total Co-initiateurs	139 775 131	61,6%	139 775 131	59,6%
Actions auto-détenues	-	-	-	-
Actions Gratuites en période de conservation	2 660 000	1,2%	2 660 000	1,1%
Autres	84 500 319	37,2%	92 255 464	39,3%
Total	226 935 450	100,0%	234 690 595	100,0%

(*) L'écart entre le nombre de droits de vote théoriques est lié à l'existence de droits de vote double (cf. paragraphe 1.4.3.2.1 du Rapport financier annuel 2016 de la Société, page 90)

Source : Note en réponse du projet Verdi.

Au 24 mai 2017, il reste 6.084.905 OCEANE en circulation. Les principaux termes des OCEANE en vigueur sont les suivants :

- Trois remboursements partiels du nominal des OCEANE ont été prévus dans le contrat d'émission de la façon suivante : (i) 1,702 euro par OCEANE au 1^{er} janvier 2017³, (ii) 2,431 euros par OCEANE au 1^{er} janvier 2018, et (iii) 1,945 euro par OCEANE au 1^{er} janvier 2019.

Au fur et à mesure des remboursements partiels, la valeur nominale, le ratio de conversion et le coupon évolueront ainsi :

Du	Au	Valeur nominale (en euros)	Ratio de conversion (sous réserve d'ajustements standards)	Coupon (en % de la valeur nominale)
1er janvier 2017	31 décembre 2017 (inclus)	10,062	7,266	3,613%
1er janvier 2018	31 décembre 2018 (inclus)	7,631	4,472	2,932%
1er janvier 2019	31 décembre 2019 (inclus)	5,686	2,236	1,967%

Source : Document de référence Futuren 2016.

- Les porteurs d'obligations ont la possibilité, à tout moment jusqu'au 31 décembre 2019, de convertir leurs OCEANE selon un ratio prédéfini (cf. tableau ci-après), à l'exception d'une période de 10 jours ouvrés précédant les 31 décembre 2017, 31 décembre 2018 et 2019.
- À partir du 10^{ième} jour ouvré précédant le 31 décembre 2019, les porteurs d'OCEANE perdent leur possibilité de convertir leurs OCEANE en actions.
- La société pourra procéder, à son seul gré et à tout moment entre le 15 janvier 2018 et le 1er janvier 2020, au remboursement anticipé de la totalité des OCEANE à la Valeur Nominale Applicable (VNA, ou « *valeur nominale* » dans le tableau ci-avant) à cette date si le Ratio d'Attribution d'Actions applicable (RAA, ou « *ratio de conversion* » dans le tableau ci-avant) divisé par la moyenne de 20 cours de bourses consécutifs cotés sur les 40 jours précédant l'annonce du remboursement anticipé excède 100% de la VNA (soit, selon nos calculs, un cours de l'action FUTUREN supérieur à 1,70 € en 2018 et 2,54 € en 2019).
- Une faculté est conférée aux obligataires de demander le rachat anticipé total ou partiel de leurs OCEANE le 1er janvier 2020 au prix de 1,946 euro par OCEANE.

³ Montant versé à la date du présent rapport.



À la date du présent rapport, les Co-Initiateurs détiennent 5.844.500 OCEANE représentant 96,05% des OCEANE en circulation.

1.2 Contexte de l'Offre

Les informations suivantes sont issues du projet de note d'information du 19 juin 2017 établie par les Co-Initiateurs :

1.2.1 Acquisition d'un bloc majoritaire

« Le 6 juin 2016, BG Select Investments (Ireland) Limited, agissant de concert avec BG Master Fund Ica, BG Long Term Value, Boussard & Gavaudan SICAV, Monsieur Pierre Salik, Monsieur Michel Meeus et Madame Brigitte Salik ont déposé une offre publique visant les Titres de la Société à la suite d'une mise en concert. Au résultat de cette offre, les Vendeurs agissant de concert détenaient 62,71% des Actions, 63,75% des droits de vote de la Société et 93,36% des OCEANE alors en circulation.

Dans ce contexte, au regard de l'intention des Vendeurs de céder à court ou moyen terme leur participation, la Société a procédé à une analyse des options stratégiques et des possibles évolutions du groupe Futuren et de son actionnariat afin de s'adjoindre un actionnaire de contrôle permettant de conduire un développement à long terme et de financer sa croissance.

EDF EN est un des leaders de la production d'électricité d'origine renouvelable. Le groupe construit et exploite des centrales d'électricité verte dans 21 pays pour compte propre et pour compte de tiers. L'opportunité de rapprochement de Futuren s'inscrivant parfaitement dans sa stratégie de croissance, EDF EN a donc participé à un processus compétitif de sélection d'un actionnaire de contrôle, initié par la Société, et a déposé à son issue une offre finale visant à acquérir les Actions et OCEANE de Futuren détenues par les Vendeurs. Le 24 avril 2017, ceux-ci ont conclu avec EDF EN et EDF EN Belgium un accord préliminaire ouvrant une période de négociations exclusives pour l'acquisition de 139 775 131 Actions pour un prix de 1,15 euro par action de la Société, et de 5 844 500 OCEANE pour un prix de 9,37 euros (coupon détaché) par OCEANE en circulation (l'« Acquisition du Bloc »).

Dans sa délibération du 24 avril 2017, le conseil d'administration de la Société, a indiqué à l'unanimité (MM. Michel Meeus et Fady Khallouf ne participant pas au vote), accueillir favorablement l'offre d'EDF EN et EDF EN Belgium.

Le 10 mai 2017, EDF EN et EDF EN Belgium ont conclu un contrat d'acquisition en langue anglaise (Sale and Purchase Agreement) (le « Contrat d'Acquisition ») en vue de l'Acquisition du Bloc des Vendeurs.

A la suite de la levée des conditions suspensives stipulées dans le Contrat d'Acquisition, notamment l'autorisation de l'autorité de la concurrence allemande obtenue le 1er juin 2017, l'Acquisition du Bloc a été réalisée le 9 juin 2017 et EDF EN et EDF EN Belgium sont devenues actionnaires de la Société à hauteur d'environ 61,59% du capital et 59,56% des droits de vote⁴ de la Société et 96,05% des OCEANE en circulation.

EDF EN et Futuren ont publié le 12 juin 2017 un communiqué de presse conjoint à la suite de la réalisation de l'Acquisition du Bloc. »

⁴ Sur la base d'un nombre total de 226 935 450 Actions représentant 234 690 595 droits de vote théoriques au sens de l'article 223-11 alinéa 2 du règlement général de l'AMF, conformément au communiqué de la Société en date du 24 mai 2017.



1.2.2 Accord avec la Société relatif à la mise en œuvre de l'Offre

« Le 10 mai 2017, Futuren, EDF EN et EDF EN Belgium ont conclu un accord relatif à une offre publique d'achat simplifiée portant sur les Titres de la Société (le « Tender Offer Agreement ») et prévoyant notamment :

- des engagements des Co-Initiateurs en matière de maintien de l'emploi au sein de la Société et de ses filiales ;
- l'engagement de la Société de désigner un expert indépendant chargé d'établir un rapport conformément aux dispositions des articles 261-1 et suivants du RG AMF ;
- l'engagement de la Société à ce que son Conseil d'administration recommande l'Offre dans un délai de 5 jours ouvrés à compter de la réception d'une attestation d'équité émises par l'expert indépendant, et de confirmer, sous réserve de l'avis de l'expert indépendant, que l'Offre et le prix offert pour les Titres sont dans l'intérêt de la Société, ses actionnaires et ses salariés ;
- des engagements de la Société, tant pour elle-même que pour ses filiales, de conduire ses activités dans le cours normal des affaires et dans la continuité de sa gestion passée pendant la durée du Tender Offer Agreement ;
- dans la mesure où EDF EN et EDF EN Belgium ont été sélectionnées à l'issue d'un processus concurrentiel initié par la Société, l'engagement de la Société de ne pas solliciter ou recommander de projet d'acquisition autre que l'Offre, ni de retirer la recommandation émise par le conseil d'administration, étant toutefois précisé qu'en cas d'offre concurrente mieux-disante initiée par un tiers (et non sollicitée par la Société ou ses conseils), le conseil d'administration de la Société pourra recommander cette offre et mettre fin au Tender Offer Agreement, sous réserve que les Co-Initiateurs, informés de cette offre par la Société, ne fassent pas, dans les trois jours ouvrés suivant cette information, de proposition de nature à modifier la recommandation envisagée par Futuren sur l'offre concurrente ;
- la mise en place par les Co-Initiateurs d'un mécanisme de liquidité au profit des titulaires d'Actions Gratuites (telles que définies à la section 2.3.3 du projet de note d'information) soumises à une période d'incessibilité ou d'indisponibilité, à un prix égal au prix le plus élevé entre (i) le prix par Action offert dans le cadre de l'Offre et (ii) le prix par Action qui serait déterminé dans le cadre du retrait obligatoire des Actions ; et
- l'engagement des Co-Initiateurs de coopérer avec la Société afin de lui permettre de satisfaire ses obligations de rachat des OCEANE en cas de changement de contrôle. »

1.2.3 Motifs de l'Offre

« L'Offre s'inscrit dans le cadre de l'obligation faite aux Co-Initiateurs, agissant de concert, par l'article 234-2 du règlement général de l'AMF de déposer une offre publique visant la totalité du capital et des titres donnant accès au capital ou aux droits de vote de la Société qu'ils ne détiennent pas à la suite du franchissement à la hausse du seuil de 30% du capital et des droits de vote de la Société du fait de l'Acquisition du Bloc auprès des Vendeurs.

L'Acquisition du Bloc et l'Offre subséquente ont pour objectif de permettre aux Co-Initiateurs d'obtenir le contrôle de la Société afin de favoriser son développement à long terme et de



s'adjoindre des parcs et des projets éoliens complémentaires aux leurs. L'Offre pourrait être suivie d'une procédure de retrait obligatoire. »

1.3 Caractéristiques de l'Offre

1.3.1 Termes de l'Offre

« [...] les Co-Initiateurs s'engagent à acquérir auprès des actionnaires de la Société et des porteurs d'OCEANE, tous les Titres qui seront présentés dans le cadre de l'Offre pendant une période de 10 jours de négociation, au prix de :

- 1,15 euro en numéraire par Action ;*
- 9,37 euros en numéraire par OCEANE, coupon détaché.*

Il est précisé que l'Offre ne porte pas sur les Actions Gratuites attribuées au titre des plans d'attribution gratuite d'actions, dont la période d'acquisition ou de conservation ne seront pas expirées d'ici la clôture de l'Offre (sous réserve de décès ou d'invalidité du bénéficiaire). »

La note d'information précise également « qu'un coupon de 0,18 euro par OCEANE aura été payé le 3 juillet 2017 précédemment à l'ouverture de l'Offre. Le prix offert par OCEANE, postérieur au détachement du coupon, sera de 9,37 euros en numéraire par OCEANE ».

1.3.2 Titres visés par l'Offre

« [...] l'Offre porte sur la totalité :

- des Actions existantes et non détenues par les Co-Initiateurs, en excluant 2.660.000 Actions Gratuites dont la période de conservation n'aura pas expirée à la date de clôture de l'Offre et qui ne pourront donc pas être apportées à l'Offre, sauf cas exceptionnels de levée des indisponibilités prévues par les dispositions légales et réglementaires applicables (décès ou invalidité du bénéficiaire) soit, à la connaissance des Co-Initiateurs, 84.500.319 Actions;*
- des OCEANE non détenues par les Co-Initiateurs, soit, un nombre maximal de 240.405 OCEANE ;*
- des actions susceptibles d'être émises à raison de la conversion des OCEANE non détenues par les Co-Initiateurs préalablement à la clôture de l'Offre, représentant, à la connaissance des Co-Initiateurs, au maximum 1.961.705 Actions.*

En tant que de besoin, il est précisé que le projet d'Offre ne vise pas, sous réserve des cas exceptionnels de levée des indisponibilités prévus par les dispositions légales ou réglementaires applicables (décès ou invalidité du bénéficiaire), les Actions Gratuites dont la période d'acquisition n'aura pas expirée à la date de clôture de l'Offre.

En conséquence, le nombre maximum d'actions pouvant être présentées à l'Offre serait de 86.462.024 en cas de conversion de la totalité des OCEANE encore en circulation non détenues par les Co-Initiateurs.

A la date du présent projet de note d'information, à l'exception des titres mentionnés ci-dessus, il n'existe, à la connaissance des Co-Initiateurs, aucun autre droit, titre de capital ou instrument financier pouvant donner accès, immédiatement ou à terme, au capital social ou aux droits de vote de la Société. »



1.4 Intentions de l'Initiateur au cours des douze mois à venir

1.4.1 Stratégie, politique industrielle, commerciale et financière

« Les Co-Initiateurs ont l'intention de poursuivre les orientations stratégiques mises en œuvre par le conseil d'administration et l'équipe dirigeante actuelle de la Société en matière de développement.

D'une manière générale, les Co-Initiateurs considèrent que l'Offre favorisera le développement de la Société et n'aura pas d'incidence négative sur la politique industrielle, commerciale et financière de la Société. »

1.4.2 Intentions des Co-Initiateurs en matière d'emploi

« L'Offre s'inscrit dans une logique de poursuite de l'activité et du développement de la Société. Du fait des engagements souscrits par les Co-Initiateurs en matière d'emploi dans le Tender Offer Agreement, l'Offre n'aura pas d'impact sur la politique sociale de la Société. »

1.4.3 Composition des organes sociaux et de direction de la Société

« À la suite de la réalisation de l'Acquisition du Bloc et de la démission subséquente de MM. Michel Meeus et Fady Khallouf de leurs mandats de président du conseil d'administration et d'administrateur, conformément aux termes du Tender Offer Agreement, et de celle de M. Jérôme Louvet de son mandat d'administrateur indépendant, EDF EN et EDF EN Belgium ont proposé de nouveaux membres qui ont été cooptés au conseil d'administration pour reprendre ces fonctions. EDF EN et EDF EN Belgium pourront par ailleurs proposer des administrateurs supplémentaires au prorata de leur participation au capital de la Société.

Il est en outre prévu que M. Fady Khallouf poursuive son mandat de directeur général de la Société jusqu'au 31 décembre 2017 ou, en cas de mise en œuvre d'un retrait obligatoire avant cette date, jusqu'à la date de ce retrait obligatoire.

En cas de mise en œuvre d'un retrait obligatoire, la composition du conseil d'administration serait amenée à évoluer afin de refléter la nouvelle composition de l'actionnariat de la Société à l'issue dudit retrait obligatoire. »

1.4.4 Absence de perspective d'une fusion ou de réorganisation juridique

« À la date du présent projet de note d'information, les Co-Initiateurs n'envisagent pas de procéder à une fusion – absorption de la Société au cours des douze prochains mois. »

1.4.5 Intentions concernant la politique de dividendes

« La politique de distribution de dividendes de la Société sera examinée ultérieurement en fonction de la capacité distributrice de la Société, sa situation financière, ses besoins financiers et des contraintes liées aux termes et conditions des OCEANE. Dans ce cadre, le conseil d'administration, conformément aux lois applicables et aux statuts de la Société, se réserve le droit de proposer aux prochaines assemblées générales, de ne pas verser de dividendes. »



1.4.6 Avantages attendus pour les Co-Initiateurs

« Le rapprochement avec Futuren permet aux Co-Initiateurs d'accélérer leur stratégie de croissance dans les énergies renouvelables et dans les zones géographiques qui correspondent à leurs objectifs.

Bien que difficilement quantifiables, les Co-Initiateurs de l'Offre ont identifié des zones d'optimisation portant sur les dimensions industrielles (optimisation de la disponibilité des parcs actuels et du développement des projets) et commerciales (optimisation du coût des achats de turbines et des prestations diverses). »

1.4.7 Intentions concernant le maintien de la cotation de la Société à l'issue de l'Offre

(a) Retrait obligatoire

« Dans le cas où le nombre d'Actions non présentées à l'Offre par les actionnaires minoritaires de la société Futuren ne représenterait pas, à l'issue de l'Offre, plus de 5% du capital ou des droits de vote de Futuren, les Co-Initiateurs se réservent la possibilité de demander à l'AMF, dans un délai de trois mois à l'issue de la clôture de l'Offre, conformément aux articles L. 433-4 III du Code monétaire et financier et 237-14 et suivants du règlement général de l'AMF, la mise en oeuvre d'une procédure de retrait obligatoire afin de se voir transférer les Actions non apportées à l'Offre moyennant une indemnisation égale au prix de l'Offre.

Dans le cas où la somme des nombres (i) d'Actions non présentées à l'Offre par les actionnaires minoritaires de la société Futuren et (ii) d'Actions susceptibles d'être émises à la suite de la conversion des OCEANE non présentées à l'Offre ne représenterait pas, à l'issue de l'Offre, plus de 5% de la somme des Actions existantes et des Actions susceptibles d'être émises à la suite de la conversion des OCEANE, les Co-Initiateurs se réservent également la possibilité de demander à l'AMF, dans un délai de trois mois à l'issue de la clôture de l'Offre, conformément aux articles L.433-4 IV du Code monétaire et financier et 237-14 et suivants du règlement général de l'AMF, la mise en oeuvre d'une procédure de retrait obligatoire visant les OCEANE émises par Futuren non apportées à l'Offre, moyennant une indemnisation égale au prix de l'Offre. »

(b) Radiation

« Dans l'hypothèse où les Co-Initiateurs ne pourraient pas, à l'issue de l'Offre, mettre en oeuvre une procédure de retrait obligatoire, les Co-Initiateurs se réservent la possibilité de demander, au nom de la Société, la radiation des Actions et des OCEANE du marché réglementé si les conditions prévues par les règles de marché édictées par Euronext Paris sont réunies (article P 1.4.2 du livre II des règles de marché d'Euronext Paris). »

1.5 Accords pouvant avoir une influence significative sur l'appréciation ou l'issue de l'Offre

Les accords pouvant avoir une influence significative sur l'appréciation ou l'issue de l'Offre, et notamment, la convention de prestations de services et les autres accords conclus avec Monsieur Fady KHALLOUF, font l'objet d'une analyse au §7.



2 Déclaration d'indépendance

Le cabinet FINEXSI EXPERT & CONSEIL FINANCIER, ainsi que ses Associés :

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

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

3 Diligences effectuées

Le détail de nos diligences figure en Annexe.

Nos diligences ont principalement consisté à :

- Appréhender le contexte dans lequel se situe l'opération envisagée, ainsi que les modalités de l'Offre ;
- Analyser les risques et opportunités identifiés susceptibles d'affecter la valorisation de FUTUREN ;
- Analyser l'activité de la société FUTUREN et ses comptes avec le management ;
- Examiner les dernières notes émises par l'analyste qui suit la valeur FUTUREN ;
- Procéder à l'évaluation multicritères de la société FUTUREN et à des analyses de sensibilité sur les hypothèses structurantes de valorisation ;
- Procéder à une évaluation multicritères des OCEANE ;
- Prendre connaissance des éventuels accords connexes décrits dans l'offre et nous faire confirmer leur exhaustivité ;
- Faire une revue critique du rapport d'évaluation préparé par l'établissement présentateur de l'Offre ;
- Préparer une attestation d'équité exposant les travaux de l'expert indépendant, l'évaluation des actions et OCEANE de FUTUREN et son opinion sur le caractère équitable du prix offert.

Dans le cadre de notre mission, nous avons pris connaissance d'un ensemble d'informations comptables et financières (états financiers, communiqués, etc...) publiées par la Société.



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

Nous nous sommes entretenus à différentes reprises avec le management et les conseils de la Société, tant pour appréhender le contexte de l'Offre que pour comprendre la situation financière actuelle, les perspectives d'activité et les prévisions financières qui en découlent.

Nous avons procédé à l'appréciation des hypothèses économiques sur lesquelles se basent les données prévisionnelles sous-tendant le plan d'affaires à 3 ans de FUTUREN, puis, sur la base de ces prévisions, modélisé les flux de trésorerie sur un horizon plus long afin de mettre en œuvre une approche fondée sur l'actualisation de ces flux.

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

Enfin, nous avons pris connaissance des travaux de CREDIT AGRICOLE CORPORATE & INVESTMENT BANK (ci-après « CREDIT AGRICOLE-CIB ») tels que présentés dans le rapport d'appréciation du prix d'Offre et résumés dans le projet de note d'information. Nous avons dans ce cadre tenu plusieurs réunions de travail ou entretiens téléphoniques avec les représentants de CREDIT AGRICOLE CIB.

Une revue qualité a été effectuée par Monsieur Olivier COURAU, Associé du cabinet, qui n'est pas intervenu sur le dossier.

4 Présentation des activités et de l'environnement de FUTUREN

4.1 Présentation du modèle de développement d'un parc éolien

Le développement d'un parc éolien est usuellement décomposé en 4 phases⁵ (avant celle de l'exploitation) présentées ci-après :



- La phase **d'étude préliminaire** ou de **prospection** consiste en la recherche et l'identification de sites potentiels qui, compte tenu de leurs implantations et caractéristiques, seraient susceptibles d'accueillir des éoliennes. Si des études préliminaires limitées peuvent être réalisées à ce stade, elles ne sont pas suffisantes pour confirmer que les niveaux de vents du site sont suffisants pour développer un projet éolien. Les premiers niveaux d'appréciation devront être confirmés par des études approfondies, plus complètes. À ce stade, la probabilité d'échec est particulièrement élevée⁶.
- La seconde phase d'**études** concerne, une fois le site identifié, la réalisation d'études environnementales afin de déterminer si le niveau de vent du site est suffisant pour envisager l'implantation d'un parc éolien. Des débats publics peuvent également être engagés. À ce stade, il n'existe donc pas de certitude quant à la faisabilité du projet, et le taux d'échec demeure en conséquence très élevé (estimé en moyenne à 75%).
- La phase de **développement** vise à sécuriser le projet, notamment en acquérant des droits fermes sur le foncier du site, en obtenant les autorisations administratives nécessaires à l'exploitation et, le cas échéant, en purgeant les éventuels recours de tiers (du fait d'éventuelles nuisances pour le voisinage ou de risques liés à l'environnement, par exemple). C'est également lors de cette étape que le financement des investissements est mis en place. Durant cette phase, les taux d'échec demeurent relativement importants, de l'ordre de 40%.
- La quatrième phase concerne la **construction** du parc. Bien que les droits et financements aient été obtenus en amont, un taux d'échec subsiste (estimé à moins de 10%)⁷.

Ces différentes étapes franchies, le parc éolien peut être mis en service (exploitation).

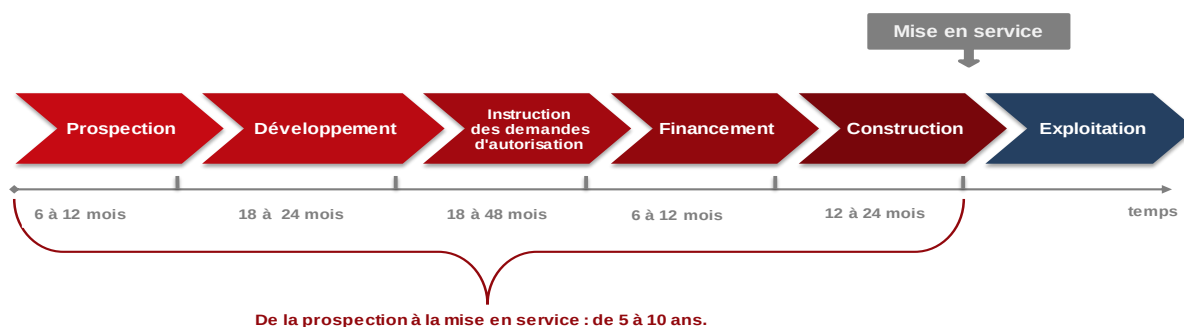
⁵ Etude *Wind Report 2010 - Acquisition Multiple Analysis for 2008-2009 European and North American Deals - Epsilon research 2010*

⁶ En phase de développement primaire/prospection, les taux d'échecs sont très élevés (usuellement supérieurs à 90%)

⁷ Dans notre évaluation (cf. §5.4.1.2.1), nous n'avons pas retenu de taux d'échec pour les projets en construction, lesquels projets sont modélisés à 100%



Cycle de vie d'un projet de parc éolien



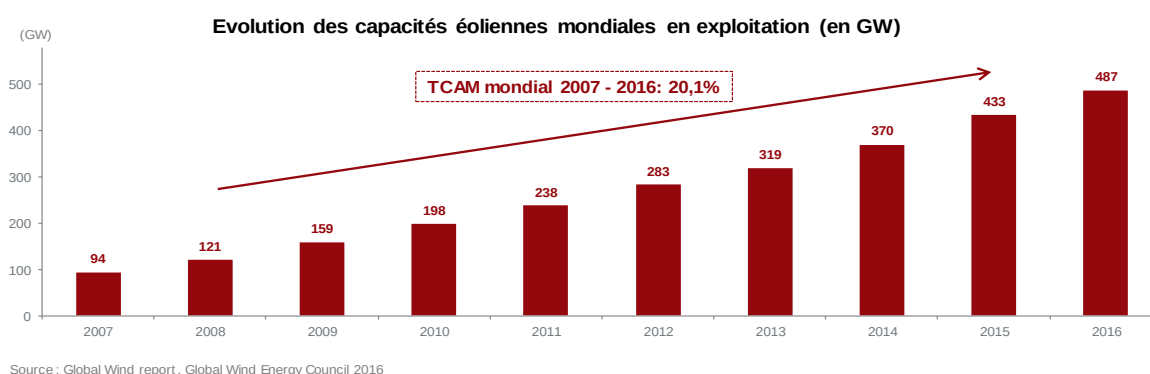
Le développement d'un parc éolien est donc exposé à différents facteurs de risque qui se réduisent avec l'avancement du projet. Il relève, de plus, d'un processus long étalé sur plusieurs années (en moyenne de 5 à 10 ans).

La rentabilité d'un projet éolien dépend notamment de différentes variables spécifiques au secteur : le cadre réglementaire susceptible d'évoluer avant le raccordement du parc, le niveau de vent du site, les contraintes environnementales, le coût du financement.

Compte tenu des aléas inhérents au développement de ces projets, la création de valeur d'une société résultera notamment de sa capacité à générer un « pipe » (ou portefeuille de projets) important et à le concrétiser au mieux ensuite en développant le maximum de projets jusqu'à leur mise en service.

4.2 Description du secteur de l'énergie éolienne⁸

Le marché éolien a été particulièrement dynamique et a connu une forte croissance en 2016, avec la mise en service de 54,6 GW. Ces nouvelles mises en service ont porté à 487 GW la capacité installée mondiale :



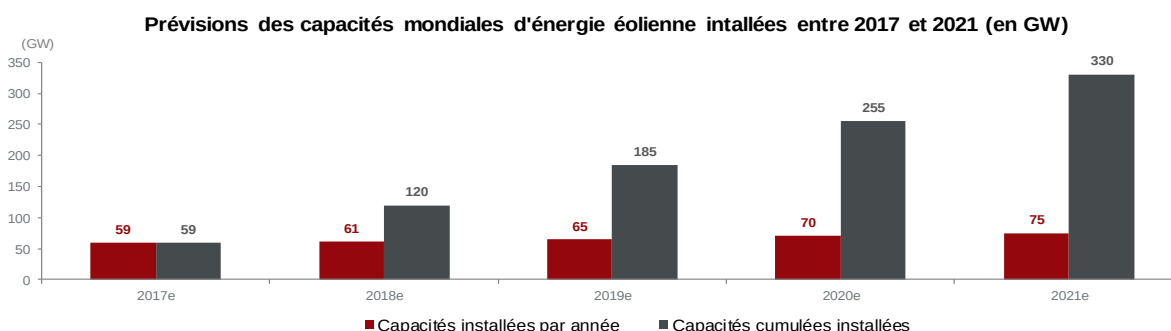
Le parc éolien mondial n'a cessé de croître, avec un taux de croissance annuel moyen de 20,1%, entre 2007 et 2016.

⁸ Global wind report, GLOBAL WIND ENERGY COUNCIL, 2016

La croissance du marché éolien est tirée par plusieurs facteurs :

- La prise de conscience au niveau mondial de la problématique de la protection de l'environnement, et de la réduction de gaz à effet de serre avec la ratification de différents traités sur la protection de l'environnement (la CCNUC - « Convention-cadre des Nations Unies sur les changements climatiques » - , le protocole de Kyoto, l'accord de Paris) ;
- Une implication accrue de l'Union européenne dans la transition énergétique avec l'adoption du plan climat en décembre 2008 (objectif « triple 20 » correspondant à la réduction de 20% des émissions de CO2 des pays de l'Union, faire passer la part des énergies renouvelables dans le mix énergétique européen à 20 % et accroître l'efficacité énergétique de 20% à l'horizon 2020), et sa révision en octobre 2014 avec la fixation de nouveaux objectifs⁹ pour 2030 visant à réduire de 40% les émissions de gaz à effet de serre par rapport à 1990, 27% d'énergies renouvelables dans le mix énergétique, et 27% d'efficacité énergétique ;
- Le besoin des différents pays de sécuriser leur approvisionnement en énergie, et d'entamer une transition énergétique vers un mix énergétique basé sur des ressources renouvelables ;
- Les avancées technologiques significatives réalisées au cours des dernières années qui permettent une plus grande fiabilité technologique, et un prix de revient plus compétitif ;
- L'attrait des investisseurs envers la stabilité, et la récurrence des cash-flows générés par les actifs éoliens et ce, de manière accrue dans un contexte de taux d'intérêt particulièrement faibles.

Ainsi, le secteur de l'énergie éolienne offre d'importantes perspectives de croissance, avec la mise en service de capacités supplémentaires 330 GW d'ici 2021, dont 59,6 GW en Europe, bien que des différences peuvent être observées selon les pays ; l'Allemagne étant, par exemple, un marché de l'éolien déjà mature.



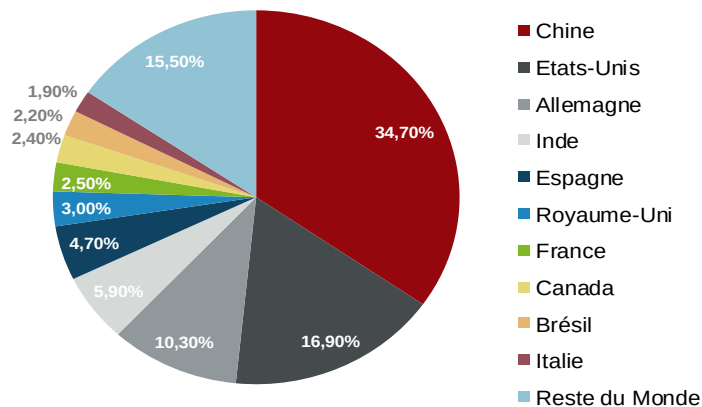
⁹ La lutte contre le changement climatique, 2014, www.touteleurope.eu



Notons également que les anticipations d'évolutions futures des capacités installées, intègrent les projets éoliens *offshore* qui ne présentent pas les mêmes caractéristiques en matière de savoir-faire industriel, de taille de parcs et de capacité de production, que les projets éoliens *onshore*, lesquels sont au cœur de l'activité de FUTUREN.

La répartition géographique du secteur éolien montre une forte concentration dans 10 pays qui représentent, en 2016, 84% de la capacité installée au niveau mondial :

Capacité installée cumulée du top 10 des pays (2016)



Source : Global Wind report GWEC 2016

Le marché de l'éolien est en cours de concentration, avec l'émergence d'acteurs ayant une taille et des ressources propres plus importantes, afin de réduire les coûts de financement de leurs projets, d'augmenter leur capacité de négociation des achats (pour les turbines notamment), et de pouvoir diversifier leur portefeuille de projets à l'international, notamment dans les pays émergents. Ainsi, les principaux acteurs sont majoritairement des opérateurs intégrés, filiales de grands groupes énergétiques : ACCIONA ENERGIA, ALERION CLEAN POWER, BORALEX, DONG ENERGY, EDF ENERGIES NOUVELLES, EDP RENOVAVEIS, ENERGIEKONTOR, GREENTECH ENERGY SYSTEMS, FALCK RENEWABLES, FERSA ENERGIAS RENOVABLES, IBERDROLA RENEWABLES, NEXTERA ENERGY RESOURCES, PNE WIND AG, VOLTALIA SA.

Par ailleurs, le marché de l'éolien, et de façon plus générale le marché des énergies renouvelables, bénéficie d'un environnement réglementaire favorable, mais empreint d'incertitudes concernant son évolution, et le manque de visibilité sur les prix vente public de l'électricité dans le futur. En effet, les exploitants bénéficient pour l'instant d'incitations fortes des États en faveur des énergies renouvelables, mais restent néanmoins tributaires de l'évolution de la législation en matière de tarifs garantis (que nous détaillerons ci-après, au cas par cas).



4.3 Présentation des activités du groupe FUTUREN

La Société est un producteur indépendant d'électricité d'origine éolienne, présent sur l'ensemble de la chaîne de valeur du secteur éolien. FUTUREN est spécialisée dans le développement, la construction et l'exploitation de parcs éoliens terrestres majoritairement en Allemagne, en France, au Maroc et en Italie.

Les activités de FUTUREN se répartissent en deux branches que sont l'activité de vente d'électricité, et l'activité de développement et gestion de parcs.

4.3.1 Activité de vente d'électricité

L'activité de vente d'électricité correspond à l'exploitation des parcs éoliens détenus par le Groupe en Allemagne, en France, au Maroc et en Italie. Au 31 mai 2017, FUTUREN exploite 372 MW pour compte propre.

Le chiffre d'affaires de cette activité comprend les revenus issus de la vente d'électricité aux gestionnaires des réseaux locaux, dont les prix sont adossés à des contrats de rachats de l'électricité produite, garantis sur des périodes de 15 à 20 ans en fonction des pays, à des conditions tarifaires privilégiées :

- En Allemagne, l'électricité produite à partir de l'énergie éolienne bénéficie d'une obligation de rachat à tarif garanti sur 20 ans. Néanmoins, les installations de plus de 500 KW mises en service après le 31 décembre 2014 sont tenues de vendre l'électricité produite directement sur le marché, mais bénéficient toutefois d'un complément de rémunération, versé sous forme de primes.
- En France, l'obligation de rachat au tarif garanti a une durée de 15 années. Par ailleurs, la loi du 17 août 2015, relative à la « *transition énergétique pour la croissance verte* », prévoit le passage progressif à un système de complément de rémunération pour les installations futures. Le mécanisme de tarif d'achat de l'énergie éolienne terrestre pourrait néanmoins être maintenu jusqu'en 2018.
- En Italie, les producteurs d'énergie éolienne bénéficient d'un mécanisme de complément de prix sous forme de prime pour les installations entrées en service avant le 31 décembre 2012, et un système d'attribution aux enchères d'une prime incitative pour une durée de 20 ans pour les installations entrées en service après le 31 décembre 2012.
- Au Maroc, un nouveau cadre organisationnel a été mis en place avec l'institution de MASEN (« *Moroccan Agency for Sustainable Energy* », Agence Marocaine pour l'Énergie Durable) comme responsable du secteur des énergies renouvelables, en lieu et place de l'ONEE (« *Office National de l'Electricité et de l'Eau potable* »). Dans le but d'accélérer le développement de l'énergie éolienne, les opérateurs privés bénéficient d'un tarif de rachat garanti sur 20 ans, négocié au cas par cas à la signature du contrat.

Le cadre réglementaire encadrant les tarifs de l'électricité éolienne présentent donc un caractère évolutif.



Le taux de marge d'EBITDA dégagé par cette activité était de 67,6% en 2016, et son niveau élevé s'explique notamment par des coûts d'exploitation des parcs relativement faibles pour FUTUREN.

Par ailleurs, à l'instar d'autres intervenants du secteur, chaque nouveau projet est logé dans une structure juridique dédiée, qui souscrit un emprunt pour financer à hauteur de 80% à 90% les investissements nécessaires à la construction du parc ; le solde étant financé sur fonds propres. Dans ce cadre, les flux générés par l'exploitation des parcs se trouvent prioritairement affectés au service de la dette adossée à chaque projet.

La construction d'un nouveau parc implique des investissements importants. Dans ce cadre, la décision d'investir est, notamment fonction du tarif attendu, du régime de vent espéré sur site, du coût des investissements, et de la structure financière du projet (niveau d'endettement et taux d'intérêt de la dette).

Dans ces conditions, et afin de poursuivre son développement, la Société peut procéder, au cas par cas, à des arbitrages en fonction des opportunités et de ses besoins, en cédant des parcs existants pour financer la part en fonds propres de nouveaux parcs qu'elle souhaite développer.

Pour cette raison, la Société a créé en août 2011, le véhicule d'investissement THEOLIA UTILITIES INVESTMENT COMPANY¹⁰ (ci-après TUIC), dont elle détient 40% du capital ; le solde étant réparti entre deux distributeurs d'électricité. Il est prévu que FUTUREN puisse céder à TUIC des parcs en Europe, dont elle resterait l'opératrice. TUIC permet donc à FUTUREN de rester propriétaire à 40% des parcs cédés, tout en percevant des revenus liés à leur gestion, et en dégagant des ressources financières lui permettant de financer de nouveaux développements.

Néanmoins, nous comprenons que la dernière cession d'un parc éolien par la Société remonte au 13 juin 2014 (« La Haute Borne » cédée au véhicule d'investissement TUIC¹¹), et qu'elle n'envisage pas d'en réaliser d'autre à court ou moyen terme.

Au terme de la durée de vie des éoliennes, les parcs peuvent, soit faire l'objet d'un redéveloppement (communément appelé « *repowering* »), consistant à redynamiser la productivité en démontant les éoliennes en place pour en installer de nouvelles plus performantes, soit être démantelés.

4.3.2 Activité de développement et gestion de parcs

L'activité Développement et gestion de parcs regroupe le solde des activités du Groupe, en particulier, le développement et la construction de parcs éoliens pour compte propre et pour compte de tiers, ainsi que l'exploitation de parcs éoliens pour le compte de tiers.

Le chiffre d'affaires de l'activité développement et gestion de parcs comprend, (i) la facturation de prestations de développement et de construction réalisées pour le compte de tiers, (ii) les honoraires de gestion des parcs éoliens exploités pour le compte de tiers, ainsi que, (iii) pour un nombre limité de parcs, le produit de la vente de l'électricité produite pour le compte de tiers conformément aux contrats de prestation de services.

Au 31 mai 2017, FUTUREN exploite 360 MW pour le compte de tiers répartis en Allemagne et en Italie.

¹⁰ Comptablement, TUIC est consolidé par le biais de la mise en équivalence.

¹¹ Note d'opération en date du 7 novembre 2014 portant le visa n°14-591.



4.4 Historique du Groupe

4.4.1 Rappel des faits marquants au cours des trois derniers exercices

Nous présentons ci-après les faits marquants des trois derniers exercices de FUTUREN¹² :

- 2014 : Mise en œuvre d'un plan de restructuration financière dont les principales modalités sont :
 - la réalisation d'une augmentation de capital d'un montant de 59,8 M€, avec maintien du droit préférentiel de souscription (ci-après « DPS ») des actionnaires, par l'émission de 119.547.052 Actions à Bons de Souscription d'Action (« ABSA ») à 0,50 € par ABSA, qui ont permis le remboursement anticipé de 7.266 euros par OCEANE en circulation, étant précisé que trois BSA donnaient droit à la souscription d'une action nouvelle au prix de 0,60 euro par action ;
 - La modification des termes des OCEANE, incluant principalement le rééchelonnement du remboursement de la dette obligataire résiduelle en 4 échéances, réparties sur les 5 années à venir.
- 2015 : Changement de dénomination sociale : THEOLIA SA devenant FUTUREN SA.

Mise en service du parc éolien « La haute Borne » qui présente 21 MW de capacité installée.
- 2016 : Conclusion d'un pacte entre les principaux actionnaires de FUTUREN (différents fonds gérés par BOUSSARD & GAVAUDAN d'une part, Pierre SALIK, Brigitte SALIK et Michel MEEUS d'autre part), aux termes duquel ils déclarent agir de concert, et exercer l'ensemble des bons de souscription d'actions qu'ils détenaient (soit 110.547.780 bons ayant entraîné la création de 36.849.260 actions nouvelles), leur permettant de prendre le contrôle de FUTUREN depuis le 3 juin.

Le 6 juin, suite à la constitution du Concert et à l'exercice des bons de souscription d'actions détenus par l'ensemble de ses membres, BG SELECT INVESTMENTS (Ireland) LIMITED, un fonds géré par Boussard & Gavaudan, a déposé auprès de l'AMF un projet d'offre publique d'achat obligatoire simplifiée visant les actions et les OCEANE FUTUREN aux prix respectifs de 0,70 € par action et 8,07 € par OCEANE.

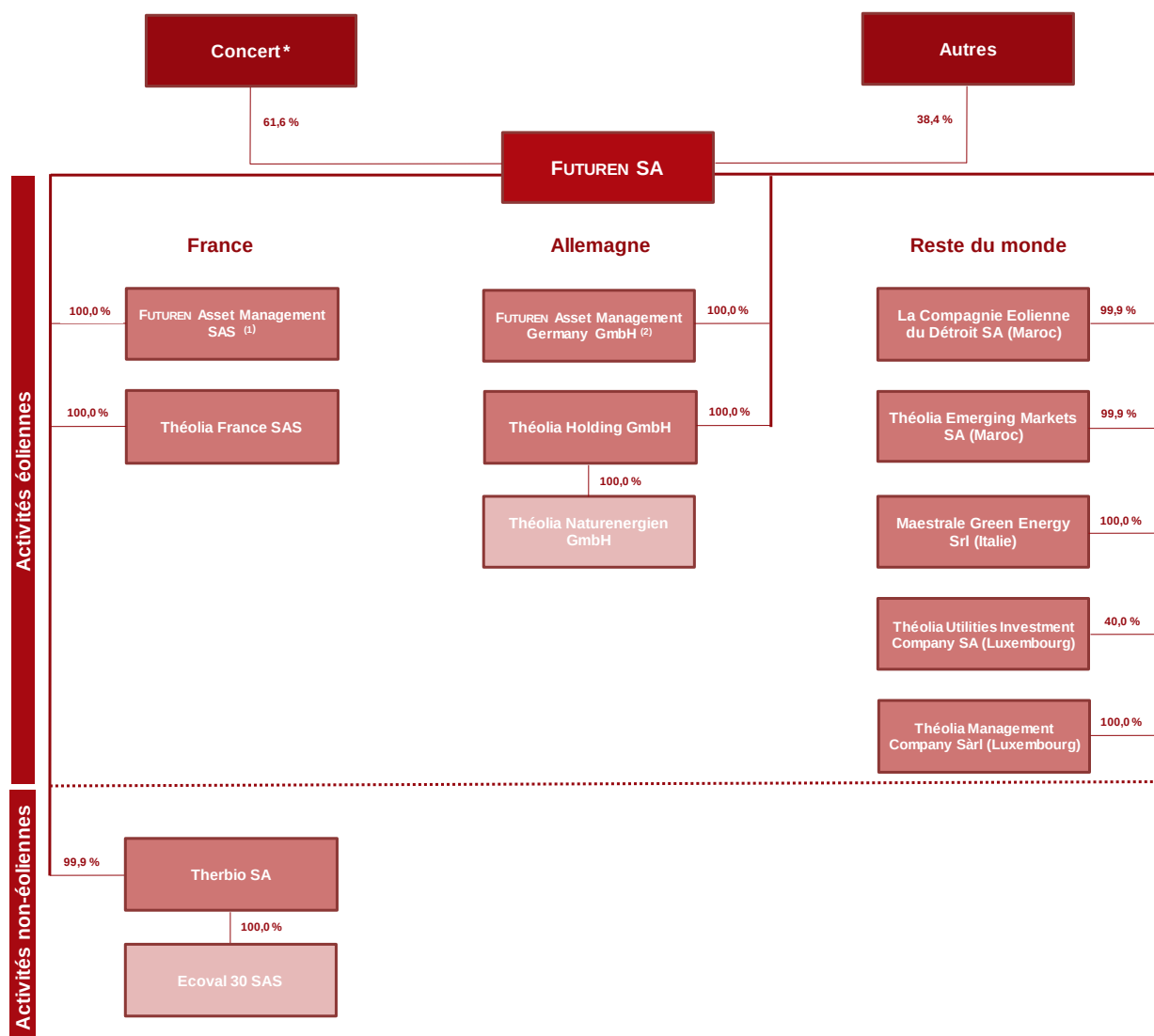
A la clôture de l'offre le 11 août, BG SELECT INVESTMENTS (Ireland) LIMITED détenait 82.426.006 actions FUTUREN, représentant 37,0% du capital et 35,9% des droits de vote théoriques, ainsi que 5.789.525 OCEANE, représentant 93,4% des OCEANE en circulation. À cette même date, le Concert détenait 139.775.132 actions FUTUREN représentant 62,7% du capital et 63,7% des droits de vote théoriques, ainsi que 5.844.425 OCEANE, représentant 94,2% des OCEANE en circulation.

En décembre, 2.660.000 actions nouvelles ont été créées suite à l'attribution définitive d'actions gratuites par le Conseil d'administration.

Sur les 3 derniers exercices, la capacité installée de la Société a progressé de 39 MW (mise en service du parc éolien « Chemin Perré » de 18 MW, et de « La Haute Borne » de 21 MW.

¹² Documents de référence FUTUREN 2014, 2015 et 2016.

4.4.2 Organigramme du groupe FUTUREN



* inclue depuis le 3 juin 2016 les sociétés BG Select Investments (Ireland) Limited, BG Long Term Value, BG Master Fund ICAV et Boussard & Gavaudan SICAV (les « Fonds Boussard & Gavaudan »), ainsi que Pierre Salik, Michel Meeus et Brigitte Salik.

⁽¹⁾ Précédemment dénommée Théolia AM SAS.

⁽²⁾ Précédemment dénommée Théolia Asset Management Germany GmbH.

Source : Document de référence FUTUREN de 2016

4.4.3 États financiers synthétiques du groupe FUTUREN

Les états financiers consolidés des 2 derniers exercices clos, tels que présentés dans le document de référence 2016¹³ sont reproduits ci-dessous. La Société clôture ses comptes le 31 décembre de chaque année.

FUTUREN - Compte de résultat consolidé		
en K€	31/12/2015	31/12/2016
Chiffre d'affaires	59 155	56 651
EBITDA	34 500	27 956
Résultat opérationnel courant	14 160	7 801
Résultat opérationnel (avant pertes de valeur)	14 107	18 838
Résultat opérationnel (après pertes de valeur)	13 335	12 338
Résultat financier	(8 678)	(8 017)
Résultat net des activités poursuivies	3 285	2 795
Résultat net de l'ensemble consolidé	3 373	2 822
dont part du Groupe	1 975	2 924
dont participations ne donnant pas le contrôle	1 398	(105)
Résultat par action de l'ensemble consolidé (en €)	0,01	0,01
Résultat dilué par action de l'ensemble consolidé (en €)	0,02	0,02

Source : Document de référence FUTUREN 2016.

L'exercice 2016 a été marqué par des conditions de vent globalement défavorables qui ont impacté le secteur. Malgré les effets de périmètre positifs liés aux récentes mises en service réalisées en France, le chiffre d'affaires consolidé a diminué de 4,2% par rapport à l'exercice 2015.

Dans ce contexte, l'EBITDA se trouve également impacté et diminue de 19% par rapport à l'exercice 2015.

FUTUREN - Actif consolidé		
en K€	31/12/2015	31/12/2016
Goodwill	36 620	33 120
Immobilisations incorporelles	40 640	41 928
Immobilisations corporelles	252 619	265 835
Actifs financiers non-courants	21 487	22 968
Impôts différés actifs	5 297	3 994
Actifs non courants	356 664	367 845
Stocks et projets en cours	4 966	551
Clients	15 643	14 022
Autres actifs courants	14 606	13 294
Actifs financiers courants	571	648
Trésorerie et équivalents de trésorerie	71 335	74 748
Actifs courants	107 123	103 260
Actifs lié aux activités en cours de cession	9 589	4 408
TOTAL DE L'ACTIF	473 376	475 513

Source : Document de référence FUTUREN 2016.

¹³ Les comptes consolidés 2016 et 2015 ont fait l'objet d'une certification sans réserve par les Commissaires aux comptes, DELOITTE & ASSOCIES et CABINET DIDIER KLING & ASSOCIES



Les immobilisations corporelles nettes augmentent de 5,2% par rapport à l'exercice 2015, principalement du fait de la construction de deux nouveaux parcs éoliens en France, l'un de 18 MW mis en service en octobre 2016 (« Chemin Perré »), et l'autre de 13,2 MW mis en service en janvier 2017 (« Les Monts »)

FUTUREN - Passif consolidé

en K€	31/12/2015	31/12/2016
Capital	18 605	22 694
Primes	349 170	368 120
Réserves	(218 074)	(210 204)
Résultat net de l'ensemble consolidé, part du Groupe	1 975	2 924
Capitaux propres, part du Groupe	151 676	183 534
<i>Participations ne donnant pas le contrôle</i>	<i>(30)</i>	<i>(116)</i>
Capitaux propres	151 646	183 418
Passifs financiers non-courants	205 353	196 573
Provisions part non-courante	44 833	17 020
Provisions pour retraite	200	223
Impôts différés passifs	14 083	12 840
Passifs non-courants	264 469	226 656
Passifs financiers courants	26 259	30 741
Fournisseurs et autres passifs courants	21 926	24 201
Dettes fiscales et sociales	3 882	6 315
Dette d'impôt sur les sociétés	594	383
Passifs courants	52 661	61 640
Passifs liés aux activités en cours de cession	4 600	3 799
TOTAL PASSIFS ET CAPITAUX PROPRES	473 376	475 513

Source : Document de référence FUTUREN 2016.

La variation des capitaux propres provient essentiellement des augmentations de capital réalisées suite à l'exercice de bons de souscription d'actions, et à l'attribution définitive d'actions gratuites pour un montant de 23,4 M€.

Eléments postérieurs à la clôture de l'exercice¹⁴

Remboursement partiel des OCEANE :

« Conformément aux termes en vigueur de ses OCEANES, FUTUREN a procédé, le 2 janvier 2017, au remboursement partiel de son emprunt obligataire à hauteur de 1,702 € par OCEANE et au paiement des intérêts semestriels. Suite à ce remboursement partiel, le montant du remboursement maximal associé aux OCEANES en circulation ne s'élève plus qu'à 38,5 millions d'euros. »

¹⁴ Document de référence 2016 FUTUREN.



Acquisition par EDF Energies Nouvelles de 67,2 % du capital de FUTUREN :

« Le 9 juin 2017, EDF Energies Nouvelles a acquis auprès du concert d'actionnaires majoritaires de Futuren 61,6 % des actions ordinaires (au prix unitaire de 1,15 €) et 96,0 % des obligations convertibles (au prix unitaire de 9,37 € coupon détaché) de Futuren, représentant 67,2 % du capital de la Société (sur une base pleinement diluée, tenant compte de la conversion des OCEANES).

Cette acquisition définitive fait suite, d'une part, à l'issue positive des procédures applicables en matière sociale, et, d'autre part, à l'approbation reçue de l'autorité allemande de la concurrence (Bundeskartellamt).

Constatant le changement de contrôle de la Société, le Conseil d'administration de Futuren qui s'est tenu le 9 juin 2017 a pris acte des démissions de leur fonction d'administrateur de Michel Meus, jusqu'alors président du Conseil, de Fady Khallouf et de Jérôme Louvet, et a pourvu à leur remplacement en cooptant trois administrateurs sur proposition d'EDF Energies Nouvelles : Bruno Fyot, qui assumera également la fonction de Président du Conseil, Denis Rouhier et Mme Bénédicte Gendry. Il sera proposé à l'Assemblée générale des actionnaires de Futuren convoquée le 28 juin 2017, de ratifier ces cooptations et de se prononcer sur la nomination de deux nouveaux administrateurs sur proposition d'EDF Energies Nouvelles. Fady Khallouf conserve par ailleurs ses fonctions de Directeur Général de Futuren.

Conformément aux lois et réglementations applicables, EDF Energies Nouvelles déposera prochainement auprès de l'Autorité des Marchés Financiers (AMF) un projet d'Offre Publique d'Achat Simplifiée (OPAS) portant sur l'ensemble des actions et des obligations restantes de Futuren, à un prix de 1,15 € par action et 9,37 € coupon détaché par obligation convertible.

Le projet d'OPAS sera soumis à l'examen de l'AMF. Ses conditions seront évaluées par le cabinet Finexsi, expert indépendant, désigné le 16 mai 2017 par le Conseil d'administration de Futuren conformément à la réglementation applicable.

Il est rappelé que le Conseil d'administration de Futuren avait considéré, à l'unanimité, que l'offre proposée par EDF Energies Nouvelles était dans le meilleur intérêt de la Société et de ses salariés, ainsi que, sous réserve de l'avis qui sera rendu par Finexsi, de ses actionnaires et de ses détenteurs d'obligations. »

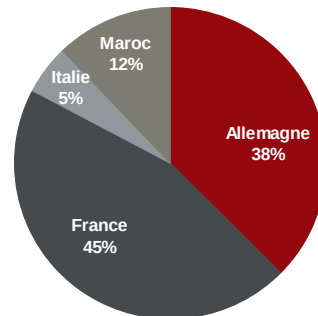


4.4.4 Présentation des indicateurs opérationnels clés

4.4.4.1 Chiffre d'affaires

Le chiffre d'affaires du Groupe est réalisé en France, en Allemagne, en Italie et au Maroc, suivant la répartition géographique suivante :

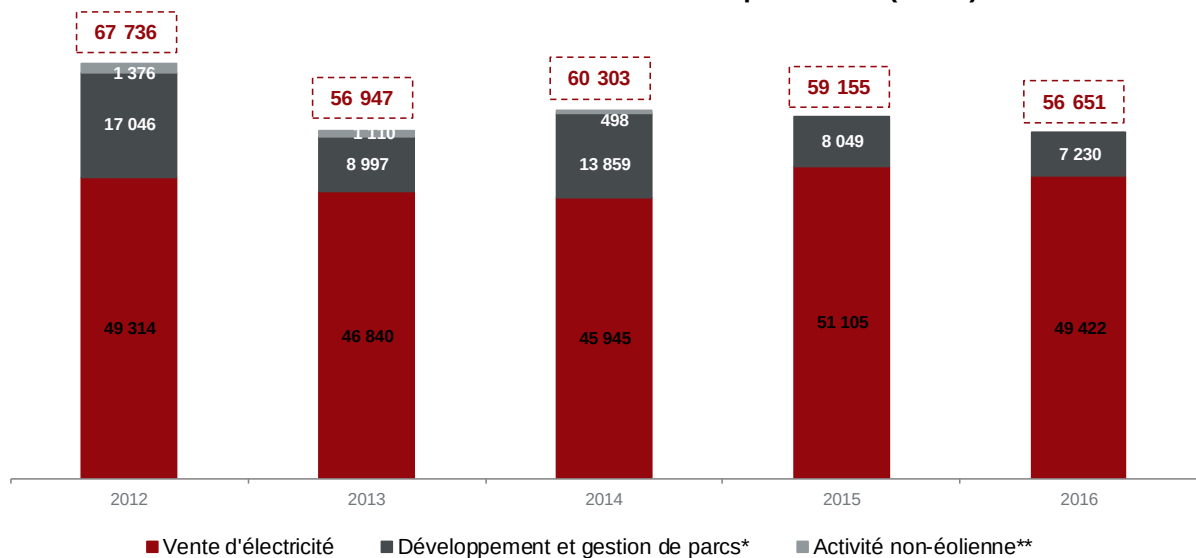
Répartition du chiffre d'affaires par zone géographique en 2016 (en %)



Source : Document de référence FUTUREN 2016

Le chiffre d'affaires de la branche d'activité vente d'électricité représente 87% du chiffre d'affaires consolidé pour l'exercice 2016.

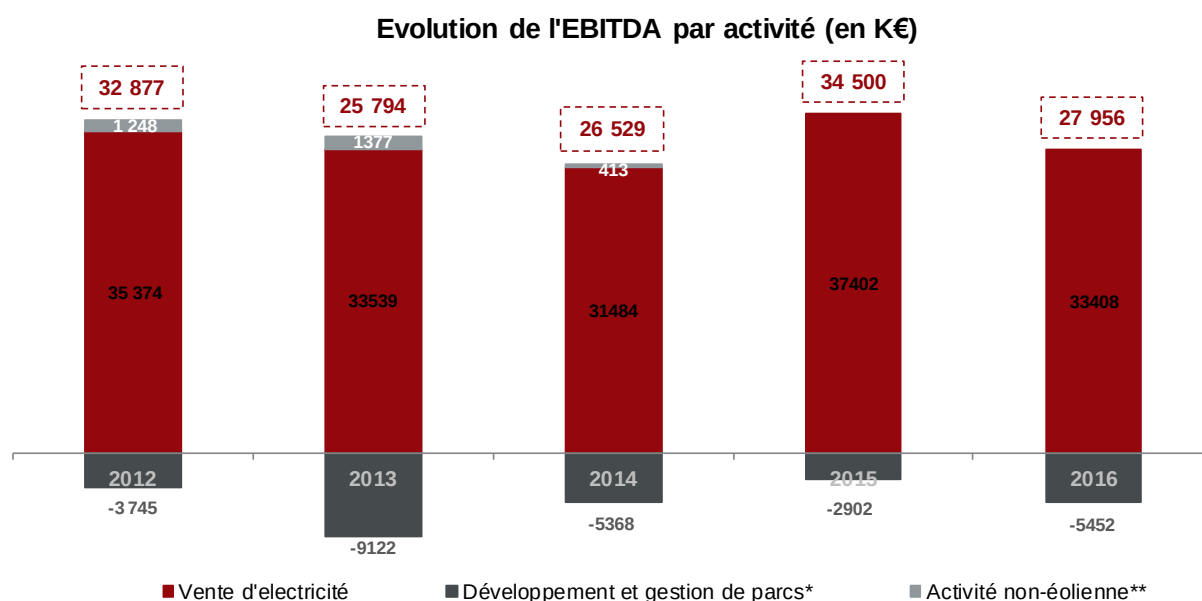
Evolution du chiffre d'affaires par activité (en K€)



(*) Regroupe depuis 2015 l'activité "d'exploitation" et de "Développement, construction, vente"
(**) Activité arrêtée depuis mai 2014

Source : Document de référence FUTUREN 2012, 2013, 2014, 2015 et 2016.

4.4.4.2 EBITDA



(*) Regroupe depuis 2015 l'activité "d'exploitation" et de "Développement, construction, vente"

(**) Activité arrêtée depuis mai 2014

Source : Document de référence FUTUREN 2012, 2013, 2014, 2015 et 2016.

L'activité de vente d'électricité génère un EBITDA positif sur les 5 derniers exercices, bien qu'il présente une légère baisse en 2016 du fait de conditions de vent globalement défavorables.

En revanche, l'EBITDA de la branche d'activité développement et gestion de parcs apparaît négatif sur la période 2012-2016. Il comprend principalement les coûts de développement et les frais de siège non activés dans les projets, ainsi que les marges sur honoraires de gestion, développement ou construction de parcs réalisés pour le compte de tiers. L'EBITDA de l'activité gestion a été impacté par les effets de périmètre négatifs en Allemagne.



4.4.5 Matrice SWOT

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

Forces

- Pure Player indépendant dans l'énergie éolienne, disposant d'un savoir-faire et d'une expertise reconnue dans la construction et l'exploitation de parcs éoliens
- Structure financière assainie
- Diversification des implantations dans plusieurs pays (France, Allemagne, Italie et Maroc)
- Pipeline de 477 MW au 31 mai 2017 dont 100 MW d'un projet de repowering et 200 MW d'installations supplémentaires au Maroc
- Portefeuille éprouvé, notamment en Allemagne

Faiblesses

- Acteur de petite taille par rapport à ses concurrents (coût du financement, capacité de négociation, diversification à l'internationale et notamment sur les marchés émergents, ...)
- Un acteur mono énergie
- Forte implantation en Europe dont la croissance économique est limitée
- Maturité du marché allemand

Opportunités

- Forte croissance attendue du marché mondial de l'éolien (+11% attendus entre 2016 et 2021)
- Des marchés en croissance continue grâce à des objectifs ambitieux de pénétration des ENR dans le monde et une demande d'électricité toujours croissante
- Prise de conscience au niveau mondial de la nécessité de réduire les émissions de gaz à effet de serre.
- Les innovations technologiques entraînent une baisse du prix par MW et une augmentation des capacités de production
- Secteur attractif pour les investisseurs

Menaces

- L'énergie éolienne est chère en comparaison avec le nucléaire et reste fortement dépendante des politiques énergétiques (fixation des prix et aides d'Etat) pour son développement
- Marché en cours de concentration qui implique l'émergence d'acteurs ayant une taille et des ressources propres plus importantes que celles de la Société
- Difficultés croissantes pour identifier de nouveaux sites d'implantation et obtenir les permis de construction compte tenu des nombreux recours posés par les populations locales
- Evolution de la réglementation des tarifs de marché
- Imprévisibilité des prix de vente public de l'électricité



5 Évaluation des actions de la société FUTUREN

Conformément aux dispositions de l'article 262-1 du Règlement Général de l'AMF, nous avons procédé à notre propre évaluation multicritères de la société FUTUREN exposée ci-après.

5.1 Méthodes d'évaluation écartées

Nos travaux nous ont conduits à écarter les méthodes suivantes :

5.1.1 Actif net comptable consolidé

L'actif net comptable n'est généralement pas considéré comme représentatif de la valeur intrinsèque de l'entreprise. Il n'intègre pas, en effet, les perspectives de croissance et de rentabilité, ni les éventuelles plus-values sur les éléments d'actifs.

Pour information, l'actif net comptable consolidé (part du groupe) au 31 décembre 2016 s'établit à 183,53 M€, soit une valeur par action de 0,67 € sur une base diluée.

5.1.2 Actif net comptable réévalué

La méthode de l'actif net comptable réévalué consiste à corriger l'actif net comptable des plus ou moins-values latentes identifiées à l'actif, au passif ou hors bilan. Cette méthode, souvent utilisée pour évaluer les sociétés de certains secteurs (holdings, foncières), est particulièrement adaptée aux entreprises, dont les principaux actifs ont une valeur sur un marché, et lorsque les acquisitions et cessions de tels actifs constituent son processus d'exploitation, ce qui n'est généralement pas le cas de FUTUREN.

5.1.3 La valeur de rendement (capitalisation du dividende)

Cette méthode, qui consiste à actualiser des dividendes futurs ne sera pas retenue, car la société FUTUREN n'a pas distribué de dividende au cours des trois derniers exercices, et elle s'est engagée à ne pas verser de dividende préalablement au 1^{er} janvier 2018.

5.2 Méthodes d'évaluation retenues

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

- L'analyse des cours de bourse de la société FUTUREN ;
- La méthode intrinsèque de l'actualisation des flux de trésorerie prévisionnels ;
- Les transactions récentes intervenues sur le capital de FUTUREN ;
- La méthode d'évaluation analogique fondée sur les multiples observés sur des sociétés cotées comparables.

À titre d'information, nous présenterons également :

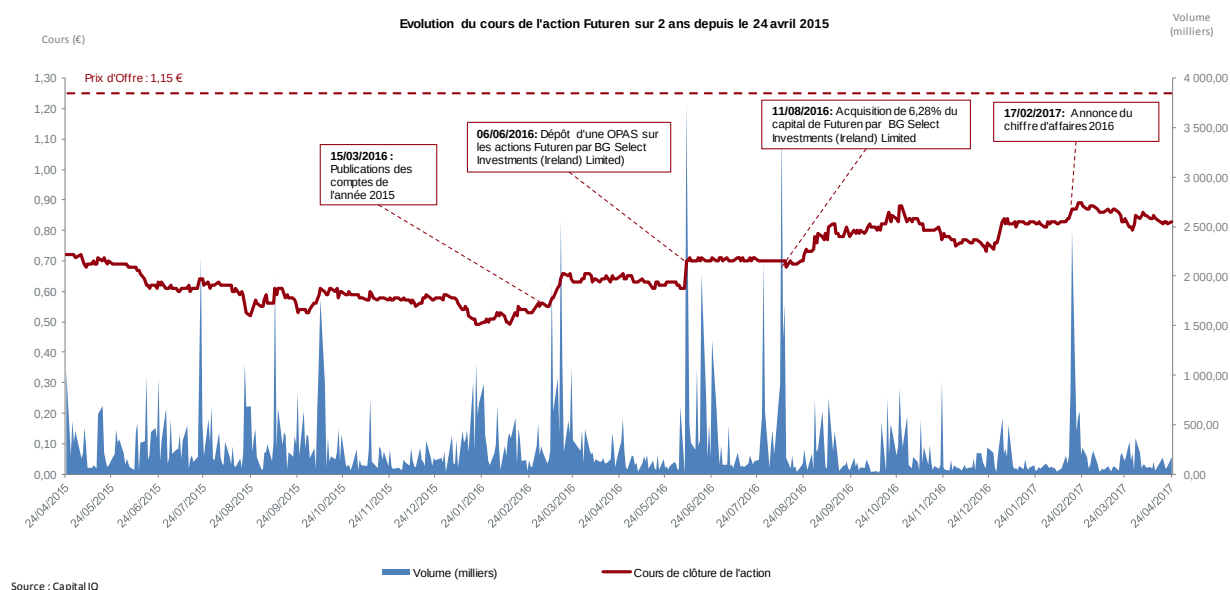
- Les objectifs de cours de bourse des analystes ;
- La méthode d'évaluation analogique fondée sur les multiples observés sur des transactions comparables.

5.2.1 Cours de bourse

Le cours de bourse est un instrument de mesure du prix des actions de la société librement négociées, sous réserve d'un niveau de flottant et de liquidité suffisants.

Les actions de la société FUTUREN sont cotées sur le compartiment B d'EURONEXT PARIS (code ISIN FR0011284991).

Le cours de bourse de l'action FUTUREN a évolué comme suit, sur les 24 derniers mois (antérieurs au 24 avril 2017) :





Sur la base des informations qui ressortent du tableau présenté au 1.1.3, la part du capital flottant ressort à 38,4%.

Par référence au dernier cours de bourse avant annonce de l'entrée en négociations exclusives avec EDF ENERGIES NOUVELLES, soit celui du lundi 24 avril 2017 (l'annonce est intervenue le mardi 25 avril 2017, et la cotation suspendue le même jour), les cours moyens pondérés par les volumes (ci-après désignés « CMPV »), les volumes échangés sur le titre et les taux de rotation qui en découlent se présentent comme suit sur une période de 24 mois :

Futuren - Analyse du cours de bourse

	Cours (€)	Volume moyen échangé (K unités)	Volume échangé cumulé (K unités)	Capital moyen échangé (K€)	Capital moyen cumulé (K€)	% du capital ⁽¹⁾		% du flottant ⁽²⁾	
						Volume échangé	Rotation du capital	Volume échangé	Rotation du flottant
Spot (24/4/2017)	0,83	172	172	143	143	0,08 %	0,08 %	0,20 %	0,20 %
CMPV 1 mois	0,83	128	2 440	107	2 027	0,06 %	1,08 %	0,15 %	2,80 %
CMPV 3 mois	0,86	179	11 107	153	9 516	0,08 %	4,89 %	0,21 %	12,74 %
CMPV 60 jours	0,86	183	10 995	157	9 424	0,08 %	4,85 %	0,21 %	12,61 %
CMPV 6 mois	0,83	172	21 806	143	18 203	0,08 %	9,61 %	0,20 %	25,02 %
CMPV 12 mois	0,75	255	65 855	193	49 707	0,11 %	29,02 %	0,29 %	75,56 %
CMPV 24 mois	0,67	287	147 062	191	98 203	0,13 %	64,81 %	0,33 %	168,73 %

(1) : Calculé sur la base du nombre d'actions en circulation fourni par Capital IQ.

(2) : Calculé sur la base du flottant fourni par le rapport annuel 2016 Futuren.

Source : Capital IQ et analyse Finexsi.

Sur les 12 derniers mois (antérieurs au 24 avril 2017), le volume des actions échangées est de 65.855 milliers d'actions (soit environ 255 milliers d'actions par jour de cotation). Sur cette même période, la rotation du capital flottant s'est établie à 75,56%.

Sur 24 mois d'observation, le volume d'actions échangées passe à 147.062 milliers (soit environ 287 milliers d'actions par jour de cotation), et la rotation du capital flottant s'établit à 168,73%.

Nous considérons que ces constats démontrent que le cours de bourse est une référence pertinente.

5.2.2 Actualisation des flux de trésorerie futurs (ou DCF¹⁵)

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

Cette méthode permet de reconnaître la valeur attribuable aux perspectives de développement de la société, et nous paraît particulièrement adaptée à la situation de FUTUREN, dans une perspective de continuité de son exploitation. Elle postule que la société disposera des ressources nécessaires au financement de son développement.

S'agissant de l'évaluation de projets (c.-à-d. les parcs éoliens) auxquels sont adossées des dettes, les flux de trésorerie considérés sont les flux dégagés par l'exploitation après service de la dette (approche dite *cash to equity*), conformément au modèle économique de l'activité éolienne et à une pratique des évaluateurs en la matière.

¹⁵ Discounted Cash-flows.



Sur la base du plan d'affaires transmis par la société FUTUREN, élaboré par le management sur une période allant de 2017 à 2019, et des entretiens avec le management, les flux des projets ont fait l'objet d'une modélisation sur leur durée d'exploitation dans le cadre, et ensuite en dehors, du tarif réglementé (approche dite en *run off*).

À l'issue de cette période d'exploitation, une valeur de sortie est affectée à chaque parc. En effet, à l'issue de la durée de vie du parc éolien, soit le parc est définitivement fermé et il convient de supporter les coûts de démantèlement, soit il est possible de reconstruire un nouveau parc sur le site après démantèlement de l'ancien. Dans ce second cas, il convient d'appréhender la création de valeur potentielle attribuable au nouveau parc (après démantèlement de l'ancien). Pour notre évaluation, nous avons considéré le second scénario, favorable aux actionnaires minoritaires, pour les parcs européens. Les terrains au Maroc étant détenus sous la forme de concessions, sans renouvellement prévu, nous n'avons pas retenu de valeur de sortie ni de coûts de démantèlement, considérant que ceux-ci pouvaient être partiellement compensés par la vente des matériaux constitutifs des éoliennes.

Le taux d'actualisation applicable aux flux courants est le coût des fonds propres.

L'actualisation des flux de trésorerie a été réalisée en stand-alone, c'est-à-dire sans prise en compte de la valeur de synergies futures espérées par un acquéreur potentiel notamment en ce qui concerne les conditions favorables d'EDF ENERGIES NOUVELLES d'accès au financement et à sa capacité de négociation avec les fournisseurs de turbines éoliennes.

5.2.3 Transaction récente intervenue sur le capital de la Société

Cette méthode consiste à évaluer une société par référence aux transactions significatives intervenues récemment sur son capital.

Nous retiendrons l'acquisition par les Co-Initiateurs de 61,59% des actions ordinaires (au prix unitaire de 1,15 €) et de 96,05% des obligations convertibles (au prix unitaire de 9,37 € coupon détaché) de FUTUREN auprès du concert d'actionnaires le 9 juin 2017.

Cette transaction concerne deux parties indépendantes, et porte sur le bloc de contrôle du groupe. Elle constitue donc une référence utile dans le cadre de la valorisation de FUTUREN.

5.2.4 Comparables boursiers

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

Nous avons retenu l'EBITDA qui est l'agrégat le plus pertinent, tel que communément admis par les évaluateurs et les analystes pour ces activités. L'EBITDA étant calculé avant les dotations aux amortissements et provisions, il permet de limiter l'impact des distorsions résultant des politiques d'investissement différentes entre les sociétés de l'échantillon.

Nous avons appliqué aux EBITDA 2017e et 2018e de FUTUREN issu du plan d'affaires, les multiples observés sur les mêmes périodes pour l'échantillon des comparables.



5.2.5 Transactions comparables (à titre indicatif)

La méthode des transactions comparables repose sur l'analyse des multiples extériorisés lors des opérations de rachats total ou partiel d'entreprises intervenues dans le secteur d'activité de l'entité évaluée. Pour les mêmes raisons que précédemment (cf. §5.2.4), nous avons considéré les multiples d'EBITDA.

Nous avons recueilli des informations publiques exploitables sur des transactions intervenues depuis 2012.

5.2.6 Objectifs de cours de bourse des analystes (à titre indicatif)

Cette méthode consiste à déterminer la valeur d'une société sur la base des objectifs de cours publiés par les analystes financiers.

Les titres FUTUREN ne font pas l'objet d'un suivi régulier de la part de plusieurs analystes, puisque seul INVEST SECURITIES publie un objectif de cours. Dans ces conditions, nous ne présentons cette méthode qu'à titre indicatif.

5.3 Données de référence de la société FUTUREN

5.3.1 Nombre de titres de référence retenu

En cohérence avec la date retenue pour la détermination de la dette financière nette, nos calculs sont réalisés sur la base du nombre d'actions composant le capital social au 31 décembre 2016 (226.935.450 actions), augmenté :

- des actions qui résulteraient de la conversion des OCEANE après application du ratio de conversion en vigueur sur la période du 1^{er} janvier au 31 décembre 2017 (44.212.920 actions) ;

Dans le contexte d'une évaluation *stand-alone* devant faire ressortir la pleine valeur de la Société, nous avons retenu le ratio de conversion contractuelle de 7,266 actions par OCEANE plutôt que celui ajusté en cas d'offre publique de 8,159, qui se serait trouvé moins favorable car induisant une plus grande dilution des actionnaires.

- des actions en cours d'acquisition ou non encore allouées susceptibles d'être émises dans le cadre de plan d'actions gratuites (1.840.000 actions).

Le nombre total d'actions retenu ressort ainsi à 272.988.370 actions.



5.3.2 Dette financière nette

Les ajustements permettant le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres ont été déterminés sur la base :

- des éléments de trésorerie et de dette financière de la société FUTUREN, tels qu'ils figurent dans ses comptes consolidés au 31 décembre 2016 ;
- des analyses que nous avons menées, et notamment de la prise en compte de la seule quote-part revenant à FUTUREN¹⁶, s'agissant de la trésorerie et de la dette bancaire des parcs éoliens détenus par les sociétés TUIC et GUINCHETTO.

Par ailleurs, dans le cadre de l'application de la méthode DCF, la dette financière nette a été retraitée de certains éléments pris en compte directement dans les flux du DCF, à savoir :

- Les dettes bancaires liées aux parcs éoliens, dont le remboursement du nominal et des intérêts est modélisé dans les flux au niveau de chaque parc (125 M€) ;
- La trésorerie bloquée et/ou réservée, dont le déblocage progressif est également modélisé dans les flux (42 M€).

La dette financière nette au 31 décembre 2016 a été déterminée comme suit :

Calcul de la dette financière nette

K€	Dette nette considérée pour les approches analogiques 31/12/2016	Dette nette considérée pour le DCF 31/12/2016
Dettes bancaires projets	(124 541)	-
Dettes hors financement bancaire projets	(8 425)	(8 425)
Trésorerie disponible	22 182	22 182
Trésorerie bloquée / réservée totale	41 744	-
Dette financière nette	(69 040)	13 757
Déficits reportables	29 975	29 975
Actifs financiers	19 784	19 784
Provisions pour risques et charges	(7 159)	(7 159)
Provisions pour retraite	(224)	(224)
Autres intérêts minoritaires (hors TUIC)	(54)	(54)
Actifs et passifs détenus en vue de la vente	609	609
Titres non-consolidés	2 481	2 481
Quote-part de la dette de la holding TUIC (non consolidée)	(10 515)	(10 515)
Autres ajustements	34 897	34 897
Total dette nette ajustée	(34 143)	48 654

¹⁶ FUTUREN détient des participations de respectivement 40% et 51% dans TUIC et GUINCHETTO.



Les dettes financières, la trésorerie et les engagements de retraite n'appellent pas de commentaire particulier. A noter que :

- la dette relative aux OCEANE n'a pas été intégrée dans notre calcul, en raison de la prise en compte de l'effet dilutif des OCEANE dans le nombre de titres de référence (cf. §5.3.1) ;
- le montant de trésorerie disponible retenu dans nos calculs correspond à la trésorerie disponible au 31 décembre 2016, telle qu'elle ressort du rapport annuel FUTUREN 2016, diminué du remboursement partiel du nominal des OCEANE intervenu en janvier 2017 (10,4 M€), soit 22,2 M€ ;
- les créances et dettes inter-compagnie avec TUIC, qui se compensent, ne sont pas reprises dans le tableau ci-dessus, dès lors qu'elles demeurent globalement sans impact net.

Nous avons inclus dans l'endettement net les principaux éléments suivants :

- Les déficits fiscaux reportables pour 30 M€. Ces déficits fiscaux ont fait l'objet d'une actualisation en fonction de leurs possibilités de consommation dans les différents pays où le Groupe est implanté. Ces déficits n'ont par conséquent pas été intégrés dans les flux du DCF, mais portés en diminution de l'endettement financier net ;
- Les actifs financiers à hauteur de 19,8 M€ correspondant principalement à un prêt accordé à la holding TUIC (9,8 M€) et à une créance détenue sur GUINCHETTO (9,2 M€) ;
- Les provisions pour risques et charges relatives à une provision pour garantie de marge (-5,2 M€), à des provisions pour litiges divers (-1,4 M€) et à une provision pour risque sur filiale grecque (-0,6 M€). Nous n'avons pas retenu les provisions pour démantèlement dans notre calcul, dans la mesure où celles-ci sont appréhendées dans la valeur de sortie à l'issue de la durée de vie des parcs ;
- Les intérêts minoritaires hors TUIC, retenus pour leur valeur comptable au 31 décembre 2016 ;
- Les titres non consolidés correspondant aux titres ECOLUTION, retenus pour leur valeur comptable au 31 décembre 2016 (2,5 M€) ;
- Les actifs et passifs détenus en vue de la vente correspondent aux sociétés ECOVAL 30 et THERBIO, retenus pour leur valeur comptable au 31 décembre 2016 (0,6 M€) ;
- La quote-part de dette de la holding TUIC revenant à FUTUREN, calculée sur la base de ses comptes sociaux au 31 décembre 2016 (-10,5 M€).

Après retraitements, la dette financière nette ajustée ressort à -34,1 M€.

Pour l'application de la méthode DCF, nous retiendrons une trésorerie nette de 48,7 M€, après prise en compte des retraitements mentionnés ci-avant.



5.4 Mise en œuvre de la valorisation de la société FUTUREN

5.4.1 Méthodes d'évaluation retenues à titre principal

5.4.1.1 La référence au cours de bourse

Nous présentons ci-dessous les cours de bourse moyens pondérés par les volumes au 24 avril 2017 (dernier jour de bourse avant l'annonce de l'opération) :

Futuren - Analyse du cours de bourse		
	Cours	Prime extériorisée par le prix d'offre de 1,15 €
Cours spot au 24 avril 2017	0,83 €	38,6%
CMPV 1 mois	0,83 €	38,4%
CMPV 3 mois	0,86 €	34,2%
CMPV 60 jours	0,86 €	34,2%
CMPV 6 mois	0,83 €	37,8%
CMPV 12 mois	0,75 €	52,4%
CMPV 24 mois	0,67 €	72,2%
Cours le plus haut sur 12 mois ⁽¹⁾	0,89 €	29,2%
Cours le plus bas sur 12 mois ⁽²⁾	0,61 €	88,5%
Cours le plus haut sur 24 mois ⁽³⁾	0,89 €	29,2%
Cours le plus bas sur 24 mois ⁽⁴⁾	0,49 €	134,7%

Source : Capital IQ, analyse Finexsi.

*CMPV : cours moyen pondéré par les volumes.

⁽¹⁾ Les 21, 22, 23 janvier 2017 et le 2 février 2017

⁽²⁾ Les 16, 17 mai 2016 et les 3, 6 juin 2016

⁽³⁾ Les 21, 22, 23 janvier 2017 et le 2 février 2017

⁽⁴⁾ Les 20, 21, 22 janvier 2016 et le 2 février 2016

Sur les 24 derniers mois, le cours de bourse de la société FUTUREN a fluctué entre 0,49 € et 0,89 € par action. Le cours de bourse de FUTUREN n'a jamais atteint le prix de l'Offre au cours de cette période.

Le prix de l'Offre fait ressortir une prime de 38,6% par rapport au cours spot du 24 avril 2017 (dernier jour de bourse avant l'annonce de l'opération), et des primes de respectivement 38,4% et 34,2% par rapport aux cours moyens pondérés par les volumes 1 mois et 3 mois.



5.4.1.2 L'actualisation des flux de trésorerie prévisionnels

5.4.1.2.1 Hypothèses retenues au titre du plan d'affaires

Le management nous a communiqué son plan d'affaires sur la période 2017-2019, dont la première année (budget 2017) a été présentée au Conseil d'administration du 24 mars 2017.

A partir de ce plan d'affaires et des entretiens que nous avons eus avec le management sur les perspectives de la Société, nous avons modélisé un plan d'affaires, et procédé à son extrapolation sur une période longue (2020-2046), soit jusqu'à la fin de la durée de vie du dernier parc mis en service.

Pour chaque parc, les prévisions ont été établies sur la durée d'amortissement des parcs représentative de leur durée de vie attendue, telle qu'elle ressort dans le rapport financier annuel 2016 de la Société (soit 23 ans).

Nous avons retenu les principales hypothèses suivantes :

5.4.1.2.1.1 Activité : vente d'électricité pour compte propre

Parcs modélisés dans le cadre du DCF

Dans notre modélisation, nous avons distingué les périmètres suivants :

Périmètre des parcs modélisés	Puissance (en MW)
Parcs en exploitation (y.c TUIC et Guinchetto) (a)	390
Parcs en construction	21
Parcs ayant reçu l'ensemble des autorisations nécessaires	105
Repowering (100 MW) au Maroc (b)	100
Phase 2 (200 MW) au Maroc (b)	200
Modélisation des parcs sur la période 2020-2046	816

(a) Les parcs TUIC et Guinchetto ont été intégrés dans la modélisation du plan d'affaires pour leur quote-part respective de détention soit 40% et 51%.

(b) Pour les projets au Maroc, il a été tenu compte d'une probabilité de réalisation des projets décrite ci-après.

➤ Hypothèses relatives aux parcs en exploitation

Les parcs actuellement en service représentent une puissance de 390 MW. Les parcs TUIC et GUINCHETTO sont intégrés dans la modélisation du plan d'affaires pour leur quote-part respective de détention, soit 40% et 51%.

a. Vent

Les niveaux de vent moyens estimés à l'origine (P50¹⁷) n'ont pas été atteints en France, en Italie, et en Allemagne entre 2010 et 2016.

Dans ces conditions, nous avons considéré :

- Les hypothèses de vent du management traduites dans son plan d'affaires 2017-2019 pour cette période ;

¹⁷ P50, P75 et P90 représentent la probabilité estimée d'atteindre le niveau de vent estimé lors des études préliminaires. Notons qu'il s'agit d'appréciations résultant de modèles statistiques et probabilistes qui peuvent se trouver infirmés dans les faits.



- Au-delà, soit à partir de 2020, nous avons retenu des hypothèses de vent P75¹⁸ pour la France et l'Italie, P90 pour l'Allemagne, et P50 pour le Maroc, cohérentes avec celles retenues pour la précédente période et la perception du management.

Ces hypothèses apparaissent favorables puisqu'elles sont globalement supérieures à la moyenne de production de vent observée dans les différents pays concernés sur la période 2010-2015¹⁹.

b. Tarif

Indexation du tarif de l'électricité pour les projets existants pendant la période de tarif garanti :

Les parcs éoliens font l'objet de contrats prévoyant des tarifs réglementés et garantis par les opérateurs entre 15 et 20 ans selon les pays. Pendant la période de tarif garanti, les tarifs peuvent faire l'objet d'une indexation. Nous avons retenu les hypothèses suivantes :

- En France, nous avons retenu une indexation annuelle du tarif de l'électricité égale à la moyenne sur 2 ans de la formule légale, soit 0,65% ;
- En Allemagne, nous n'avons pas retenu d'indexation conformément aux contrats en vigueur ;
- En Italie, nous avons retenu un taux forfaitaire de 1% ;
- Au Maroc, nous avons retenu le montant moyen de l'inflation sur 2 ans soit 1,60%.

Tarifs de marché de l'électricité (au-delà de la période de tarif garanti) :

Comme indiqué précédemment, nous avons retenu une durée d'exploitation des parcs égale à 23 ans, supérieure à la durée de tarif garanti (entre 15 et 20 ans selon les pays).

A l'issue de la période de tarif garanti, nous avons donc considéré un tarif de marché. Ce dernier a été estimé à partir de l'hypothèse d'un tarif de 100 €/MW en 2030 (France, Allemagne, et Italie), déterminé en fonction des analyses du management et d'études externes. Jusqu'en 2030, le tarif de marché considéré a donc été estimé par interpolation linéaire entre le tarif de marché actuel, soit 40 €/MW, et 100 €/MW en 2030. Au-delà de 2030, le tarif de l'électricité a été inflaté de 1% pour la France.

c. Charges opérationnelles

Les charges opérationnelles (masse salariale, autres achats et charges externes...) de la période 2017-2019 sont celles issues du plan d'affaires du management. Leur poids moyen dans le chiffre d'affaires pour les 3 années du plan d'affaires a été retenu pour les années suivantes.

¹⁹ 2016 n'a pas été incluse dans cette moyenne, car l'année a été marquée par des conditions de vent défavorables non représentatives qui impacteraient à la baisse le calcul de la moyenne historique.



d. Valeur de sortie

Comme indiqué précédemment, à l'issue de la durée de vie du parc éolien, soit le parc est fermé et il convient de supporter les coûts de démantèlement, soit il est possible de reconstruire un nouveau parc sur le site après démantèlement de l'ancien. Dans ce second cas, il convient d'appréhender la création de valeur potentielle attribuable au nouveau parc (après démantèlement de l'ancien). Pour notre évaluation, nous avons considéré le second scénario, favorable aux actionnaires minoritaires, pour les parcs européens (le Maroc faisant l'objet d'un développement distinct plus bas).

Dans ce cadre, nous avons considéré une valeur de sortie de 250 K€ par MW correspondant à la valeur moyenne de projets pour lesquels la phase d'instruction des autorisations s'est avérée concluante.²⁰

➤ Hypothèses des parcs en construction ou ayant reçu l'ensemble des autorisations nécessaires

Les parcs en construction ou ayant reçu l'ensemble des autorisations nécessaires, représentent une puissance de 126 MW.

Quand bien même des aléas subsistent pour ces deux phases, ainsi que cela est développé supra, nous avons considéré que l'ensemble de ces projets seraient menés jusqu'à leur terme et sans difficulté notable, ce qui apparaît favorable à l'actionnaire minoritaire.

a. Vent

En l'absence de données historiques auxquelles se référer, les hypothèses de vent, par pays, ont été fixées par référence aux estimations statistiques dites P50 (équiprobabilité d'être au-dessus ou en dessous de la donnée estimée).

b. Tarif

Pour les nouveaux parcs qui seront mis en service, nous avons considéré un tarif de marché modélisé comme cela est décrit ci-dessus.

c. Investissements (ou CAPEX)

Les investissements correspondent pour l'essentiel aux coûts de construction des nouveaux parcs.

Selon une étude spécialisée, la moyenne du coût des projets entre 2008 et 2015 s'élève à 1,5 M€/MW²¹.

Après entretiens avec le management de la société, nous avons retenu une hypothèse plus favorable de 1,25 M€/MW, compte tenu de la taille de FUTUREN.

Notons ici que nous avons considéré que les CAPEX estimés pour la construction de nouveaux parcs seront en partie financés par les flux générés par la vente d'électricité.

²⁰ Deloitte, *A market approach for valuing wind farm assets*, April 2016 – L'étude Deloitte indique une valeur située dans une fourchette de 0,2 M€ à 0,3 M€ pour un projet dont « *All permits required for construction are granted* » c'est-à-dire (traduction libre) ayant obtenu l'ensemble des permis nécessaires afin de débiter la construction.

²¹ Deloitte, *A market approach for valuing wind farm assets*, April 2016



d. Charges opérationnelles

Nous avons retenu un taux moyen de marge d'EBITDA de 75% pour les nouveaux parcs mis en service, supérieur au taux moyen actuellement observé, afin de tenir de l'amélioration des performances notamment technologiques.

e. Autres hypothèses

Les autres hypothèses sont identiques à celles présentées pour les parcs en service. En particulier, nous avons tenu compte d'une valeur de sortie à l'échéance des 23 années d'exploitation du parc.

➤ Projets au Maroc

FUTUREN détient à ce jour, un parc de 50 MW installé au Maroc, dont la concession arrive à échéance en 2020, et est en discussion avec les autorités locales dans la perspective de procéder à l'installation de nouvelles turbines pour une capacité de 100 MW en remplacement des 50 MW actuels. A plus long terme, 200 MW pourraient également être installés sur un site connexe, portant la capacité totale du parc marocain à 300 MW.

Il convient cependant de souligner qu'en l'absence d'accord contractuel et en raison d'incertitudes liées à l'environnement, le développement de ces projets, et en particulier de la seconde phase de 200 MW, n'est pas acquis à ce jour.

En effet, les autorités énergétiques marocaines ont été réorganisées au cours de l'année 2016. MASEN, originellement responsable de la mise en œuvre du Plan solaire Marocain, a vu ses prérogatives étendues à l'ensemble des énergies renouvelables, en devenant la « Moroccan Agency for Sustainable Energy » (Agence Marocaine pour l'Énergie Durable). MASEN est donc désormais responsable du développement des projets couvrant l'ensemble des technologies renouvelables, en lieu et place de l'ONEE.

En conséquence, après entretien avec le management nous avons retenu des probabilités de réalisation pour ces projets à savoir :

- De 70% pour la phase 1 (repowering de 100 MW) pour une mise en service à horizon 2022 ;
- De 40% pour la phase 2 (200 MW) pour une mise en service à horizon 2024

A noter que ces probabilités de réalisation s'avèrent supérieures à celles généralement observées pour des projets au même stade de développement (cf. 4.1).

Nous présentons ci-après (§ 5.4.1.2.2.) une analyse de sensibilité de la valeur de l'action FUTUREN à une variation de ces probabilités.

Par ailleurs, le management nous a indiqué qu'en cas de réalisation de ces projets, il est prévu que l'ONEE prenne une participation à hauteur de 20%, ce dont nous avons tenu compte dans la modélisation des parcs²².

²² Il est fait l'hypothèse que MASEN reprendra à son compte les engagements pris par l'ONEE.



Autres projets non modélisés dans le cadre du DCF

Par ailleurs, la Société dispose d'un pipeline de projet à différents stades d'avancement :

Périmètre des parcs en phases initiales ou en litiges ^(a)	Puissance (en MW)
Prospection	33
Développement	32
Instruction des demandes d'autorisations	25
Litige	55
Modélisation des parcs en phases initiales ou en litige	145

(a) Il a été tenu compte d'une probabilité de réalisation des projets décrite ci-après.

• Périmètre des projets de parcs en phases initiales ou en litiges

Certains projets du portefeuille de la Société sont encore dans les phases initiales du processus de développement d'un projet éolien (prospection, développement et demandes de permis²³), ou en litige (recours effectués sur les permis de construire), et ont été évalués au cas par cas, sur la base de multiples de MW, et de probabilités de succès en fonction de leur stade d'avancement afin de donner la pleine valeur du *pipeline* de FUTUREN. Ces projets, dont l'issue est incertaine, représentent un potentiel de 145 MW.

L'évaluation du *pipeline* repose sur les hypothèses suivantes :

- Une valeur au MW de 0,25 M€/MW correspondant à la valeur des projets en phase de développement, soit un stade ultérieur à ceux considérés ici²⁴ ;
pondérée, en conséquence, par
- Des probabilités de succès ou d'échec, estimées en fonction des différentes phases de développement du projet comme indiqué au §4.1.

Après prise en compte des parcs installés, des parcs en construction ou ayant reçu l'ensemble des autorisations nécessaires (cf. §5.4.1.2.1.1), des projets en phase initiale ou en litige, et en tenant compte des probabilités de succès, nous retenons dans nos calculs l'équivalent de 278 MW supplémentaires par rapport à la capacité installée au 31 décembre 2016, soit 83% d'augmentation de la capacité installée actuelle, ce qui apparaît volontariste.

5.4.1.2.1.2 Activité : développement et gestion de parcs

Le chiffre d'affaires de l'activité développement et gestion de parcs comprend, (i) la facturation de prestations de développement et de construction réalisées pour le compte de tiers, (ii) les honoraires de gestion des parcs éoliens exploités pour le compte de tiers, ainsi que pour un nombre limité de parcs, le produit de la vente de l'électricité produite pour le compte de tiers conformément aux contrats de prestations de services.

L'activité gestion de l'électricité pour compte de tiers a été valorisée indépendamment des autres activités.

²³ cf. §4.1

²⁴ L'étude Deloitte «A market approach for valuing wind farm assets – Global results », April 2016 présente une fourchette de 0,2 M€ à 0,3 M€ par MW pour les projets à partir du « late stage » c'est-à-dire ayant obtenu l'ensemble des permis sans possibilité de recours. Le montant de 0,250 M€/MW retenu donne ainsi la pleine valeur à des projets dont l'issue est incertaine.



- **Exploitation de parcs pour compte de tiers**

Pour cette activité, nous avons retenu les flux issus du plan d'affaires du management pour la période 2017-2019, puis avons appliqué un taux de croissance de 3% par an, au-delà et jusqu'en 2025, reflétant la capacité de la société à développer cette activité, notamment au travers de nouveaux contrats. A l'issue de cette période, une valeur terminale a été retenue.

- **Activités développement / construction / vente**

A l'issue de la période du plan d'affaires, il n'a pas été retenu de chiffre d'affaires pour cette activité génératrice de marges internes appréhendées dans les niveaux de CAPEX retenus pour la construction des parcs.

En ce qui concerne l'activité *corporate*, nous avons maintenu les hypothèses de chiffre d'affaires issues du plan d'affaires du management ? et avons « *abonné* » les charges opérationnelles au chiffre d'affaires généré par les parcs existants.

5.4.1.2.2 Détermination des flux et de la valeur de la Société

- Variation du Besoin en Fonds de Roulement d'Exploitation (BFRE)

La variation du Besoin en Fonds de Roulement d'Exploitation de la société dépend essentiellement de l'activité développement / construction / vente de parcs éoliens, qui ne constitue pas un axe de croissance prioritaire pour la Société dans les années à venir. Nous avons en conséquence considéré un BFRE nul, ce qui est de nature à maximiser le résultat de l'évaluation.

- Remboursement des dettes adossées aux projets

Pour les projets existants, l'amortissement des dettes projets a été calculé en fonction des capitaux restant dus au 31 décembre 2016, en considérant un amortissement sur la durée résiduelle des emprunts au taux d'intérêt réel des projets.

Pour les nouveaux projets, l'amortissement des dettes projets a été calculé sur 16 ans (durée moyenne des emprunts contractés par la Société) en fonction d'un taux d'intérêt, (i) en France égal au taux moyen des deux derniers projets mis en service, et du plan de financement d'un projet en construction (soit un taux de 2,5%), (ii) au Maroc en fonction du taux d'intérêt retenu pour la France corrigé du différentiel du spread entre la France et le Maroc (soit un taux de 4,8%).

- Impôts sur les sociétés

L'impôt sur les sociétés est calculé, (i) en France à un taux de 33,3% en 2017 et 2018²⁵, puis au taux de 28,0% à compter de 2019, conformément à la loi de finances votée en 2016, (ii) en Allemagne à un taux de 29,7%, (iii) en Italie à un taux de 31%, (iv) au Maroc à un taux de 31%.

- Taux d'actualisation

Comme indiqué ci-avant, nous avons retenu le coût des fonds propres de la Société pour actualiser les flux de trésorerie futurs, en raison de la prise en compte du service de la dette directement dans les flux de trésorerie.

²⁵ En 2018, la partie des bénéfices inférieure à 0,5 M€ a été imposée au taux de 28,0%, puis à 33,3% pour le solde.



Ce coût a été estimé à 9,34% sur la base :

- D'un taux sans risque égal à 0,88%, correspondant au taux moyen OAT TEC 10 (moyenne 6 mois au 14 juin 2017 - Source : Banque de France) ;
- D'une prime de risque à 6,64% (moyenne 1 an de la prime de risques générale ASSOCIES EN FINANCE et analyses FINEXSI) ;
- D'un bêta désendetté moyen des comparables à 0,73 (Source : Capital IQ).

Nous n'avons pas tenu compte d'un taux d'actualisation spécifique pour le Maroc qui aurait pu alors, intégrer une prime de risque pays et une prime spécifique traduisant le risque de réalisation plus élevé des hypothèses que nous avons retenues.

▪ Calculs de valorisation

Sur ces bases, la valeur d'entreprise ressort à 248 M€. Compte tenu de la trésorerie nette ajustée, le montant des fonds propres (à 100%) s'établit à 297 M€, soit une valeur par action FUTUREN de 1,088 €.

Les sensibilités de la valeur par action FUTUREN à une variation combinée du taux d'actualisation (de -0,5 point à +0,5 point), et de la valeur de sortie exprimée en M€ (de -0,05 M€ à +0,05 M€), sont présentées ci-après :

		Valeur de sortie (en M€)		
		0,20	0,25	0,30
Coût des fonds propres	8,84%	1,122	1,135	1,148
	9,09%	1,093	1,106	1,118
	9,34%	1,065	1,077	1,089
	9,59%	1,038	1,050	1,061
	9,84%	1,012	1,023	1,034

Les sensibilités de la valeur par action FUTUREN à une variation du taux du tarif de l'électricité au Maroc et au coefficient de risque retenu pour la réalisation des projets au Maroc sont présentées ci-après :

		Tarif de l'électricité au Maroc (au MWh)		
		- 10%	Tarif retenu	+ 10%
Coefficient de réalisation du Maroc (phase 1 - phase 2)	80% - 50%	1,053	1,100	1,147
	70% - 40%	1,037	1,077	1,117
	60% - 30%	1,022	1,054	1,086



À titre informatif, la prise en compte des hypothèses historiques de vent observées sur la période 2010-2015, en lieu et place des hypothèses plus favorables que nous avons retenues, conduirait à une valeur de 0,95 €/action.

Nous retiendrons à l'issue de cette analyse, une fourchette de valeurs comprises entre 1,012 € (valeur basse de la sensibilité « valeur de sortie / coût des fonds propres »), et 1,148 € par action FUTUREN selon la méthode du DCF. La valeur centrale, soit 1,077 € par action FUTUREN, extériorise une prime de 6,78% par rapport au prix d'Offre.

5.4.1.3 Transaction récente intervenue sur le capital de la Société

La transaction avec les Co-Initiateurs est intervenue à l'issue d'un processus compétitif au cours duquel :

- 23 acquéreurs potentiels ont été contactés (industriels et investisseurs financiers) ;
- 13 acquéreurs potentiels ont manifesté leur intérêt pour FUTUREN, et ont signé un accord de confidentialité leur permettant notamment d'accéder à la *dataroom* constituée à cet effet ;
- 5 acquéreurs potentiels ont soumis des offres indicatives ;
- 2 acquéreurs potentiels ont soumis des offres fermes, lesquelles ont été relevées à 1 reprise pour aboutir au prix de 1,15€ par action et 9,37€ par OCEANE, coupon détaché, pour le mieux-disant.

Suite à ce processus compétitif, et précédemment au lancement de la présente Offre, les Co-Initiateurs ont acquis hors marché, le 9 juin 2017, un bloc majoritaire représentant environ 61,59% du capital de FUTUREN, et 96,05% des OCEANE en circulation auprès du concert d'actionnaires²⁶, au prix de 1,15 € par action et 9,37 € par OCEANE, coupon détaché. Les conditions d'acquisition de ce bloc sont strictement identiques à celles proposées aux actionnaires minoritaires dans le cadre de l'Offre publique et aux autres porteurs d'OCEANE.

Le prix de 1,15 € par action et 9,37 € par OCEANE, coupon détaché, constitue donc une référence de valorisation des titres de la société FUTUREN, dans le cadre d'une prise de contrôle.

À titre d'information, la Société a également fait l'objet d'une Offre Publique d'Achat initiée par l'ancien Concert d'actionnaires en juin 2016. Les prix proposés étaient de 0,70 € par action et de 8,07 € par OCEANE, inférieurs aux prix de la présente Offre.

²⁶ BG Select Investments (Ireland) Limited, BG Master Fund IcaV, BG Long Term Value, Boussard & Gavaudan SICAV, Monsieur Pierre SALIK, Madame Brigitte SALIK et Monsieur Michel MEEUS.

5.4.1.4 Comparables boursiers

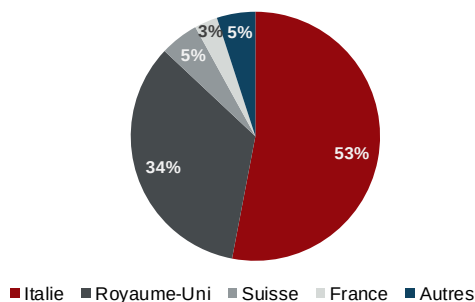
5.4.1.4.1 Multiples observés sur les sociétés cotées comparables

Compte tenu des spécificités du marché sur lequel évolue FUTUREN, il n'existe pas de société qui lui soit pleinement comparable, en particulier en matière de mix-métiers et de répartition géographique des activités. Nous avons cependant retenu les sociétés cotées suivantes, dans le secteur de l'exploitation de parcs éoliens terrestres :

- **FALCK RENEWABLES S.p.A** est une société italienne, qui propose majoritairement des services de construction, développement et exploitation de parcs éoliens, ainsi que de centrales de productions d'énergies renouvelables (solaire, biomasse, photovoltaïque, traitement de déchets), principalement en Italie et au Royaume-Uni.

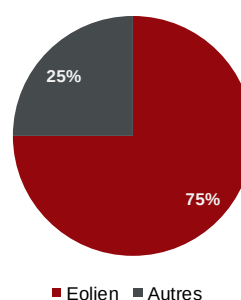
En 2016, la société a réalisé un chiffre d'affaires de 250 M€, et généré un EBITDA de 136 M€.

Répartition des ventes par zone géographique en 2016



source : rapport annuel de la société

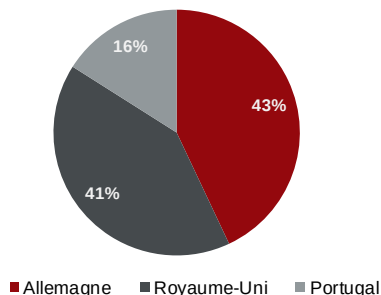
Répartition des ventes par produit en 2016



- **ENERGIEKONTOR AG** est une société allemande, spécialisée dans la construction, le développement et l'exploitation de parcs éoliens et solaires, majoritairement en Allemagne et au Royaume-Uni.

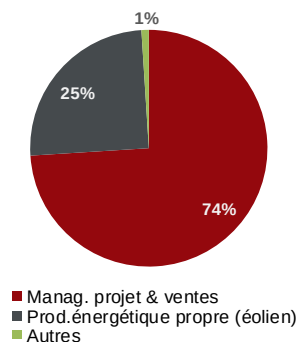
En 2016, la société a enregistré un chiffre d'affaires de 167 M€, et généré un EBITDA de 71 M€.

Répartition des ventes par zone géographique en 2016



source : rapport annuel de la société

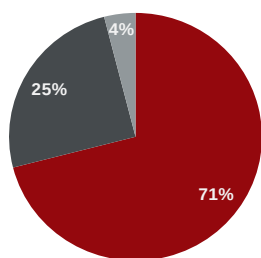
Répartition des ventes par produit en 2016



- **VOLTALIA SA** est une société française, qui propose des services de construction, développement, exploitation et maintenance de parcs éoliens et solaires, mais aussi de centrales hydrauliques et de biomasse.

En 2016, la société a enregistré un chiffre d'affaires de 127 M€, et généré un EBITDA de 50 M€.

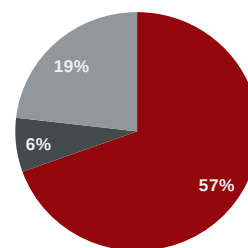
Répartition des ventes par zone géographique en 2016



■ Amérique Latine ■ Europe ■ Afrique / Asie

source : rapport annuel de la société

Répartition des ventes par produit en 2016



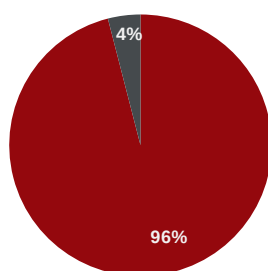
■ Eolien ■ Solaire ■ Autres

- **ALERION CLEAN POWER S.p.A.** est une société italienne, spécialisée dans la construction, le développement et l'exploitation de parcs éoliens, principalement en Italie.

En 2016, la société a réalisé un chiffre d'affaires de 52 M€, et a généré un EBITDA de 36 M€.

La société a par ailleurs fait l'objet de deux OPA ; en août 2016 par FGPA SRL, et en octobre 2016 par EOLO ENERGIA SRL, à des prix respectifs de 1,90 € et 2,60 € par action. Nous avons considéré que ces OPA, de nature à impacter à la hausse les multiples extériorisés par la Société, traduisaient une prime de contrôle, cohérente avec la présente opération.

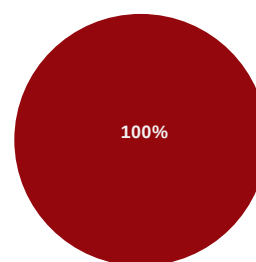
Répartition des ventes par zone géographique en 2015



■ Italie ■ Bulgarie

source : rapport annuel de la société

Répartition des ventes par produit en 2015

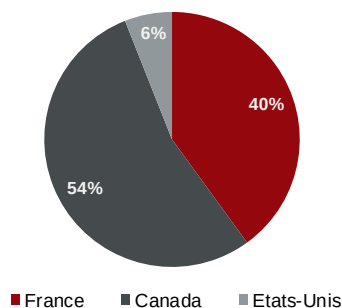


■ Eolien

- **BORALEX INC** est une entreprise canadienne, majoritairement spécialisée dans la construction, le développement, et l'exploitation de parcs éoliens, ainsi que de centrales hydroélectriques, thermiques, et des installations d'énergie solaire, principalement en France et au Canada.

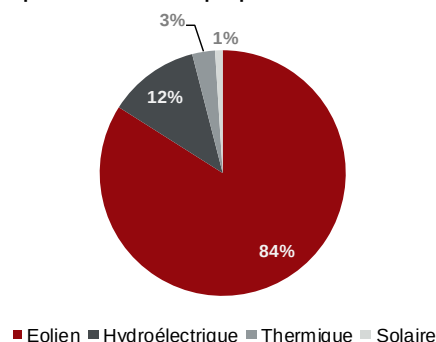
En 2016, la société a enregistré un chiffre d'affaires de 203 M€, et généré un EBITDA de 128 M€.

Répartition des ventes par zone géographique au 31 mars 2017



Source : rapport intermédiaire T1 2017 de la société

Répartition des ventes par produit au 31 mars 2017



Nous notons cependant que BORALEX affiche une comparabilité limitée en matière de taille puisqu'elle présente une capitalisation boursière moyenne sur trois mois supérieure à 1 Md€.

À titre indicatif, nous avons analysé les sociétés suivantes, que nous n'avons pas retenues dans notre échantillon :

- **GREENTECH ENERGY SYSTEM A/S** est une société spécialisée dans la construction, le développement et l'exploitation de parcs éoliens et solaires, majoritairement en Italie.

En 2016, la société a enregistré un chiffre d'affaires de 47 M€ en 2016, et a généré un EBITDA de 30 M€.

Nous ne l'avons pas retenue dans notre échantillon en raison de l'absence de consensus des analystes, pour les années 2017 et 2018.

- **PNE WIND AG** est une société allemande, qui propose des services de construction, développement, exploitation et conseil en financement, et marketing de parcs éoliens, en Allemagne et à l'international.

En 2016, la société a réalisé un chiffre d'affaires de 249 M€, et a généré un EBITDA de 104 M€.

La société, bien que présentant une taille, un mix-métiers et une répartition géographique de ses activités sensiblement comparable à FUTUREN, n'a pas été retenue en raison de la réalisation de plusieurs cessions d'actifs en 2016, et de la planification de nouvelles cessions en 2017, qui font apparaître des incohérences dans les prévisions des analystes.

- **EDP RENOVAVEIS S.A.** est une société espagnole, spécialisée dans la construction, le développement et l'exploitation de parcs éoliens et solaires, principalement en Espagne.

En 2016, la société a enregistré un chiffre d'affaires de 1.453 M€, et a généré un EBITDA de 943 M€.

La société faisant actuellement l'objet d'une OPA lancée par son actionnaire majoritaire ENERGIAS DE Portugal, n'a pas été retenue dans notre échantillon.

Les perspectives de croissance du chiffre d'affaires, de l'EBITDA, et les prévisions de taux de marge d'EBITDA des comparables retenus sont les suivantes :

Perspective de croissance et de rentabilité des sociétés cotées comparables

	Croissance CA		Croissance EBITDA		Marge EBITDA	
	2016-2017	2017-2018	2016-2017	2017-2018	2017e	2018e
Falck Renewables S.p.A.	8,8 %	2,6 %	12,7 %	4,7 %	49,6 %	50,6 %
Energiekontor AG	16,1 %	9,3 %	(12,6)%	8,3 %	31,9 %	31,6 %
Voltaia SA	67,0 %	39,6 %	62,7 %	55,3 %	36,3 %	40,3 %
Alerion Clean Power S.p.A.	4,8 %	(1,0)%	9,4 %	(1,4)%	72,0 %	71,7 %
Boralex Inc.	44,5 %	12,9 %	78,0 %	12,7 %	77,9 %	77,7 %
Moyenne	28,2 %	12,7 %	30,1 %	15,9 %	53,5 %	54,4 %
Médiane	16,1 %	9,3 %	12,7 %	8,3 %	49,6 %	50,6 %

Source : Capital IQ

Les taux de croissance attendus du chiffre d'affaires et de l'EBITDA pour l'échantillon de comparables boursiers, sont sensiblement supérieurs à ceux de FUTUREN. Les taux de marge d'EBITDA de FUTUREN sont quant à eux en ligne avec ceux de l'échantillon.

Nous obtenons les multiples suivants sur la base des agrégats estimés issus du consensus d'analystes pour 2017e et 2018e :

FUTUREN - Multiples observés sur des sociétés cotées comparables

En M€	Capitalisation boursière	Valeur d'entreprise	Multiples d'EBITDA	
			2017e	2018e
Falck Renewables S.p.A.	341	940	6,98x	6,66x
Energiekontor AG	264	364	5,90x	5,45x
Voltaia SA	494	908	11,81x	7,61x
Alerion Clean Power S.p.A.	125	322	8,49x	8,62x
Boralex Inc.	1 106	2 902	12,71x	11,28x
Moyenne			9,18x	7,92x
Médiane			8,49x	7,61x

Source : Capital IQ

Capitalisation boursière au 14/06/2017 sur la base du cours moyen pondéré 3 mois



5.4.1.4.2 EBITDA de référence de la Société

Nous avons appliqué les multiples moyens 2017e et 2018e aux prévisions d'EBITDA de l'année correspondante, issues du plan d'affaires établi par le management de la Société.

5.4.1.4.3 Fourchette de valorisation de FUTUREN selon les multiples de sociétés comparables

Valorisation par les comparables boursiers

	Valeur par action (en €)	Prime induite par l'offre
Fourchette basse	0,88	31,2%
Fourchette haute	0,89	28,9%

En appliquant les multiples moyens observés sur les comparables boursiers aux EBITDA 2017e et 2018e, la valeur par action FUTUREN ressort entre 0,88 € et 0,89 €. Sur ce critère, le prix d'Offre de 1,15 € fait ressortir une prime de 31,2% si l'on se place sur la borne inférieure de la fourchette, et une prime de 28,9% si l'on se place sur la borne supérieure.

5.4.2 Méthodes d'évaluation retenues à titre indicatif

5.4.2.1 Les transactions comparables

5.4.2.1.1 Multiples observés sur les transactions comparables

Nous avons analysé les transactions opérées depuis 2012 sur des sociétés européennes appartenant au secteur dans lequel évolue FUTUREN, portant sur une part majoritaire du capital²⁷, et dont la valeur d'entreprise était suffisante pour permettre une comparaison pertinente. Comme indiqué ci-avant, et de manière analogue à l'approche fondée sur les comparables boursiers, nous avons retenu des multiples basés sur l'EBITDA.

Nous avons identifié les transactions suivantes, intervenues depuis 2012, pour lesquelles des informations publiques étaient disponibles :

- L'acquisition d'ENEL GREEN POWER FRANCE par BORALEX annoncée en décembre 2014 ;
- L'acquisition du portefeuille éolien allemand d'ACCIONA par SWISSPOWER annoncée en décembre 2013 ;
- L'acquisition des actifs éoliens de SECHILIENNE SIDEC par EDF ENERGIES NOUVELLES annoncée en février 2013 ;
- L'acquisition d'AEROWATT par JMB ENERGIE annoncée en février 2013 (offre publique) ;
- L'acquisition d'IP MAESTRALE INVESTMENTS par ERG RENEW annoncée en décembre 2012.

²⁷ À l'exception de l'offre publique de JMB ENERGIE sur AEROWATT qui porte sur 39,9% du capital, étant précisé que JMB ENERGIE détenait déjà à la date de cette transaction 60,1% du capital d'AEROWATT.



Les multiples ont été obtenus sur la base des agrégats issus des comptes de l'exercice en cours au moment de la transaction. Le détail des multiples par transaction est le suivant :

FUTUREN - Multiples observés sur des transactions comparables

Date d'annonce	Acquéreur	Cible	Pays	% Acquis	Valeur d'entreprise (M€)	EV / EBITDA
16/12/2014	Boralex	Enel Green Power France SAS	France	100,0%	294,1	11,8x
19/12/2013	Swisspower AG	Acciona German Wind Farms	Allemagne	100,0%	157,0	10,2x
11/02/2013	EDF Energies Nouvelles	Sechilienne Sidec	France	100,0%	59,0	9,3x
21/02/2013	JMB Energie	Aerowatt	France	39,9%	208,4	12,0x
05/12/2012	ERG	IP Maestrale Investments (GDF Suez)	Royaume-Uni	80,0%	807,7	6,7x
Moyenne						10,0 x
Mediane						10,2 x

Sources: Capital IQ, Epsilon, Analyse Finexsi

Nous n'avons pas identifié de transaction récente exploitable, la plus proche remontant à 2014. Par conséquent, ce critère est présenté à titre informatif.

5.4.2.1.2 EBITDA de référence de la Société

Nous avons appliqué les multiples moyens aux EBITDA 2015 et 2016 retraités de FUTUREN²⁸.

5.4.2.1.3 Fourchette de valorisation de FUTUREN selon les multiples de transactions comparables

Valorisation par les transactions comparables

	Valeur par action (en €)	Prime induite par l'offre
Fourchette basse	0,84	36,2%
Fourchette haute	1,11	3,4%

En appliquant les multiples moyens observés sur les transactions comparables aux EBITDA 2015 et 2016 de FUTUREN, la valeur par action FUTUREN ressort entre 0,84 € et 1,11 €. Sur ce critère, le prix d'Offre de 1,15 € fait ressortir une prime de 36,2% si l'on se place sur la borne inférieure de la fourchette, et une prime de 3,4% si l'on se place sur la borne supérieure.

On observe que les valeurs issues des transactions comparables peuvent constituer des références hautes, dès lors qu'elles intègrent généralement une prime de contrôle et peuvent dans certains cas intégrer une partie des synergies attendues par l'acquéreur.

²⁸ Les EBITDA consolidés 2015 et 2016 ont été retraités pour retenir 40% de la contribution de TUIC et intégrer 51% de GUINCHETTO, correspondant aux droits économiques de la Société dans les parcs.



5.4.2.2 Les objectifs de cours des analystes

Un seul analyste, INVEST SECURITIES, effectue un suivi de la Société en publiant un objectif de cours.

Le 26 avril 2017, suite à l'annonce de l'entrée en négociations exclusives avec EDF Energies Nouvelles, INVEST SECURITIES a aligné son objectif de cours sur les prix proposés dans le cadre de la cession du bloc majoritaire, soit 1,15 € par action et 9,37 € par obligation convertible, en soulignant qu'il s'agissait selon lui, « *d'une fenêtre de sortie attractive pour les minoritaires* ».

Avant cette révision, INVEST SECURITIES avait maintenu son objectif de cours à 1,10 € le 29 mars 2017, à la suite de la publication des résultats annuels.

Sur la base du seul objectif de cours disponible avant l'annonce de l'Offre, soit 1,10 €, le prix de 1,15 € par action fait ressortir une prime de 4,5%.

6 Évaluation des OCEANE

6.1 Principales caractéristiques des OCEANE

Le prix d'Offre des OCEANE a été fixé par les Co-Initiateurs à 9,37 €.

De la même manière que pour les actions, le prix d'Offre des OCEANE correspond strictement à celui payé au Concert d'actionnaires, ce qui constitue une référence en tant que tel.

Comme nous le verrons, ce prix d'offre correspond à l'application de la clause applicable en cas d'offre publique des modalités des OCEANE, compte tenu d'un prix d'offre par action de 1,15 €.

Les OCEANE ont été émises en fin d'année 2007 (cotées depuis le 31 octobre 2007), et ont fait l'objet de deux modifications successives en juillet 2010 (cf. prospectus n°10-198 daté du 23 juin 2010), et en décembre 2014 (cf. prospectus n°14-591 daté du 7 novembre 2014). La particularité des OCEANE émises par FUTUREN réside dans le fait que, leurs caractéristiques évoluent en fonction d'un calendrier de remboursement partiel de leur nominal, fixé dans les modalités des OCEANE, dont le dernier remboursement partiel interviendra le 1^{er} janvier 2019. Les principales caractéristiques actuelles des OCEANE sont les suivantes :

Tableau récapitulatif des caractéristiques des OCEANE

Du	Au	Valeur nominale applicable (VNA)	taux d'intérêt annuel (TI)	Prix de rachat en cas de changement de contrôle (PRCC)	Ratio d'Attribution d'Actions applicable (RAA)
11/12/2014	31/12/2016	11,764	3,92%	8,024	9,222
01/01/2017	31/12/2017	10,062	3,61%	6,322	7,266
01/01/2018	31/12/2018	7,631	2,93%	3,891	4,472
01/01/2019	31/12/2019	5,686	1,97%	1,946	2,236
01/01/2020		5,686	0,10%		

Source : Prospectus n°14-591 du 07/11/2014

Par ailleurs, les modalités des OCEANE²⁹ stipulent que :

- A partir du 10^{ième} jour ouvré précédent le 31 décembre 2019, les OCEANE ne pourront plus être remboursées ou échangées ;
- Une dernière fenêtre de rachat avant terme sera ouverte le 1^{er} janvier 2020 pour un prix de 1,946 € par OCEANE ;
- A partir du 1^{er} janvier 2020, les OCEANE ne pourront plus être converties, rachetées ou remboursées, et donneront droit à un coupon annuel de 0,1% de leur valeur nominale, et feront l'objet d'un remboursement total le 1^{er} janvier 2041 à la valeur nominale de 5,686 € par OCEANE.

²⁹ Source : Prospectus n°14-591 du 07/11/2014



6.2 Méthodes d'évaluation retenues

Afin d'évaluer les OCEANE visées par l'Offre, nous nous sommes référés aux conditions de conversion applicables en cas d'offre publique. Ce critère résultant des dispositions contractuelles constitue, selon nous, dans le cadre de la présente opération, la référence pour établir le prix des OCEANE (critère principal).

À titre de recoupement, nous avons mis en œuvre les approches suivantes :

- Etude du cours de bourse de l'OCEANE ;
- Référence à la clause de remboursement anticipée en cas de changement de contrôle ;
- Mise en œuvre d'une méthode de valorisation intrinsèque.

6.2.1 Application des conditions de conversion prévues en cas d'offre publique (critère principal)

En cas d'offre publique, les modalités des OCEANE prévoient un ajustement du ratio de conversion (le Nouveau Ratio d'Attribution d'Action ou « NRAA »). Dans ce cas, tout porteur d'OCEANE peut, à son gré, demander la conversion de tout ou partie de ses OCEANE selon le RAA ajusté. A noter qu'il s'agit d'une possibilité pour les porteurs d'OCEANE de convertir leurs obligations, à ce titre, les intérêts de la période en cours sont perdus pour le porteur.

Le NRAA applicable en cas d'offre publique est déterminé comme suit :

$$\text{NRAA} = \text{RAA} \times [1 + 25\% \times (J / \text{JT})]$$

avec :

- NRAA et RAA étant les « Nouveau Ratio d'Attribution d'Action », et « Ratio d'Attribution d'Action » définis précédemment ;
- J correspondant au nombre de jours restant à courir entre la date d'ouverture de l'Offre (soit, par hypothèse, le 6 juillet 2017), et le 31 décembre 2019 ;
- JT correspondant au nombre de jours compris entre le 9 décembre 2014 (date de constatation par l'AG de FUTUREN de la réalisation de l'augmentation de capital), et le 31 décembre 2019.

La valeur de conversion des OCEANE par application du NRAA est la suivante (en fonction de la date prévisionnelle de l'ouverture de l'offre publique) :

Valeur de conversion des OCEANE en cas d'offre publique

RAA	Date d'ouverture de l'Offre	J	JT	NRAA	Prix de l'Offre pour une action Futuren	Valeur de conversion induite (€)
7,266	01/07/2017	914	1849	8,16	1,15	9,39
7,266	06/07/2017	909	1849	8,16	1,15	9,38
7,266	15/07/2017	900	1849	8,15	1,15	9,37

Source : Prospectus n°14-591 du 07/11/2014 et analyses Finexsi

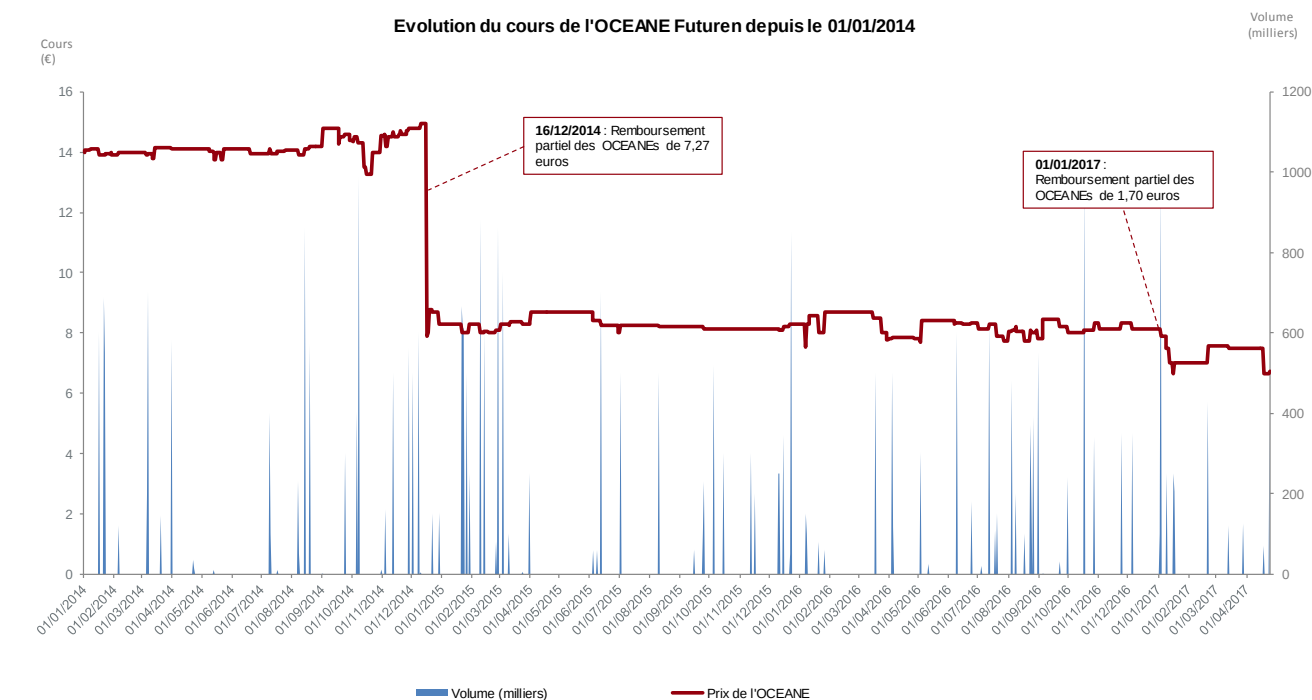
En retenant le prix par action offert (soit 1,15 €), et en tenant compte de l'ajustement de la parité de conversion, la valeur des OCEANE est comprise entre 9,37 € et 9,38 €, sur la base d'une date d'ouverture de l'Offre estimée entre le 6 juillet 2017 et le 15 juillet 2017. Pour une date de lancement de l'offre publique au 6 juillet 2017, la valeur unitaire des OCEANE ressort à 9,38 €.

6.2.2 Etude du cours de bourse de l'OCEANE (à titre indicatif)

Le cours de bourse est un instrument de mesure du prix des OCEANE de la société librement négociées, sous réserve d'un niveau de flottant et de liquidité suffisant.

Les OCEANE FUTUREN sont cotées sur le marché EUROLIST d'EURONEXT PARIS (Code ISIN FR0010532739).

L'évolution historique entre le 1^{er} janvier 2014 et le 24 avril 2017 du cours de l'OCEANE se présente comme suit :



Sur la base du dernier cours de bourse avant annonce de l'entrée en négociation exclusive avec EDF ENERGIES NOUVELLES, soit celui du 24 avril 2017, les cours moyens pondérés par les volumes (ci-après désignés CMPV), les volumes échangés sur les OCEANE et le nombre de jours de cotation par période qui en découlent se présentent comme suit sur une période de 24 mois :

OCEANE - Analyse du cours de bourse

	Cours (€)	Volume échangé		nb de jours de cotation
		Cumul	% du nombre d'OCEANE ⁽¹⁾	
Spot (24/4/2017)	6,74	1	0,00 %	1
CMPV 1 mois	6,89	599	0,01 %	3
CMPV 3 mois	7,20	1 147	0,02 %	5
CMPV 60 jours	7,20	1 147	0,02 %	5
CMPV 6 mois	7,65	3 950	0,06 %	15
CMPV 12 mois	7,90	9 488	0,16 %	50
CMPV 24 mois	8,02	16 266	0,27 %	87

(1) : Calculé sur la base du nombre d'OCEANE au 31/12/2016.

Source : <https://www.euronext.com>, Document de référence FUTUREN 2016 et analyse FINEXSI.

Sur les 12 derniers mois (antérieurs au 24 avril 2017), le volume des OCEANE échangées est de 9.488 OCEANE. Sur cette même période, les OCEANE ont été cotées 50 jours (jours de cotation avec un volume d'échange non nul), et seulement 0,16% d'entre elles ont fait l'objet de transactions.

Sur les 24 derniers mois (antérieurs au 24 avril 2017), le volume des OCEANE échangées est de 16.266 OCEANE. Sur cette même période, les OCEANE ont été cotées 87 jours (jours de cotation avec un volume d'échange non nul), et seulement 0,27% d'entre elles ont fait l'objet de transactions.

Nous considérons que la liquidité et le nombre de jours de cotation des OCEANE ne sont pas suffisants pour retenir le cours de bourse comme une référence pertinente. Nous l'examinons donc uniquement à titre indicatif. Les primes et décotes qui ressortent de notre analyse sont les suivantes :

OCEANE - Prime / Décote

	Cours (€)	Prix offert (€)	Prime / (Décote)
Spot (24/4/2017)	6,74	9,37	39,0%
CMPV 1 mois	6,89	9,37	36,1%
CMPV 3 mois	7,20	9,37	30,1%
CMPV 60 jours	7,20	9,37	30,1%
CMPV 6 mois	7,65	9,37	22,5%
CMPV 12 mois	7,90	9,37	18,6%
CMPV 24 mois	8,02	9,37	16,9 %

Source : <https://www.euronext.com> et analyse Finexsi.

Sur les trois derniers mois précédents le 24 avril 2017, le prix offert fait ressortir une prime comprise entre 39,0% et 30,1%, correspondant respectivement au cours spot au 24 avril 2017 et aux CMPV 60 jours et 3 mois. A noter que les CMPV sur une période supérieure à 4 mois ne revêtent pas un caractère pertinent, s'agissant de la comparaison avec le prix offert du fait du remboursement partiel du nominal des OCEANE intervenu le 1^{er} janvier 2017.



6.2.3 Référence à la clause de remboursement anticipée en cas de changement de contrôle (à titre indicatif)

En cas de changement de contrôle, les modalités des OCEANE prévoient une clause de remboursement anticipé. Dans ce cas, tout porteur d'OCEANE peut, à son gré, demander le remboursement anticipé de tout ou partie de ses OCEANE au Prix de Rachat en cas de Changement de Contrôle (PRCC). Ce PRCC est majoré des intérêts courus à payer.

Le PRCC pour la période courant du 1^{er} janvier 2017 au 31 décembre 2017, est de 6,322 € par OCEANE. Le prix de remboursement anticipé est présenté dans le tableau ci-après, en fonction d'une date de remboursement comprise entre le 6 juillet 2017 et le 20 juillet 2017 :

Prix de remboursement anticipé des OCEANE en cas de changement de contrôle (€)

Date	PRCC	Coupon couru	PRCC + coupon
06/07/2017	6,322	0,006	6,328
07/07/2017	6,322	0,007	6,329
08/07/2017	6,322	0,008	6,330
09/07/2017	6,322	0,009	6,331
10/07/2017	6,322	0,010	6,332
11/07/2017	6,322	0,011	6,333
12/07/2017	6,322	0,012	6,334
13/07/2017	6,322	0,013	6,335
14/07/2017	6,322	0,014	6,336
15/07/2017	6,322	0,015	6,337
16/07/2017	6,322	0,016	6,338
17/07/2017	6,322	0,017	6,339
18/07/2017	6,322	0,018	6,340
19/07/2017	6,322	0,019	6,341
20/07/2017	6,322	0,020	6,342

Source : Prospectus n°14-591 du 07/11/2014 et analyses Finexsi

En retenant le PRCC applicable à la période courant du 1^{er} janvier 2017 au 31 décembre 2017 (soit 6,322 €, cf. §6.1 « Principales caractéristiques des OCEANE »), la valeur unitaire des OCEANE est comprise entre 6,328 € et 6,342 €. Pour une date de lancement de l'offre publique au 6 juillet 2017, la valeur unitaire des OCEANE ressort à 6,328 €.

6.2.4 Valorisation intrinsèque des OCEANE avant l'annonce de l'offre (à titre indicatif)

Les OCEANE sont des obligations convertibles dont la valeur se compose:

- D'un plancher actuariel, valorisant les coupons à recevoir, les remboursements partiels du nominal, et le remboursement du nominal résiduel prévu à l'échéance ;
- D'une composante optionnelle valorisant le droit à l'attribution d'action.



Suivant le cours de l'action sous-jacente, une OCEANE peut donc avoir un profil qui se rapproche de celui d'une obligation ou d'une action. La valorisation de l'OCEANE nécessite ainsi l'estimation des paramètres suivants :

- Le cours de référence de l'action sous-jacente ;
- La volatilité de l'action sous-jacente ;
- Le taux de rendement (dividendes) de l'action sous-jacente ;
- La maturité résiduelle ;
- Le taux sans risque ;
- Le risque de crédit ;
- Le taux de prêt-emprunt de l'action sous-jacente ;
- La dilution.

La valorisation de l'OCEANE dépend également de ses caractéristiques propres, précédemment définies, notamment :

- Les coupons payés ;
- Le remboursement du nominal ;
- Le droit d'exercer l'option de conversion ;
- L'amortissement anticipé au gré de la Société (*softcall*).

Nous avons mis en œuvre une approche d'évaluation, reposant sur un modèle binomial, adapté à l'évaluation des OCEANE.

Ce modèle tient compte de la « dynamique » d'évolution potentielle du sous-jacent de l'option à évaluer. Il permet d'appréhender simultanément la composante « action », et la composante « obligation » de l'OCEANE à chaque moment (ou nœud) de la simulation. Ce modèle particulièrement flexible, permet d'appréhender l'ensemble des caractéristiques, en intégrant la possibilité d'exercice à tout moment du droit à l'attribution d'actions, la dilution engendrée par l'émission de nouvelles actions, ou le *softcall*.

6.2.4.1 Paramètres de valorisation

Nos calculs sont effectués au 24 avril 2017, correspondant au dernier jour de bourse avant annonce l'entrée en négociations exclusives avec EDF ENERGIES NOUVELLES.

6.2.4.1.1 Valeur du sous-jacent

La valeur de l'action FUTUREN a été fixée au cours de clôture du 24 avril 2017, dernier jour de bourse avant annonce de l'entrée en négociations exclusives, et la date de l'évaluation des OCEANE, soit 0,83 €.

6.2.4.1.2 Dividende

Selon le prospectus n°14-591 daté du 7 novembre 2014, la Société s'engage à ne pas décider ou soumettre à l'approbation de ses actionnaires le paiement de tout dividende : le rendement de l'action est considéré nul.

6.2.4.1.3 Maturité

Les OCEANE arrivent à échéance le 1^{er} janvier 2041. Cependant, aucun remboursement ou attribution d'actions n'est possible au-delà du 1^{er} janvier 2020. La maturité résiduelle, à la date de valorisation, s'établit à 2,69 années, correspondant à la durée comprise entre le 24 avril 2017 et le 1^{er} janvier 2020.

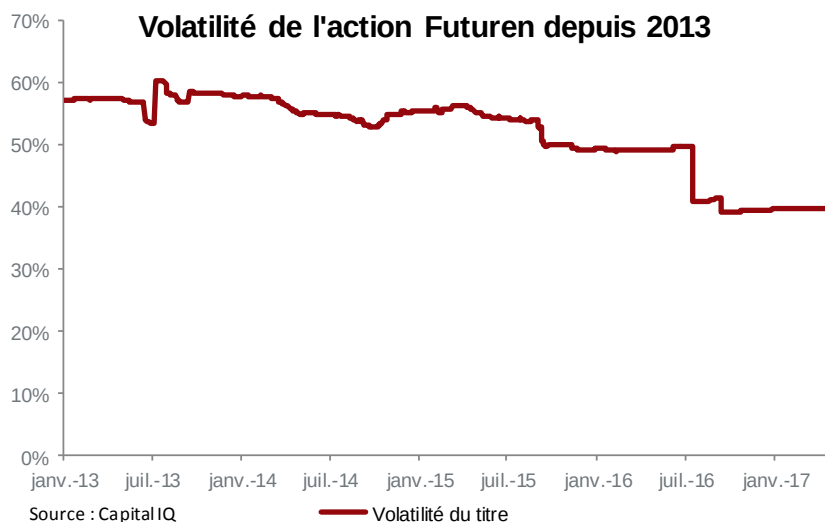
Au-delà de cette date, les porteurs n'ayant plus la possibilité d'exercer leur droit à l'attribution d'actions ou au rachat de leur OCEANE, la valeur de « l'obligation nue » résiduelle au 1^{er} janvier 2020 est donc intégrée aux nœuds finaux, correspondant à la valeur de l'obligation revenant aux porteurs d'OCEANE, s'ils n'ont pas exercé de conversion auparavant.

6.2.4.1.4 Volatilité du sous-jacent

La volatilité historique d'une action est la résultante du calcul de l'écart-type annualisé des rendements sur une période donnée.

Pour estimer la volatilité du sous-jacent, nous avons procédé à l'analyse de la volatilité historique de l'action FUTUREN sur un horizon proche de celui de la maturité de l'option, soit 2,5 ans. Le graphique suivant présente l'évolution depuis 2013 de la volatilité historique calculée sur 2,5 ans.

Nous avons considéré la volatilité spot au 24 avril 2017 du titre, soit 40%, comme hypothèse centrale. Néanmoins, au regard des variations importantes de volatilité sur les dernières années, nous mènerons une analyse de sensibilité de la valeur de l'OCEANE en fonction de la volatilité retenue.



6.2.4.1.5 Taux sans risque

Selon la théorie des options, le taux de l'actif sans risque doit avoir la même échéance que celle de l'option.

Nous avons retenu comme taux sans risque le taux TEC 3 ans, qui s'établit à -0,39% au 24 avril 2017 (source : Banque de France).



6.2.4.1.6 Taux de prêt-emprunt

Il n'existe pas de données consensuelles permettant de calibrer le taux du prêt-emprunt. En raison de la faible liquidité de l'action sous-jacente, un porteur pourra difficilement couvrir le risque de variation du cours de l'action sous-jacent en ayant recours à un prêt-emprunt sur les actions de la Société. Au 24 avril 2017, nous retenons un taux de prêt-emprunt de 3,0%, étant précisé qu'un taux supérieur minorerait la valeur intrinsèque de l'OCEANE, et par conséquent majorerait la prime offerte, et qu'un taux inférieur semblerait trop faible au regard des caractéristiques du titre.

6.2.4.1.7 Taux d'actualisation de la dette

La société ne faisant pas l'objet d'une notation par une agence de notation, nous avons approché le taux d'actualisation de la dette par les taux de rendement d'émissions obligataires à haut rendement (*high yield*) observés à la date d'évaluation, taux qui nous semblent cohérents avec le profil financier de la Société, notamment en termes de taille et d'endettement. Les coupons et le nominal de l'OCEANE seront ainsi actualisés à 5,0%. Nous conduirons une analyse de sensibilité de la valeur de l'OCEANE en fonction de différents taux d'actualisation.

6.2.4.1.8 Dilution

En raison du nombre d'actions à émettre en cas de conversion des OCEANE en actions, un phénomène dilutif doit théoriquement être pris en compte. L'option étant au 24 avril 2017 hors de la monnaie, nous supposons que le cours n'intégrait pas de dilution au titre de la conversion des OCEANE à cette date.

La méthode binomiale permet d'apprécier à chaque nœud le nombre d'actions à émettre, en fonction de la conversion des OCEANE, et donc la dilution qui en découle. À chaque nœud de l'arbre, le résultat de la conversion des OCEANE est donc calculé sur la base du cours dilué

6.2.4.1.9 Construction de l'arbre

L'arbre binomial se construit par « induction arrière », en fonction du cours du sous-jacent du nœud et de l'optimalité pour le porteur de l'OCEANE d'exercer ou non la conversion de son OCEANE, en fonction du ratio défini précédemment.

La Société dispose de plus d'une possibilité de rembourser par anticipation (*softcall*) qui s'apparente à un moyen de forcer la conversion. Nous ne prenons pas en compte dans les résultats l'exercice du *softcall*, puisque ce remboursement anticipé est destiné à limiter la dilution des actionnaires, ce qui par opposition est défavorable aux porteurs d'OCEANE. De cette manière, l'absence de *softcall* tend à maximiser la valeur intrinsèque des OCEANE.

Ainsi, à chaque nœud, une valorisation des composantes obligataires et optionnelles peut être déterminée, en fonction d'un choix supposé rationnel des porteurs d'OCEANE. L'actualisation des jambes (au taux sans risque pour la jambe optionnelle, comme préconisé par la théorie et au taux risqué pour la jambe obligataire), permet de définir la valorisation des OCEANE au 24 avril 2017.

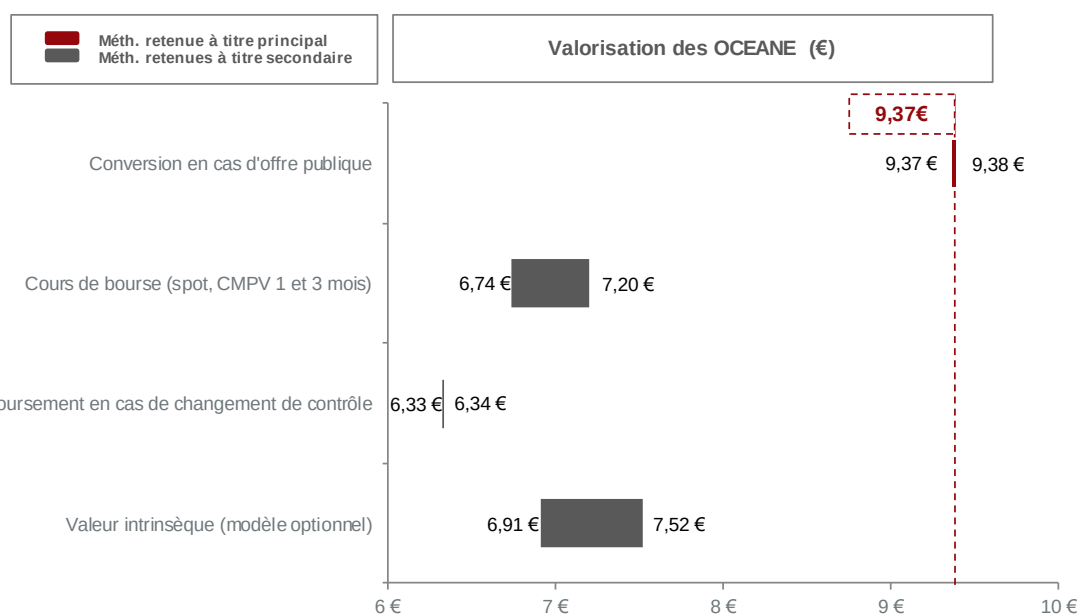
6.2.4.2 Résultats de la valorisation intrinsèque des OCEANE

Au 24 avril 2017, compte tenu des paramètres présentés ci-dessus, la valorisation intrinsèque centrale des OCEANE émises par FUTUREN s'établit à 7,15 €, hors coupon couru non échu.

Sensibilité de la valorisation des OCEANE

		Actualisation de la dette				
Volatilité		4,0%	4,5%	5,0%	5,5%	6,0%
	20%	7,12	6,90	6,68	6,54	6,44
	30%	7,31	7,08	6,91	6,75	6,64
	40%	7,53	7,34	7,15	6,99	6,88
	50%	7,87	7,69	7,52	7,36	7,26
	60%	8,10	7,91	7,74	7,59	7,49

6.2.5 Synthèse des résultats



Sur la base de nos travaux, la valeur d'une OCEANE ressort, pour une date d'ouverture de l'Offre au 6 juillet 2017, à 9,38 € selon l'application des conditions de conversion en cas d'offre publique. **Cette valeur extériorise une décote de -0,1% par rapport au prix fixé par l'initiateur de 9,37 €, coupon détaché.**

Notons par ailleurs qu'un coupon de 0,18 € sera versé le 3 juillet 2017³⁰, précédemment à l'ouverture de l'Offre, et que la valeur du coupon couru de l'OCEANE au 6 juillet 2017 (date estimative de l'ouverture de l'Offre) représenterait moins d'un centime.

Enfin, les conditions financières de l'Offre ne créent pas de rupture d'égalité de traitement entre les actionnaires d'une part et les porteurs d'OCEANE d'autre part, dès lors que le prix d'Offre des OCEANE a été déterminé par référence directe au prix d'Offre des actions.

³⁰ Coupon versé au titre du premier semestre 2017.



7 Accords connexes pouvant avoir une influence significative sur l'appréciation ou l'issue de l'Offre

7.1.1 Convention de prestations de services

« Afin de pouvoir bénéficier, en sa qualité d'actionnaire de contrôle de Futuren, de l'expérience et du savoir-faire de M. Fady Khallouf, après la cessation de ses fonctions de directeur général de Futuren et en vue d'assurer une transition efficiente de la Société, EDF EN a conclu, le 19 mai 2017, une convention de prestation de services avec ce dernier s'agissant de certains projets stratégiques.

L'objet de la convention est la fourniture par M. Khallouf de prestations de conseil et d'assistance dans le cadre de différents projets au Maroc.

La convention de prestations de services, conclue pour une durée de trois ans, prendra effet à la cessation des fonctions de M. Fady Khallouf en tant que directeur général de Futuren. La rémunération totale de M. Fady Khallouf sur cette période de trois ans au titre de cette convention est d'un montant maximum de 1.000.000€, dont 400.000€ seront attribués sous réserve de la satisfaction, par le projet de « repowering » de 100MW, de critères relatifs à son financement et des critères d'investissement du groupe EDF.

Pendant toute la durée de la convention, M. Fady Khallouf sera tenu par un engagement de non-concurrence relativement aux activités de Futuren sur le territoire marocain et aux activités de développement d'EDF EN sur lesquelles il détiendrait des informations sensibles lui ayant été communiquées par EDF EN dans le cadre de l'exécution de la convention. »

Nous avons eu accès au contrat de prestations de services conclu le 19 mai 2017 entre Monsieur Fady KHALLOUF et EDF EN.

Nous comprenons que la rémunération accordée Monsieur Fady KHALLOUF, 200.000 € annuel pendant une période de 3 ans, est la contrepartie d'un travail défini, qui doit donner lieu à des comptes rendus formels périodiques, sans lesquels la rémunération serait suspendue.

Par référence aux accords auxquels nous avons eu accès, les critères de financement et d'investissements du groupe EDF conditionnant le versement du complément de rémunération de 400.000 € à Monsieur Fady KHALLOUF, apparaissent constituer de véritables objectifs sans caractère certain et directement liés à ses prestations futures.

Sur ces bases, les sommes considérées apparaissent rémunérer un travail futur, sans lien direct avec la présente Offre.

Dans ces conditions, nous n'avons pas identifié dans le contrat examiné d'éléments susceptibles de remettre en cause le caractère équitable de l'Offre pour les différents groupes d'actionnaires et les porteurs d'OCEANE.



7.1.2 Autres accords avec le Directeur Général

7.1.2.1 Engagement d'apport

« M. Fady Khallouf s'est engagé à apporter l'intégralité de ses 536.885 Actions librement cessibles à l'Offre aux termes d'un contrat intitulé « Framework Agreement » conclu en date du 19 mai 2017 entre EDF EN, EDF EN Belgium et M. Fady Khallouf. »

Le prix d'acquisition par EDF ENERGIES NOUVELLES des actions apportées par Monsieur Fady KHALLOUF étant identique à celui proposé aux autres actionnaires dans le cadre de la présente Offre, cet accord ne présente, selon nous, aucune disposition de nature à remettre en cause le caractère équitable de l'Offre d'un point de vue financier.

7.1.2.2 Convention de liquidité

« Le contrat prévoit également que les 2.640.565 Actions Gratuites (telles que définies à la section 2.3.3 du projet de note d'information) détenues par M. Fady Khallouf qui ne pourront pas être apportées à l'Offre en raison de leur incessibilité ou de leur indisponibilité feront l'objet d'une convention de liquidité à un prix par Action Gratuite égal au prix le plus élevé entre (i) le prix par Action offert dans le cadre de l'Offre et (ii) le prix par Action qui serait déterminé dans le cadre du retrait obligatoire des Actions (sous réserve qu'un tel retrait obligatoire intervienne avant la fin de la période d'exercice de la promesse considérée). »

Les dispositions de ce contrat ne sont donc pas selon nous susceptibles de remettre en cause le caractère équitable du prix d'Offre.

7.1.2.3 Bonus exceptionnel

« EDF EN, EDF EN Belgium et M. Fady Khallouf ont également conclu, le 19 mai 2017, un contrat intitulé « Management Agreement » aux termes duquel EDF EN et EDF EN Belgium consentent à l'attribution, qui a été soumise et approuvée par le conseil d'administration de Futuren en date du 6 juin 2017, au profit de M. Fady Khallouf d'un bonus exceptionnel d'un montant total maximal de 525.000€ en considération (i) des circonstances exceptionnelles dans lesquelles M. Fady Khallouf a permis le redressement de la Société et la sécurisation de son développement grâce notamment à l'organisation et la gestion du processus concurrentiel visant à stabiliser son actionnariat de contrôle, et aussi (ii) des qualités managériales démontrées par ce dernier contribuant ainsi significativement au succès de la Société et à sa pérennisation, notamment par l'Acquisition du Bloc et la réalisation de l'Offre. Ce bonus sera, en tout état de cause, versé après l'approbation de l'Assemblée générale de la Société appelée à statuer en 2018 sur les comptes de l'exercice clos le 31 décembre 2017. »

Ce bonus exceptionnel a été approuvé par l'ancien Conseil d'administration de FUTUREN, avant que des représentants d'EDF n'intègrent le Conseil, *«en contrepartie proportionnelle aux services rendus à la Société par M. Fady Khallouf dans le cadre [...] de l'Opération sans entrainer de charge excessive pour la Société³¹»*.

En conséquence, ce bonus exceptionnel ne nous semble pas être de nature à remettre en cause le caractère équitable de l'Offre d'un point de vue financier.

³¹ Source : PV du Conseil d'administration du 6 juin 2017.



8 Analyse des éléments d'appréciation du prix établis par l'établissement présentateur

CREDIT AGRICOLE-CIB, agissant en tant qu'établissement présentateur de l'Offre, a préparé les éléments d'appréciation des prix d'Offre figurant à la section 3 du projet de note d'information.

Nous avons analysé ces éléments et nous sommes rapprochés des représentants de CREDIT AGRICOLE -CIB en charge de l'évaluation pour échanger sur les méthodes et critères d'évaluation retenus.

8.1 Choix des critères d'évaluation

Nous sommes d'accord avec l'établissement présentateur pour présenter à titre principal, l'analyse des cours de bourse historique de la Société, l'actualisation des flux de trésorerie et les multiples des sociétés cotées comparables.

Nous sommes également d'accord avec l'établissement présentateur pour ne présenter qu'à titre indicatif, la référence aux cours de bourse des analystes.

Nous retenons en revanche la transaction intervenue sur le capital de la Société à titre principal, contrairement à l'établissement présentateur qui retient cette méthode à titre indicatif.

L'établissement présentateur retient à titre principal la méthode des transactions comparables que nous retenons à titre indicatif.

Enfin, nous sommes en accord avec les méthodes écartées, à savoir l'actif net comptable, l'actif net comptable réévalué, et la méthode de rendement (capitalisation du dividende).

La mise en œuvre des différents critères appelle plusieurs remarques de notre part.

8.2 Mise en œuvre des différents critères

8.2.1 Données financières

Nous retenons un nombre d'actions diluées de 272.988.370 actions quand l'établissement présentateur retient 278.428.275 actions. L'écart s'explique par le nombre d'actions pris en compte résultant de la conversion des OCEANE :

- L'établissement présentateur retient le ratio de conversion applicable en cas d'offre publique, soit 8,16 actions pour 1 OCEANE ;
- Nous retenons le ratio de conversion applicable à la période du 01/01/2017 au 31/12/2017, soit 7,266 actions pour 1 OCEANE.



Nous retenons une dette financière ajustée de -34,1 M€ (pour les approches analogiques) quand l'établissement présentateur retient une trésorerie nette de 28,5 M€. L'écart porte essentiellement sur une présentation différente des calculs et s'explique principalement par :

- La prise en compte dans notre calcul de la quote-part de dette de TUIC et GUINCHETTO revenant à FUTUREN pour un montant de -46,9 M€ (dette projets et holding), alors que l'établissement présentateur valorise séparément ces parcs, en ce compris leur endettement propre ;
- La prise en compte dans notre calcul de la dette liée aux instruments financiers (swap de taux) pour -8,4 M€, quand l'établissement présentateur tient compte de ces instruments au niveau du coût de la dette utilisé pour la détermination de ses taux d'actualisation ;
- La différence de valorisation des déficits reportables que l'établissement présentateur retient pour 38,4 M€, quand nous retenons 30 M€ (soit un écart de 8,4 M€).

8.2.2 Analyse du cours de bourse

L'analyse du cours de bourse menée par l'établissement présentateur n'appelle pas de commentaire particulier de notre part.

8.2.3 Actualisation des flux de trésoreries futurs

Concernant le périmètre des parcs

L'établissement présentateur a retenu, (i) les parcs éoliens exploités actuellement (374 MW), (ii) les projets détenus en portefeuille ayant reçu toutes les autorisations purgées de tout recours (88 MW), soit un total de 462 MW. Le périmètre appréhendé est constitué des parcs détenus à 100%, et des parcs TUIC, GUINCHETTO valorisés selon le pourcentage d'intérêts économiques.

Nous avons retenu les mêmes parcs que l'établissement présentateur, et avons en complément modélisé dans les flux du DCF les projets de parcs au Maroc (repowering de 100 MW et le projet de 200 MW) en leur attribuant des probabilités de réalisation volontaristes.

Nous avons par ailleurs valorisé les parcs en phases initiales (prospection, développement, instruction des demandes d'autorisation) ou en litiges sur la base de multiples de MW et de probabilités de succès en fonction de leur stade d'avancement.

Concernant les activités du plan d'affaires

L'établissement présentateur n'a pas retenu la valeur de l'activité gestion pour compte de tiers que nous avons modélisée indépendamment des autres activités.

Concernant la durée de vie des parcs

L'établissement présentateur a retenu une durée de vie des parcs éoliens de 25 ans (18 ans pour le Maroc). Nous avons retenu une durée conforme à la durée d'amortissement retenue par la Société, soit 23 ans pour l'ensemble des parcs.



Concernant les hypothèses de vent

L'établissement présentateur a retenu une production fondée sur une moyenne des productions historiques qui exclut l'année 2016, dont les conditions de vent étaient en dessous de la moyenne historique.

Nous avons considéré des hypothèses de vent à P75 pour la France et l'Italie, P90 pour l'Allemagne, et P50 pour le Maroc, lesquelles apparaissent globalement supérieures à la moyenne de production de vent dans les différents pays (France, Allemagne, Italie), entre 2010 et 2015 (l'année 2016 étant exclue).

Approche « Cash to equity »

Nous avons retenu la méthode dite « cash to equity », qui modélise les flux dégagés par l'exploitation après service de la dette. L'établissement présentateur a retenu l'actualisation des flux futurs de trésorerie disponibles, hors service de la dette pris en compte dans les éléments de passage entre la valeur de l'entreprise et la valeur des fonds propres (cf. 8.2.1).

Concernant la valeur de sortie

À l'issue de la période d'exploitation, nous avons retenu une valeur de sortie (intégrant les coûts de démantèlement), affectée à chaque parc reflétant la valeur des droits d'exploitation qui y sont attachés (à l'exception du Maroc), contrairement à l'établissement présentateur qui a considéré que la valeur résiduelle potentielle à la fin de la période d'exploitation était compensée par le montant des coûts de démantèlement.

Concernant la valeur par action

En conséquence, la valeur retenue par l'établissement présentateur, se situe dans une fourchette de 0,94 € à 1,12 €, avec une valeur centrale de 1,03 €. Pour notre part, nous calculons une fourchette de 1,012 € à 1,148 €, avec une valeur centrale de 1,077 € par action.

8.2.4 Multiples observés sur les sociétés cotées comparables

L'établissement présentateur fonde son analyse sur les multiples d'EBITDA que nous retenons également.

Concernant l'échantillon, nous avons retenu, au même titre que l'établissement présentateur, un échantillon intégrant des sociétés intervenant majoritairement dans le secteur de la construction, le développement et l'exploitation de parcs éoliens terrestres.

Les échantillons respectifs ont en commun les sociétés FALCK RENEWABLES, ENERGIEKONTOR AG, et VOLTALIA.

Nous avons par ailleurs retenu les sociétés BORALEX et ALERION que l'établissement présentateur n'a pas intégrées dans son échantillon.

Les principales divergences entre nos travaux tiennent donc à la composition de l'échantillon de comparables retenus, et aux dates de références considérées pour le calcul des capitalisations boursières.



Concernant la valeur par action

En conséquence, la valeur retenue par l'établissement présentateur, se situe dans une fourchette de 0,90 € à 1,00 €. Pour notre part, nous calculons une fourchette de 0,88 € à 0,89 €.

8.2.5 Multiples observés sur des transactions portant sur des sociétés comparables

Tout comme nous, l'établissement présentateur fonde son analyse sur les multiples d'EBITDA.

En revanche, l'établissement présentateur se réfère aux EBITDA du périmètre consolidé à 100%, excluant TUIC et GUINCHETTO, dans la mesure où ces parcs sont valorisés séparément, alors que nous avons considéré les EBITDA économiques intégrant TUIC et GUINCHETTO à hauteur des pourcentages d'intérêts de la Société dans les projets, soit respectivement 40% et 51%.

Dans son échantillon de transactions comparables, CREDIT AGRICOLE CIB a sélectionné les acquisitions d'ALERION CLEAN POWER par FRI-EL GREEN POWER, d'ENEL GREEN POWER FRANCE par BORALEX, du portefeuille éolien allemand d'ACCIONA par SWISSPOWER, des actifs éoliens de SECHILLENNE SIDEC par EDF EN, d'AEROWATT par JMB ENERGIE, d'IP MAESTRALE INVESTMENTS par ERG que nous retenons également.

Pour notre part, nous n'avons pas retenu la transaction sur ALERION CLEAN POWER, car il s'agit d'une transaction minoritaire portant sur 25% de son capital. Nous avons par ailleurs retenu cette société dans notre échantillon de comparables boursiers.

Les principales divergences entre nos travaux tiennent donc à la composition de l'échantillon de transactions retenues.

Concernant la valeur par action

En conséquence, la valeur retenue par l'établissement présentateur se situe dans une fourchette de 0,86€ à 1,15€. Pour notre part, nous calculons une fourchette de 0,84€ à 1,11€.

8.2.6 Objectifs de cours des analystes

La mise en œuvre de ce critère par l'établissement présentateur n'appelle pas de remarque particulière de notre part.

8.2.7 OCEANE

Nous avons retenu, comme l'établissement présentateur, la valeur de conversion des OCEANE en cas d'offre publique, la valorisation des OCEANE par application de la clause de remboursement anticipé en cas de changement de contrôle, le cours de bourse et la valorisation intrinsèque de l'OCEANE.



La mise en œuvre de la valeur de conversion des OCEANE en cas d'offre publique, de la méthode du cours de bourse et de l'application de la clause de remboursement anticipé en cas de changement de contrôle par l'établissement présentateur n'appelle pas de remarque particulière de notre part.

Nous avons par ailleurs, complété ces approches par la mise en œuvre d'une valorisation intrinsèque des OCEANE à l'aide d'un modèle de type binomial, quand l'établissement présentateur met en œuvre un modèle trinomial. Les principaux paramètres utilisés par l'établissement présentateur n'appellent pas de commentaire particulier de notre part.

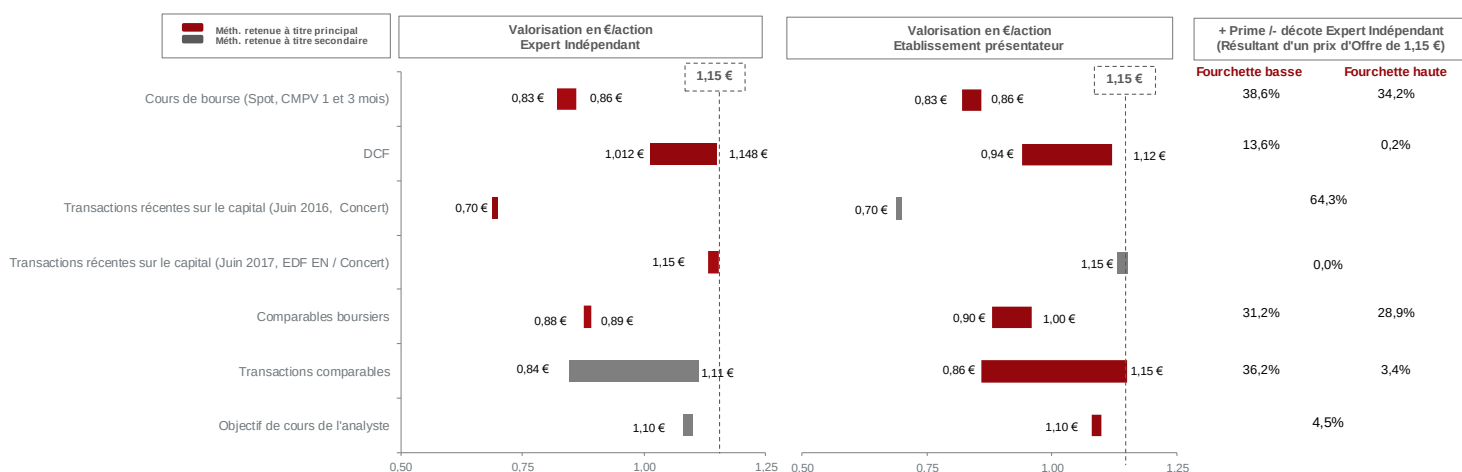
La valeur intrinsèque retenue par l'établissement présentateur se situe à 7,05 € par OCEANE. Pour notre part, nous calculons une fourchette de 6,91 € à 7,52 €, avec une valeur centrale de 7,15 € par OCEANE.

Les valeurs extérieures sont dans tous les cas inférieures à la valeur qui ressort de l'application des conditions prévues dans les modalités des OCEANE en cas d'offre publique.

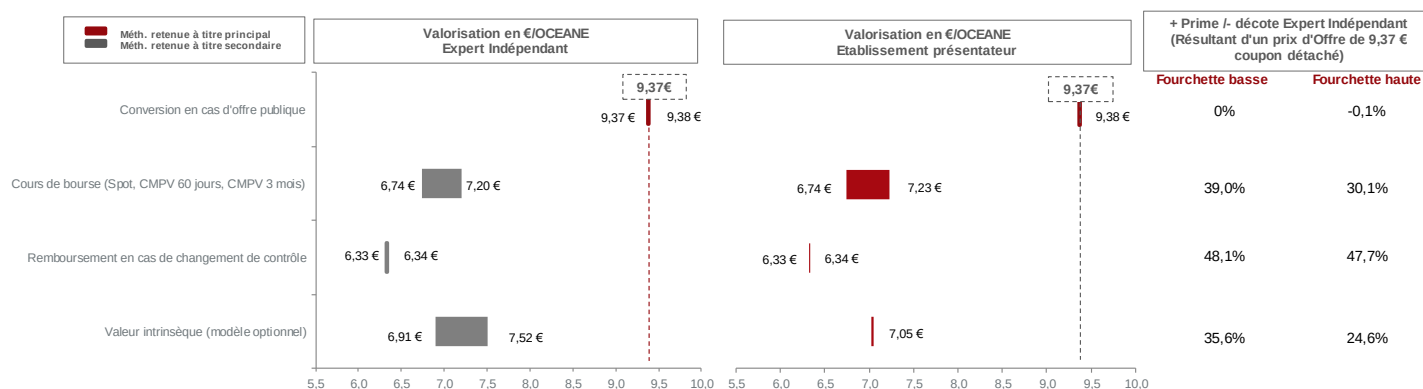
9 Synthèse de nos travaux et appréciation sur le caractère équitable des prix offerts

9.1 Synthèse de nos travaux d'évaluation

Actions FUTUREN



OCEANE



9.2 Attestation sur le caractère équitable des prix de l'Offre

La présente Offre aux actionnaires minoritaires de FUTUREN à un prix de 1,15 € par action, et aux porteurs d'OCEANE à un prix de 9,37 € par OCEANE, coupon détaché, fait suite à l'acquisition préalable du bloc majoritaire représentant 61,59% du capital de FUTUREN, et 96,05% des OCEANE en circulation, intervenue le 9 juin 2017 auprès du Concert à ces mêmes prix et conditions.



Celles-ci appellent les conclusions suivantes :

En ce qui concerne l'actionnaire de FUTUREN

Le prix d'Offre fait ressortir une prime de 38,6% par rapport au dernier cours de bourse précédant l'annonce de l'entrée en négociations exclusives, soit le cours de clôture du 24 avril 2017, et de 34,2% par rapport aux cours de bourse moyens 3 mois et 60 jours à cette même date, sans que le cours de bourse n'ait jamais atteint le prix d'Offre au cours des deux années précédant l'annonce.

De plus, dans le contexte d'une prise de contrôle, en s'inscrivant dans le haut de fourchette des valeurs issues du critère du DCF, lequel a été mis en œuvre sur la base d'un plan d'affaires volontariste, le prix d'Offre donne la pleine valeur de la Société, sans avoir à supporter le risque de réalisation des prévisions. Par rapport à la valeur centrale du DCF (1,077 €), le prix d'Offre fait ressortir une prime de 6,78%.

Nous observons également que le prix proposé dans le cadre de la présente Offre fait ressortir une prime sur chacun des autres critères exposés dans le présent rapport.

Dans ce contexte et sur ces bases, nous sommes d'avis que le prix d'Offre de 1,15 € par action est équitable d'un point de vue financier pour les actionnaires de Futuren, y compris dans le cadre d'un retrait obligatoire.

En ce qui concerne les titulaires d'OCEANE

L'Offre porte également sur l'ensemble des OCEANE émises par FUTUREN.

Le prix d'Offre des OCEANE correspond à la valeur de conversion des OCEANE en cas d'offre publique à 1,15 € par action³², critère principal d'évaluation.

Les conditions financières de l'Offre ne créent donc pas de rupture d'égalité de traitement entre les actionnaires, d'une part, et les porteurs d'OCEANE, d'autre part, dès lors que le prix d'Offre des OCEANE résulte de la prise en compte du prix d'Offre des actions en application de la formule de conversion prévue en cas d'offre publique.

Nous observons par ailleurs que le prix de rachat proposé pour les OCEANE fait ressortir une prime de 48,1% par rapport à la valeur des OCEANE dans le cadre d'un remboursement anticipé en cas de changement de contrôle et de 31,0% par rapport à la valeur intrinsèque des OCEANE fondée sur le modèle binomial, compte tenu des paramètres de calcul observés au moment de l'annonce de l'entrée en négociations exclusives.

Dans ce contexte et sur ces bases, nous sommes d'avis que le prix d'Offre de 9,37 € par OCEANE est équitable d'un point de vue financier pour les porteurs d'OCEANE FUTUREN.

³² Prix d'Offre de 9,37 € par OCEANE en considérant la date du 15 juillet 2017 et de 9,38 € en considérant le 6 juillet 2017.

En ce qui concerne les accords connexes

L'examen des *Accords pouvant avoir une influence significative sur l'appréciation ou l'issue de l'Offre*, tels que présentés dans le projet de note d'information, à savoir la *Convention de prestations de services*, l'*Engagement d'apport*, la *Convention de liquidité* et le *Bonus exceptionnel*, n'a pas fait apparaître de disposition financière de nature à remettre en cause, selon nous, le caractère équitable de l'Offre d'un point de vue financier.

Fait à Paris le 19 juin 2017

FINEXSI EXPERT & CONSEIL FINANCIER



Lucas ROBIN



Olivier PERONNET

PJ : Annexe unique



Annexe unique

Présentation du cabinet FINEXSI EXPERT & CONSEIL FINANCIER :

L'activité de FINEXSI EXPERT ET CONSEIL FINANCIER (FINEXSI) s'inscrit dans le cadre des métiers réglementés par l'Ordre des Experts Comptables et la Compagnie Nationale des Commissaires aux Comptes. Elle regroupe principalement les activités suivantes :

- Commissariat aux comptes ;
- Acquisitions et cessions d'entreprises ;
- Apports et fusions ;
- Évaluation et expertise indépendante ;
- Assistance dans le cadre de litiges.

Pour mener à bien ces missions, le Cabinet emploie des collaborateurs dont l'essentiel a un niveau d'expérience et d'expertise élevé dans chacune de ces spécialités.

Liste des missions d'expertises indépendantes réalisées par le cabinet Finexsi au cours des 12 derniers mois :

Date	Cible	Initiateur	Banque(s) présentatrice(s)	Opération
mai-16	SAFT	Total	BNP Paribas	Offre Publique d'Achat
oct.-16	Solocal	NA	NA	Augmentation de capital réservée
nov.-16	Ausy	Randstad	BNP Paribas	Offre Publique d'Achat
janv.-17	Areva	NA	NA	Augmentation de capital réservée
mai-17	Eurodisney	The Walt Disney Company	BNP Paribas	Offre Publique d'Achat Simplifiée
mai-17	Christian Dior	Semyrhamis (Groupe Familial Arnault)	Crédit Agricole CIB / Société Générale / Natixis	Offre Publique Mixte Simplifiée

Adhésion à une association professionnelle reconnue par l'Autorité des Marchés Financiers :

FINEXSI EXPERT & CONSEIL FINANCIER adhère à l'APEI (Association Professionnelle des Experts Indépendants), association professionnelle reconnue par l'Autorité des Marchés Financiers en application de l'article 263-1 de son règlement général.

Par ailleurs, FINEXSI EXPERT & CONSEIL FINANCIER applique des procédures visant à protéger l'indépendance du cabinet, éviter les situations de conflits d'intérêts et contrôler, sur chaque mission, la qualité des travaux réalisés et des rapports avant leur émission.

Montant de la rémunération perçue :

Notre rémunération pour cette mission s'élève à 120 K€, hors taxes, frais et débours.



Description des diligences effectuées :

Le programme de travail détaillé suivant a été mis en œuvre :

- 1 -** Prise de connaissance de l'opération et acceptation de la mission
- 2 -** Identification des risques et orientation de la mission
- 3 -** Collecte des informations et des données nécessaires à la mission :
 - Prise de connaissance des notes d'analyse sectorielle, des notes d'analyse sur les comparables de la société et des notes d'analyse sur les transactions comparables
- 4 -** Appréciation du contexte de l'Offre :
 - Echanges avec le management de la cible
 - Echanges avec la banque-conseil de la cible (MESSIER MARIS ET ASSOCIES)
 - Echanges avec l'établissement présentateur (CA-CIB)
 - Echanges avec le Comité des Indépendants de la cible (composé des membres indépendants du Conseil d'Administration de la cible)
- 5 -** Analyse de la transaction et de la documentation juridique liée
- 6 -** Prise de connaissance de la documentation comptable et financière de la Société
- 7 -** Analyse du cours de bourse de FUTUREN :
 - Analyse du flottant et de la liquidité
 - Analyse de l'évolution du cours
- 8 -** Revue du consensus des analystes
- 9 -** Mise en œuvre d'une valorisation par la méthode de l'actualisation des flux de trésorerie futurs et réalisation de tests de sensibilité
- 10 -** Mise en œuvre d'une méthode multicritères pour l'évaluation des OCEANE
- 11 -** Mise en œuvre des méthodes analogiques :
 - Comparables boursiers
 - Transactions comparables
- 12 -** Mise en œuvre des méthodes fondées sur les données de marché des titres :
 - Cours spot et cours moyens
 - Objectifs de cours des analystes (à titre indicatif)
- 13 -** Obtention des lettres d'affirmation du représentant de la Société cible et de l'initiateur
- 14 -** Analyse du projet de note d'information
- 15 -** Revue indépendante
- 16 -** Rédaction du rapport



Calendrier de l'étude :

16 mai 2017	Désignation de FINEXSI comme expert indépendant par le Conseil d'administration de FUTUREN
17 mai 2017	Conférence téléphonique avec les administrateurs indépendants
23 mai 2017	Réunions de travail avec CREDIT AGRICOLE CORPORATE & INVESTMENT BANK, établissement présentateur, et EDF ENERGIES NOUVELLES
30 mai 2017	Réunion de travail avec la direction générale de FUTUREN
2 juin 2017	Conférence téléphonique avec le management de la Société
6 juin 2017	Réunions de travail avec MESSIER MARIS ET ASSOCIES conseil de la Société
Mai - juin 2017	Collecte de l'information publique disponible Recherche des transactions comparables à partir de la base de données Epsilon, notamment Identification et collecte de données sur les comparables boursiers à partir de la base de données financières Capital IQ, notamment
Mai - juin 2017	Mise en œuvre d'une évaluation multicritères des actions et des OCEANE de FUTUREN
7 juin 2017	Conférence téléphonique avec l'établissement présentateur notamment sur les travaux d'évaluation et les éventuels accords connexes
8 juin 2017	Réunion de travail avec la direction générale de FUTUREN notamment sur les hypothèses du plan d'affaires
8 juin 2017	Conférence téléphonique avec les administrateurs indépendants
12 juin 2017	Conférence téléphonique avec le management de la Société
13 juin 2017	Réunion de travail avec la direction générale de FUTUREN notamment sur les hypothèses du plan d'affaires
14 juin 2017	Conférence téléphonique avec les administrateurs indépendants
17 et 18 juin 2017	Revue indépendante du rapport du cabinet FINEXSI
19 juin 2017	Conférence téléphonique avec les administrateurs indépendants (préalablement au Conseil d'Administration) Remise du rapport d'évaluation et présentation au Conseil d'administration de FUTUREN



Liste des personnes rencontrées ou contactées :

FUTUREN :

- Monsieur Fady KHALLOUF, Directeur général
- Madame Élodie FIORINI, Secrétaire générale
- Monsieur Jérôme BERTONCINI, Directeur administratif et financier
- Monsieur Thibaut de GAUDEMAR, administrateur indépendant
- Madame Lilia JOLIBOIS, administrateur indépendant
- Monsieur Jérôme LOUVET, administrateur indépendant (jusqu'au 9 juin 2017)

Établissement présentateur, CA-CIB

- Monsieur Fabien BRUNET, Managing Director
- Monsieur Jean-David CHAZALET, Vice President
- Monsieur Pierre MARION, Associate
- Monsieur Pierre-Antoine LAC, Analyst

Banque-conseil de la Société, MESSIER MARIS & ASSOCIES

- Monsieur Guillaume DUMESNIL, Director
- Madame Caroline PINTON, Analyst

Avocat de la Société, HERBERT SMITH FREEHILLS

- Maître Hubert SEGAIN, Partner
- Maître Laurence VINCENT, Senior associate

Sources d'information utilisées :

Informations de marché :

- Communication financière de FUTUREN sur les exercices 2015 et 2016 ;
- Cours de bourse, comparables boursiers, consensus de marché : CAPITAL IQ ;
- Données de marchés (Taux sans risque, prime de risque, bêta...) : CAPITAL IQ, ASSOCIES EN FINANCE, EPSILON RESEARCH, BANQUE DE FRANCE,
- Notes d'analyste suivant le titre.

Personnel associé à la réalisation de la mission :

Les signataires, Olivier PERONNET (associé) et Lucas ROBIN (associé), ont notamment été assistés de Maxime ROGEON (manager), Jean-Bernard ROMANIK (manager), Eddie GINS (supervisor) et Ianis FATTOUMI (analyst).

La revue indépendante a été effectuée par Olivier COURAU, associé du cabinet.

12. **MODALITÉS DE MISE À DISPOSITION DES INFORMATIONS RELATIVES À LA SOCIÉTÉ**

Les autres informations relatives aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables de la Société seront déposées auprès de l'AMF au plus tard la veille de l'ouverture de l'Offre. En application de l'article 231-28 du RG AMF, elles sont disponibles sur les sites Internet de FUTUREN (www.futuren-group.com) et de l'AMF (www.amf-france.org), la veille de l'ouverture de l'Offre et pourront être obtenues sans frais auprès de FUTUREN.

13. **PERSONNES QUI ASSUMENT LA RESPONSABILITÉ DU PROJET DE NOTE EN RÉPONSE**

« A ma connaissance, les données du présent projet de note en réponse sont conformes à la réalité et ne comportent pas d'omission de nature à en altérer la portée. »

Monsieur Fady Khallouf
Directeur Général de FUTUREN